

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

**Bergen, høsten 2005**

**Utredning i fordypningsområdet:** Bedriftsøkonomisk analyse

**Veileder:** Førsteamanuensis Lasse B. Lien

**KONSENTRERT EIERSKAP I DET NORSKE AKSJEMARKEDET –  
I ET CORPORATE GOVERNANCE PERSPEKTIV**

**Skrevet av Frederik J. Halvorsen**

*Denne utredningen er gjennomført som ledd i høyere avdelings studium ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjennelsen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er fremkommet i arbeidet.*

## **Sammendrag**

Eierstruktur fremheves i litteraturen som en av flere corporate governance mekanismer, og i denne oppgaven fokuseres det på hvilke effekter dominerende eiere fører med seg. Rammene for konsentrert eierskap blir gjennomgått, der både det teoretiske utgangspunktet og de regulative forholdene blir behandlet grundig. Med utgangspunkt i sentrale hendelser fra Aker-systemets senere historie, blir konsentrert eierskap og corporate governance diskutert opp mot praksis. Det blir spesielt lagt vekt på hvilken betydning eierstrukturen har hatt for systemets utvikling. Mot slutten av utredningen analyseres sammenhengen mellom konsentrert eierskap og selskapenes resultater og verdiutvikling. Analysene er basert på data for norske børsnoterte selskap i perioden 2000 – 2004. Resultatene viser en signifikant negativ sammenheng mellom de to variablene. Samtidig gir resultatene kun begrenset støtte til hypotesen om at et generelt økt fokus på corporate governance de senere årene har bidratt til en mindre tydelig sammenheng mellom konsentrert eierskap og verdiutvikling.

## **Forord**

Denne utredningen er skrevet som en avsluttende del av Høyere Avdelings Studium ved Norges Handelshøyskole.

Det stadig økende fokuset på corporate governance både i media, næringslivet og samfunnet ellers har bidratt til å fatte min interesse for dette spennende fagfeltet. Ellers har jeg over lengre tid vært opptatt av de muligheter som skapes gjennom et aktivt og konsentrert eierskap. Da jeg skulle bestemme hva denne utredningen skulle handle om så jeg at disse temaene kunne kombineres og skape utgangspunkt for en interessant oppgave. Ettersom arbeidet skred frem fikk jeg bekreftet at denne hypotesen stemte, noe som bidro til å gjøre dette til en svært lærerik prosess.

Jeg ønsker å rette en stor takk til min veileder Lasse B. Lien for gode tips og innspill som utvilsomt har bidratt til å heve kvaliteten på utredningen.

Oslo, november 2005

Frederik J. Halvorsen

# Innholdsfortegnelse

<b><u>SAMMENDRAG .....</u></b>	<b><u>0</u></b>
<b><u>FORORD.....</u></b>	<b><u>2</u></b>
<b><u>INNHOLDSFORTEGNELSE.....</u></b>	<b><u>3</u></b>
<b><u>1 INNLEDNING.....</u></b>	<b><u>7</u></b>
1.1 BAKGRUNN.....	7
1.2 SENTRALE BEGREP .....	7
1.3 OPPGAVENS TEMA OG HYPOTESER .....	8
1.4 AVGRENSNING.....	8
1.5 UTREDNINGENS STRUKTUR .....	9
<b><u>2 TEORI.....</u></b>	<b><u>10</u></b>
2.1 INNLEDNING.....	10
2.2 TEORETISK BAKGRUNN .....	10
2.2.1 AGENT TEORI .....	10
2.2.2 DEFINISJON AV CORPORATE GOVERNANCE.....	11
2.2.3 CORPORATE GOVERNANCE MEKANISMER.....	12
2.2.4 KONSENTRERT EIERSKAP.....	12
2.2.4.1 Fordeler ved konsentrert eierskap.....	13
2.2.4.2 Ulemper ved konsentrert eierskap.....	14
2.2.4.3 Likevektshypotesen.....	15
<b><u>3 CORPORATE GOVERNANCE UTVIKLING.....</u></b>	<b><u>16</u></b>
3.1 INNLEDNING.....	16
3.2 UTVIKLING INTERNASJONALT.....	17
3.3 UTVIKLING I NORGE.....	17
3.3.1 NORSK ANBEFALING.....	18
3.3.2 EIERFORUMS 10 BUD FOR GODT STYREARBEID.....	19
3.3.3 STATENS 10 PRINSIPPER FOR GODT EIERSKAP.....	20
3.3.4 NÆRT FORESTÅENDE ENDRINGER INNEN CORPORATE GOVERNANCE .....	20
3.4 OPPSUMMERING.....	20

## **4 LEGALT SYSTEM .....21**

<b>4.1</b>	<b>ANGLOAMERIKANSK VS. EUROPEISK RETTSSYSTEM.....</b>	<b>21</b>
<b>4.2</b>	<b>SENTRALE BESTEMMELSER .....</b>	<b>22</b>
4.2.1	LIKHETSPRINSIPPET .....	22
4.2.2	GENERALFORSAMLING.....	22
4.2.3	STEMMERETTSREGLENE OG FLERTALLSKRAV.....	23
<b>4.2.3.1</b>	<b>Stemmerett.....</b>	<b>23</b>
<b>4.2.3.2</b>	<b>Flertallskrav .....</b>	<b>24</b>
4.2.4	BEDRIFTSFORSAMLING OG STYRE.....	24
4.2.5	SPESIELLE RETTIGHETER FOR SMÅ AKSJONÆRER.....	25
<b>4.2.5.1</b>	<b>Krav om ekstraordinær generalforsamling .....</b>	<b>26</b>
<b>4.2.5.2</b>	<b>Forslag om gransking.....</b>	<b>26</b>
<b>4.2.5.3</b>	<b>Bejæring om tilleggsrevisor.....</b>	<b>27</b>
<b>4.2.5.4</b>	<b>Sikring mot utsulting av aksjonærene .....</b>	<b>28</b>
<b>4.2.5.5</b>	<b>Erstatningskrav på selskapets vegne mot selskapets ledelse.....</b>	<b>29</b>
4.2.6	FLAGGING AV ERVERV .....	29
4.2.7	TILBUDSPLIKT OG TVANGSINNØSNING .....	30
4.2.8	OPPLYSNINGSPLIKT.....	30
4.2.9	INNSIDEHANDEL .....	31
4.2.10	KRAV TIL NOTERING PÅ OSLO BØRS .....	31
4.2.11	HANDEL MELLOM NÆRSTÅENDE PARTER .....	31
4.2.12	ANDRE KOMMENTARER.....	32
<b>4.3</b>	<b>OPPSUMMERING.....</b>	<b>32</b>

## **5 PRAKSIS.....34**

<b>5.1</b>	<b>INNLEDNING.....</b>	<b>34</b>
<b>5.2</b>	<b>AKER.....</b>	<b>34</b>
5.2.1	INTRODUKSJON .....	34
5.2.2	HISTORIE OG BAKGRUNN.....	36
5.2.3	AKTIVT EIERSKAP.....	37
<b>5.3</b>	<b>FØR KVÆRNER .....</b>	<b>37</b>
5.3.1	TVANGSINNØSNING AV AKSJER .....	37
5.3.2	LENTH-UTVALGET .....	38
5.3.3	OPPSUMMERING .....	39
<b>5.4</b>	<b>KAMPEN OM KVÆRNER.....</b>	<b>40</b>
5.4.1	FORSPILET .....	40
5.4.2	KONFLIKTER MELLOM MAJORITET– OG MINORITETSAKSJONÆRER .....	42
5.4.3	GENERALFORSAMLING 4. MAI.....	44
5.4.4	GRANSKNING AV KVÆRNER.....	45
5.4.5	OPPSUMMERING .....	46
<b>5.5</b>	<b>RESTRUKTURERING.....</b>	<b>47</b>
5.5.1	INNLEDNING.....	47
5.5.2	KVÆRNER-FUSJONEN .....	47
5.5.3	RESTRUKTURERING.....	48

5.5.3.1	Tredelingen.....	48
5.5.3.2	Aker ASA.....	50
5.5.3.3	Etter september 2004.....	51
5.5.4	OPPSUMMERING.....	52
5.6	AKER I DAG.....	53
<b>6</b>	<b><u>EMPIRISKE UNDERSØKELSER</u></b> .....	<b>57</b>
6.1	SVAKHETER VED TIDLIGERE FORSKNING.....	57
6.2	FORSKNING PÅ UTENLANDSKE DATA.....	57
6.2.1	DEMSETZ OG LEHN (1985).....	58
6.2.2	MORCK ET AL (1988).....	58
6.2.3	MCCONNELL OG SERVAES (1990).....	59
6.2.4	LEHMANN OG WEIGLAND (2000).....	59
6.3	FORSKNING PÅ NORSKE DATA.....	59
6.3.1	BØHREN OG ØDEGAARD (2001B).....	59
<b>7</b>	<b><u>ANALYSER OG RESULTATER</u></b> .....	<b>61</b>
7.1	INNLEDNING.....	61
7.2	DATAMATERIALE.....	61
7.3	DESKRIPTIV STATISTIKK.....	62
7.3.1	OSLO BØRS SOM MARKEDSPASS.....	62
7.3.2	EIERSKAPSSTRUKTUR.....	63
7.3.2.1	Aksjer med og uten stemmerett.....	64
7.3.2.2	Konsentrert eierskap.....	64
7.4	VERDIUTVIKLING KONSENTRERT VS. SPREDT EIERSKAP.....	66
7.4.1	RESULTATER.....	67
7.4.1.1	Tidsperiode 2001 – 2004.....	67
7.4.1.1.1	Atskilte grupper.....	67
7.4.1.1.2	Sammenslåtte grupper.....	68
7.4.1.2	Senere tidsperioder.....	69
7.4.2	DISKUSJON.....	69
7.5	REGRESJONSANALYSE: KONSENTRASJON VS. ØKONOMISKE PRESTASJONER.....	70
7.5.1	SELSKAPS PRESTASJONER.....	70
7.5.2	EIERSKAPSKONSENTRASJON.....	71
7.5.3	MODELL.....	73
7.5.4	LINEÆR REGRESJON.....	73
7.5.5	KVADRATISK REGRESJON.....	75
7.5.6	DISKUSJON OG KONKLUSJON.....	75
<b>8</b>	<b><u>KONKLUSJON</u></b> .....	<b>78</b>

<b>LITTERATUR .....</b>	<b>80</b>
-------------------------	-----------

<b>APPENDIKS .....</b>	<b>84</b>
------------------------	-----------

<b>APPENDIKS 1: AKSJONÆRSTRUKTUR I UTVALGTE EUROPEISKE LAND.....</b>	<b>85</b>
<b>APPENDIKS 2: NOTERTE SELSKAPER OSLO BØRS 1994 – 2004.....</b>	<b>85</b>
<b>APPENDIKS 3: NORSK ANBEFALING EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE.....</b>	<b>86</b>
<b>APPENDIKS 4: EIERFORUMS 10 BUD FOR GODT STYREARBEID .....</b>	<b>91</b>
<b>APPENDIKS 5: STATENS 10 PRINSIPPER FOR GODT EIERSKAP .....</b>	<b>92</b>
<b>APPENDIKS 6: OVERSIKT OVER CORPORATE GOVERNANCE MEKANISMER.....</b>	<b>93</b>
<b>APPENDIKS 7: SKJEMATISK OVERSIKT OVER VEIEN TIL FUSJON (AMA– KVI).....</b>	<b>94</b>
<b>APPENDIKS 8: RESULTATER FRA BØHREN OG ØDEGAARD (2001B) .....</b>	<b>95</b>
<b>APPENDIKS 9: ANALYSEUTSKRIFTER – VARIANSANALYSER .....</b>	<b>95</b>
<b>APPENDIKS 9: ANALYSEUTSKRIFTER – VARIANSANALYSER .....</b>	<b>96</b>
<b>APPENDIKS 10: ANALYSEUTSKRIFTER – REGRESJONSANALYSER .....</b>	<b>102</b>

# 1 INNLEDNING

## 1.1 Bakgrunn

Selv om graden av konsentrert eierskap generelt er lavere for norske selskap enn det en finner i de fleste andre europeiske land, finnes det også her hjemme mange eksempler på selskap med en slik eierstruktur. Historisk har det blant mange vært knyttet en viss skepsis til denne formen for eierstruktur, blant annet fordi en har fryktet for minoritetsaksjonærenes stilling. De senere år har det vært en økende interesse for temaet corporate governance i samfunnet generelt. En viktig årsak er blant annet den store oppmerksomheten som har vært knyttet til flere store finansskandaler både internasjonalt og her i Norge. Som en konsekvens har næringslivet fokusert på å bedre sin corporate governance politikk, og det har blant annet blitt utarbeidet anbefalinger for hvordan foretak bør praktisere innenfor området. Som en følge av dette er det grunn til å anta at mange av de potensielle ulempene ved konsentrert eierskap dermed har blitt redusert.

## 1.2 Sentrale begrep

Viktige begrep som blir benyttet i denne utredningen vil bli definert og diskutert i detalj i senere kapitler. Likevel er det hensiktsmessig å kort kommentere hvilken mening de mest sentrale av disse tillegges. Med *konsentrert eierskap* menes her en eierstruktur som sørger for at en eller et fåtall aksjonærer kan utøve dominerende innflytelse på et selskap. Aksjonærer som kontrollerer minst 1/3 av de stemmeberettigede aksjene i et selskap kan utøve negativ kontroll i dette selskapet og har dermed muligheten til å hindre blant annet vedtektsendringer. Selv om det finnes grader av konsentrert eierskap vil en i denne oppgaven legge til grunn at eierskapet er konsentrert dersom minst 1/3 av aksjene er kontrollert av en eller et fåtall aksjonærer. *Corporate governance* er et begrep som omhandler eierstyring og selskapsledelse. Selskap som har en god corporate governance politikk kjennetegnes blant ved at de sørger for lik behandling av alle aksjonærer, blant annet gjennom god informasjonsflyt og ved å unngå forfordeling av enkelte aksjonærer. Med *økonomiske prestasjoner* menes hvordan selskap presterer ut fra økonomiske perspektiver, og spesielt med tanke på selskapets verdiutvikling, der markedsverdien av selskapet står sentralt.



### **1.3 Oppgavens tema og hypoteser**

Denne utredningen tar for seg de konsekvensene konsentrert eierskap fører med seg, og søker først og fremst å undersøke hvorvidt en slik eiersammensetning er positiv eller negativ for selskapets aksjonærer. Fokuset på minoritetsaksjonærene står sentralt, og det blir lagt vekt på hvilke betydning konsentrert eierskap har for denne eiergruppen. Mot slutten av utredningen vil jeg spesielt analysere hvilke konsekvenser eierstrukturen har for selskapers økonomiske prestasjoner. Basert på empiriske undersøkelser analyserer jeg sammenhengen mellom konsentrert eierskap og verdien på selskaper. Bøhren og Ødegaard (2001b) har utført en tilsvarende analyse basert på selskapsdata fra perioden 1989 – 1997. I denne undersøkelsen ble det funnet en signifikant negativ sammenheng mellom disse variablene, der det ble vist at verdien til norske børsnoterte selskaper reduseres med økende grad av konsentrert eierskap. Basert på nyere data fra 2000 – 2004 vil jeg søke støtte for min hypotese om at sammenhengen mellom disse størrelsene nå ikke er like sterk, og muligens heller ikke like signifikant som det Bøhren og Ødegaard fant. Bakgrunnen for hypotesen er knyttet til de senere års betydelige fokus på corporate governance. Gjennom en bedre politikk på dette området er det rimelig å forvente at de potensielle ulempene ved å ha dominerende eiere ikke lenger gjør seg gjeldende, og at konsentrert eierskap således ikke slår negativt ut på selskapenes økonomiske prestasjoner.

### **1.4 Avgrensning**

Eksempler på konsentrert eierskap vil en kunne finne i alle typer selskap, og spesielt blant mindre aksjeselskap er en slik eierstruktur fremtredende. Denne utredningen vil likevel fokusere på større selskap som er av allmenn interesse. Den kvantitative analysen er basert på data for norske børsnoterte selskap. Grunnen til at kun norske selskap danner utgangspunkt for analysen er først og fremst knyttet til at det ville vært en for omfattende oppgave å inkludere selskap utover dette. Videre ville det også vært en svært vanskelig øvelse å finne selskapsdata (for eksempel eierstruktur) for selskap som ikke er notert på Oslo Børs. Dessuten er corporate governance først og fremst et viktig tema for de børsnoterte selskapene. Bakgrunnen for tidsavgrensningen er knyttet til at mine analyser skal teste effekten av de senere års økte fokus på corporate governance, samt at disse resultatene skal sammenlignes med resultater fra tidligere analyser. Det er dermed tilstrekkelig å fokusere på perioden 2000 – 2004. For øvrig kan det kommenteres at

data knyttet til den kvalitative analysen er samlet inn innen utgangen av september 2005. Eventuelle hendelser eller endringer etter dette er derfor ikke tatt hensyn til i oppgaven.

### **1.5 Utredningens struktur**

I tillegg til innledningen består denne utredningen av til sammen 7 kapitler. I kapittel 2 blir teorien som ligger til grunn for oppgaven gjennomgått. Agentteorien er sentral i denne gjennomgangen. Dette teoretiske utgangspunktet er blant annet grunnlaget for corporate governance tankegangen som også blir gjennomgått. En diskusjon av de teoretiske fordelene og ulempene med konsentrert eierskap runder av kapitlet.

Kapittel 3 fokuserer på den utviklingen som har skjedd innen corporate governance, både internasjonalt og i Norge. Neste kapittel følger opp med en diskusjon rundt de legale rammevilkårene for corporate governance. Sentrale bestemmelser fra blant annet aksjeloven, allmennaksjeloven og verdipapirloven blir trukket frem, der hovedfokuset er på regler som gir vern til minoritetsaksjonærene i selskap med dominerende eiere.

Kapittel 5 tar for seg konsentrert eierskap og corporate governance i praksis, der diskusjonen tar utgangspunkt i sentrale hendelser fra Aker-systemets senere historie. Spesielt legges det vekt på hvilken betydning konsentrert eierskap har hatt for utviklingen av selskapene i dette systemet.

I kapittel 6 og 7 blir sammenhengen mellom konsentrert eierskap og verdiutvikling undersøkt. I det første av de to kapitlene blir tidligere relevant forskning gjennomgått, mens det andre tar for seg mine egne analyser og de resultater fra disse. Utredningen avsluttes med konklusjon i det siste kapitlet. I appendikset er relevante oversikter, figurer og tabeller vedlagt.

## 2 TEORI

### 2.1 Innledning

Corporate governance som begrep og fenomen står sentralt i denne utredningen. Jeg vil i dette kapitlet gi en introduksjon til corporate governance, der jeg blant annet ser på den teoretiske bakgrunnen. Fokus vil være på *agent teori*, og da spesielt i forhold til *konsentrert eierskap*. Agent teori og *corporate governance* er nært beslektede begreper, der *agentkostnader* gjerne kan sies å være bakgrunnen for corporate governance. Det kan derfor være fornuftig med en gjennomgang av denne teorien før en prøver seg på en definisjon av corporate governance.

### 2.2 Teoretisk bakgrunn

#### 2.2.1 Agent teori

Berle og Means (1932) hevdet allerede i 1932 at den økende profesjonaliseringen av ledelsesfunksjonen ville medføre at selskap ville drives ut fra maksimering av ledelsens nytte i stedet for eiernes nytte. Denne påstanden utgjør på mange måter kjernen i agentteorien (*prinsipal – agentteorien*) som tar for seg det klassiske problemet som oppstår der en har separasjon av eierskap og kontroll. Det sentrale prinsippet er at prinsipalen er avhengig av handlingene til agenten for å oppnå egne mål. Problemet er imidlertid at både prinsipalen og agenten er nyttemaksimerende individer som alltid vil handle med hensikt i å maksimere egen nytte. Agentteorien inntar således prinsipalens ståsted og drøfter hvilke kontrollmekanismer prinsipalen kan benytte for å sikre at agenten opptrer i prinsipalens interesse, slik at den innskutte kapital blir benyttet til verdiskapning og ikke blir kastet bort på unyttig forbruk eller ulønnsomme prosjekter.

Jensen og Meckling (1976) og Fama og Jensen (1983) har vært sentrale i utviklingen av agentteorien. Teorien bygger på et syn der en oppfatter et selskap som bestående av en mengde kontrakter. Blant annet vil investorer (prinsipal) og leder (agent) inngå en kontrakt som beskriver hva lederen skal benytte kapitalen til og hvordan avkastningen skal fordeles mellom lederen og aksjonærene. Ideelt sett ville partene ha signert en komplett kontrakt som tar for seg alle omstendigheter rundt mulige utfall. Problemet er imidlertid at det ikke er mulig å utforme og inngå komplette kontrakter. Leder og investorer må derfor fordele gjenværende kontrollrettigheter mellom seg, som for eksempel rett til å ta beslutninger i tilfeller som ikke er

spesifisert i kontrakten (Grossman og Hart, 1986). *Agentteori* omhandler således spørsmålet om hvordan disse kontrollrettighetene kan fordeles mest mulig effektivt.

Jensen og Meckling (1976) hevder at det generelt ikke vil være mulig for en prinsipal å sikre at agenten tar beslutninger som vil oppfattes å være optimale også fra prinsipalens ståsted uten at det oppstår en "kostnad" (eller velferdstap). Denne *kostnaden* blir kalt for *agentkostnad*, og blir definert som summen av de styringskostnader prinsipalen bruker for å kontrollere agenten<sup>1</sup> i tillegg til et *resttap*. *Resttapat* er det avviket i måloppnåelse som prinsipalen opplever som en følge av at agenten handler på en annen måte enn det prinsipalen selv ville gjort. Prinsipalen må alltid veie styringskostnadene opp mot resttapat, og en får dermed at den mest effektive fordeling av kontrollrettigheter vil føre til en minimering av agentkostnadene.

### 2.2.2 Definisjon av corporate governance

Det finnes ingen direkte oversettelse av begrepet *corporate governance* til norsk. En omforming av begrepet til *eierstyring* og *selskapsledelse* har derimot blitt benyttet ved flere anledninger. Dette er også måten Oslo Børs oversetter begrepet på. I denne oppgaven vil det jeg bruke begrepet *corporate governance* uten å oversette det til norsk.

Det finnes imidlertid en rekke definisjoner på corporate governance. Tar en utgangspunkt i Shleifer og Vishny (1996) har en at "*corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investments*". Tirole (2001) argumenterer for at en ikke bare skal se på hvordan de som har finansiert selskapet blir påvirket av selskapets beslutninger, men også inkludere alle andre interessenter (ansatte, kunder, leverandører osv.) Han definerer dermed corporate governance som "*the design of institutions that induce or force management to internalize the welfare of stakeholders*". I denne utredningen fokuseres det på prinsipal – agent problemer mellom eiere og ledelsen og mellom undergrupper av eiere. Jeg ser således bort fra potensielle prinsipal – agent problemer mellom eiere og kreditorer, samt mellom kreditorer og ledelsen. Med det utgangspunktet velger jeg å benytte en litt snevrere definisjon på corporate governance enn det både Shleifer og Vishny og Tirole gjør. I denne utredningen velger jeg derfor å se på corporate governance som et system

---

<sup>1</sup> Eventuelt også de styringskostnader agenten pålegger seg selv for å forsikre prinsipalen om at han handler til beste for denne

som skal bidra til **maksimering av alle egenkapitalinvestorenes interesser**, blant annet gjennom å redusere de totale *agentkostnadene*.

### **2.2.3 Corporate governance mekanismer**

Så lenge det er perfekt konkurranse i markedene for produkter, arbeidskraft og selskapsovertakelse vil rasjonelle ledere maksimere egen nytte ved å maksimere aksjonærverdi (Fama, 1980, Fama og Jensen, 1983). Basert på en slik teori er konkurranse den eneste styringsmekanismen som trengs, og som dessuten virker uten innblanding fra eierne. I den virkelige verden er det derimot ikke perfekt konkurranse i disse markedene, og det vil da være behov for andre mekanismer som kan disiplinere ledelsen. Corporate governance mekanismer blir da verktøy som benyttes for å redusere agentkostnader (jf. Jensen og Meckling). Det finnes en rekke slike corporate governance mekanismer, og blant de viktigste er eierstruktur, kapitalstruktur, styresammensetning, lederavlønning, konkurranse i produktmarkedet, arbeidsmarkedet for ledere og markedet for selskapskontroll<sup>2</sup>.

### **2.2.4 Konsentrert eierskap**

I den teoretiske litteraturen omtales eierskap som en viktig styringsmekanisme. Som beskrevet over argumenterer agentteorien for at dersom eierskap og kontroll er atskilt og kontrollen av ledelsen er dårlig, kan en risikere at selskapsverdien vil bli redusert (Jensen and Meckling, 1976). Berle og Means (1932) fremsatte hypotesen om at "*Managers fail to maximize firm value where they are not themselves significant shareholders*". Jensen og Meckling (1976) og Shleifer og Vishny (1986) foreslår videre at store investorer er bedre i stand til å beskytte sine investeringer enn et stort antall mindre aksjonærer. Dette ettersom det bare er de store eiere som har økonomiske incentiver til å investere mye tid og ressurser på disiplinerende tiltak, i tillegg til at bare disse har nok makt til å få sin vilje igjennom på generalforsamlingen. Ut fra dette har en utgangspunktet fra agentteorien er at sterk eierkonsentrasjon reduserer agentkostnadene, og at konsentrert eierskap og økonomiske prestasjoner således vil være positivt korrelert.

Til tross for dette utgangspunktet er det blant dagens forskere ingen enighet om det finnes en *optimal eierstruktur* (det vil si en optimal fordeling av selskapets aksjer mellom aksjonærene). Det har også den senere tiden oppstått uenighet om hvorvidt konsentrert eierskap og økonomiske prestasjoner faktisk er positivt korrelert. Slik også Shleifer og Vishny (1986) påpekte er det flere

---

<sup>2</sup> Se appendiks for utfyllende liste

ulike effekter av konsentrert eierskap, noe som gjør at den samlede forventede effekten av konsentrert eierskap på et selskaps økonomiske prestasjoner kan være uklar. Som en vil se i kapittel 6, der tidligere empiriske undersøkelser blir gjennomgått, gir disse heller ingen entydige resultater. Jeg vil nå først presentere noen fordeler og ulemper ved konsentrert eierskap som er trukket frem i litteraturen, før jeg kort vil kommentere en alternativ teori til det klassiske agentteoretiske synet på sammenhengen mellom corporate governance og økonomiske prestasjoner.

#### **2.2.4.1 Fordeler ved konsentrert eierskap**

Når kontrollrettigheter er konsentrert i hendene på et begrenset antall aksjonærer som samlet sett sitter på en stor del av kontantstrømmen, blir felles handling mye enklere enn når kontrollrettighetene (for eksempel stemmerettigheter) er fordelt på flere. Store aksjonærer adresserer dermed agentproblemet ved at de både har en generell interesse av å maksimere profit i tillegg til at de har tilstrekkelig kontroll over selskapets eiendeler til å få gjennomslag for egne interesser (Jensen og Meckling, 1976, Shleifer og Vishny, 1996). Shleifer og Vishny (1986) argumenterer også for at konsentrert eierskap bidrar til å redusere gratispassasjer problemet, der mindre aksjonærer skor seg på de store aksjonærene.

Empiriske undersøkelser viser også at store aksjonærer har andre effekter som hovedsakelig vil fremstå som positive, men som ikke alltid trenger å være det. Basert på tyske data fant Franks og Mayer (1994) grunnlag for at store aksjonærer bidrar til høyere gjennomtrekk av ledere. Kontinuitet i ledergruppen vil ofte bli vurdert som gunstig i forhold til å etterleve langsiktige strategier. Samtidig vil det å ha muligheten til å bytte ut ledere være en viktig kontrollmekanisme som kan bidra til å redusere agentkostnader. Yafeh og Yosha (1996) fant at store aksjonærer reduserer bruk av ubunnet kapital på reklame, forskning og utvikling samt på forlystelser. Slik bruk av kapital kan være svært gode investeringer med tanke på selskapets utvikling på lang sikt. Likevel vil denne typen "investeringer" ofte i større grad maksimere agents nytte enn eiernes nytte. Basert på amerikanske data argumenterte Shivdasani (1993) for at store eiere øker sannsynligheten for at et selskap blir kjøpt opp. Som beskrevet i kapitlet over er markedet for selskapskontroll også en viktig corporate governance mekanisme som kan bidra til å redusere agentkostnadene.

#### 2.2.4.2 Ulemper ved konsentrert eierskap

Det viktigste problemet med konsentrert eierskap er sannsynligvis økte majoritet-minoritetskonflikter. Dette ettersom de store aksjonærene representerer sine egne interesser som ikke alltid trenger å samsvare med de resterende aksjonærenes interesser, eller for så vidt med andre interessenter som ansatte og ledelse. Ved å utøve kontrollrettigheter i den hensikt å maksimere egen velferd, kan den store aksjonæren omfordele midler og ressurser fra andre både på effektive og mindre effektive måter. Denne kostnaden blir spesielt viktig dersom de andre interessentene har andre ønsker for selskapet, men som da ikke lar seg gjennomføre på grunn av mulig ekspropriering av de store investorene (Shleifer og Vishny, 1986). Store aksjonærer har muligheten til å behandle seg selv fordelaktig på bekostning av andre aksjonærer og ansatte. Deres mulighet til å gjøre dette er spesielt stor dersom kontrollrettighetene går ut over deres kontantstrøm rettigheter (Grossman og Hart, 1988). I dette tilfellet har store aksjonærer muligheten til å betale ut kontanter til bare seg selv i stedet for forholdsmessig til alle aksjonærene. De kan betale ut spesielle dividender eller på annen måte utnytte forhold i selskapet de kontrollerer. *Greenmail* og *rettede emisjoner* er eksempler på hvordan de store aksjonærene kan utnytte andre interessenter.

Videre finnes det muligheter for store aksjonærer til å utnytte de andre interessentene gjennom å forfølge egne ønsker og mål som ikke nødvendigvis trenger å være profittmaksimerende. Utover dette finnes det også eksempler på meget velstående majoritetsaksjonærer som fokuserer på å maksimere egne fordeler av å inneha kontroll i stedet for å maksimere total aksjonærverdi.

Konsentrert eierskap bidrar til at store investorer reduserer sine diversifiseringsmuligheter, og således bærer unødvendig stor risiko (Demsetz og Lehn, 1985). Ser en imidlertid på hvor utbredt konsentrert eierskap virkelig er de fleste steder i verden, er det vanskelig å tro at mangelen på diversifisering utgjør et stort tap for de store aksjonærene i forhold til det å avgi kontrollrettigheter (Shleifer og Vishny, 1986).

Sterke majoritetsiere medfører styrking av kontrollrettigheter i forhold til ledelsen i selskapet. På denne måten får ledelsen et mindre spillerom, som igjen kan medføre redusert initiativ fra ledelsen sin side (Burkhart et al., 1997). Flere forskere peker også på den effekten konsentrert eierskap har på likviditeten i markedet for et selskaps aksjer. Jo færre aksjer som er fritt omsatt i markedet, jo mindre likvid blir aksjen.

### **2.2.4.3 Likevektshypotesen**

Demsetz introduserte i 1983 likevektshypotesen som ser på alle corporate governance mekanismene i sammenheng. Likevektshypotesen sier at dersom et selskap er eid av verdimaksimerende investorer, som forstår hvordan corporate governance mekanismer skal velges for å redusere agentkostnader, vil det ikke være noen sammenheng mellom corporate governance og økonomiske prestasjoner i likevektspunktet. To ulike bedrifter vil ha ulike optimale kombinasjoner av corporate governance mekanismer. Likevektsbetingelsen vil innebære at dersom en kjører en tverrsnitt regresjon på sammenhengen mellom corporate governance mekanismer og økonomiske prestasjoner, vil disse ikke være signifikant avhengig av noen av mekanismene. En forutsetning for dette er at det system av corporate governance vi observerer i virkeligheten er det optimale. Dette må imidlertid ikke tolkes dit hen at corporate governance er irrelevant for økonomiske prestasjoner.



## 3 CORPORATE GOVERNANCE UTVIKLING

### 3.1 Innledning

Utgangspunktet for denne diskusjonen strekker seg som beskrevet i kapittel 2 tilbake til Berle og Means bok fra 1932, "*The modern corporation and private property*". Det var i denne boken ideen om ledere som fokuserer på egne interesser fremfor interessene til aksjonærene opprinnelig ble formulert. Internasjonalt har det de senere år foregått en prinsipiell debatt om corporate governance. Problemstillingene knyttet til corporate governance har også tidligere vært diskutert i Norge, men fokuset på dette temaet har imidlertid økt betydelig de siste årene. Flere skandalepregede hendelser i store amerikanske og vesteuropeiske selskap har brakt debatten opp på dagsorden internasjonalt. Tilsvarende har en også i Norge sett at det har blitt avdekket forhold i enkelte selskap som har medført både etterforskning og kritikk.

Forskjeller i de legale kontrakter mellom investorer og selskap, samt forskjeller knyttet til i hvilken grad en kan sette sin lit til rettssystemet for å tvinge frem sine rettigheter, bidrar til at det er relativt store forskjeller mellom corporate governance system rundt om i verden. Som en følge av at markedene i økende grad globaliseres er det imidlertid av større og større betydning at nasjonale normer og regler harmoniseres gjennom internasjonalt samarbeid. Det har vært påpekt at dette er spesielt viktig for Norge ettersom det norske markedet har en begrenset størrelse, i tillegg til at vi både geografisk og politisk er plassert i utkanten av Europa. Den begrensede størrelsen på markedet medfører at de fleste aktive markedsaktører har god oversikt, noe som igjen kan medføre at utenlandske markedsaktører kan oppleve markedet som et "innsidemarked". Det norske markedet har derfor en stor utfordring i å sikre at likebehandling av aksjonærer skjer i ethvert henseende, særlig i forbindelse med informasjonsflyt, transaksjoner med nærstående, selskaper med én større hovedaksjonær og ved styrevalg. Det fremholdes at en god standard på dette området vil være viktig for å øke den internasjonale tilliten til det norske markedet. Videre i dette kapitlet vil jeg kort kommentere viktige milepæler i den internasjonale utviklingen av corporate governance, før jeg grundigere gjennomgår sentrale trekk i den norske utviklingen.

### **3.2 Utvikling internasjonalt**

Ved utgivelsen av Cadbury anbefalingen<sup>3</sup> i 1992 som ble utarbeidet av London Stock Exchange øket den internasjonale interessen for corporate governance betydelig. De internasjonale finansskandalene rundt århundreskiftet bidro til å sette ytterligere fokus på temaet. Dette har blant annet medført at det nå er utarbeidet corporate governance anbefalinger i godt over 50 land verden rundt<sup>4</sup>, inkludert i alle G-8 landene. Anbefalingene varierer i omfang og detaljgrad, men viktige tema som likebehandling av aksjonærer, ledelsen og styrets ansvarsområder, finansiell transparens samt beskyttelse av minoritetsaksjonærenes rettigheter går igjen stort sett over alt.

Interessen for den rollen corporate governance spiller i økonomien har også vært stor innad i EU de siste tiårene. Innføring av en felles europeisk valuta, fri flyt av kapital, varer, tjenester og arbeidskraft på tvers av landegrensene, samt økt privatisering av tidligere statseide selskap er blant de viktigste årsakene til dette. EU har spesifikt anbefalt at hvert medlemsland bør etablere en nasjonal corporate governance standard, noe som de aller fleste landene nå har gjennomført. EU har planer for ytterligere regulering innen corporate governance på sikt.

I våre naboland, Sverige og Danmark, har det også vært et betydelig fokus på corporate governance. Spesielt kan Aksjesparenes Riksforbund i Sverige og Nørbyutvalget i Danmark nevnes blant dem som har vært mest aktive i debatten.

### **3.3 Utvikling i Norge**

Viktige corporate governance tema er delvis regulert gjennom norsk lovgivning og delvis gjennom selvregulerende anbefalinger. De mest sentrale lovbestemmelsene vil bli gjennomgått i detalj i neste kapittel. Som regel er det slik at lovgivningen angir et minimumsnivå, mens anbefalingene strekker seg lengre og ofte oppmuntrer selskapene til å prestere på nivå med beste demonstrerte praksis. Den norske corporate governance diskusjonene har først og fremst dreiet seg om det som går utover lovgivningen. Det er ikke tilfeldig at det er på dette området fokuset har vært størst. Bakgrunnen er blant annet at en har ønsket at reguleringen innen corporate governance i minst mulig grad skal bli påvirket av endrede rammebetingelser knyttet til skiftende politiske forhold. I tillegg er det lite ønskelig for de private selskapene dersom hverdagen i enda større grad enn i dag blir lovregulert. Derfor har en i Norge, på samme måte som i de fleste andre land, oppfordret finansbransjen til selv å ta initiativ til å utforme selvregulerende retningslinjer

---

<sup>3</sup> ”Cadbury Report – The Financial aspects of corporate governance (LSE, 1992)”

<sup>4</sup> Jf. European Corporate Governance Institute

for hvordan et selskap bør opptre innenfor lovens rammer og overfor sine eiere. Noen av de viktigste corporate governance tiltakene som er iverksatt i Norge vil bli kommentert i dette avsnittet.

### 3.3.1 Norsk anbefaling

7. desember 2004 ble den norske anbefalingen for corporate governance publisert. Denne er utarbeidet i samarbeid mellom ni ulike organisasjoner<sup>5</sup> som alle stiller seg bak anbefalingen. I anbefalingen heter det at: *”Formålet med anbefalingen er at børsnoterte selskaper skal ha eierstyring og selskapsledelse som klargjør rolledeling mellom aksjeeiere, styre og daglig ledelse utover det som følger av lovgivningen. Anbefalingen skal styrke tilliten til selskapene og bidra til størst mulig verdiskapning over tid, til beste for aksjeeiere, ansatte og andre interessenter.”*

Anbefalingen gjelder i hovedsak for selskap som er listet på Oslo Børs. Utenlandske selskap som har sin hovedlisting på Oslo Børs vil også bli rammet av anbefalingen, så sant den ikke kommer i konflikt med lovgivningen i selskapets hjemland. Anbefalingen er basert på et prinsipp om ”følg eller forklar”, med dette menes at det forventes at alle selskap vil følge anbefalingen. Dersom de av en eller annen grunn ikke gjør det, må det forklares hvorfor det velges en annen fremgangsmåte. Dette bidrar til at selskapene er nødt til å tenke grundig gjennom anbefalingen, ettersom ethvert avvik må forklares offentligheten. Anbefalingen pålegger selskapene å vedlegge en rapport om corporate governance til årsrapporten som skal ta for seg alle punktene i anbefalingen. Det er meningen at anbefalingen skal tre i kraft fra og med regnskapsåret 2005. Men selv om 2004 er overgangsår, anbefalte Oslo Børs at selskapene også fulgte opp anbefalingen for 2004. Anbefalingen dekker totalt 14 ulike tema som er sentrale i forbindelse med eierstyring og selskapsledelse. Tabell 1 gir en oversikt over disse<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Aksjonærforeningen i Norge, Den norske Revisorforening, Eierforum, Finansnæringens Hovedorganisasjon, Norske Finansanalytikerens Forening, Næringslivets Hovedorganisasjon, Norske Pensjonkassers Forening, Oslo Børs, Verdipapirfondenes Forening

<sup>6</sup> Se appendiks for en nærmere beskrivelse av anbefalingen

1. Redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse	8. Bedriftsforsamling og styre, sammensetning og uavhengighet
2. Virksomhet	9. Styrets arbeid
3. Selskapskapital og utbytte	10. Godtgjørelse til styret
4. Likebehandling av aksjeeiere og transaksjoner med nærstående	11. Godtgjørelse til ledende ansatte
5. Fri omsettelighet	12. Informasjon og kommunikasjon
6. Generalforsamling	13. Overtakelse
7. Valgkomité	14. Revisor

**Tabell 1**

### **3.3.2 Eierforums 10 bud for godt styrearbeid<sup>7</sup>**

Eierforum, som består av de største institusjonelle eierne i Norge<sup>8</sup>, var først ute i Norge med en anbefaling vedrørende corporate governance. De fremla i 2001 10 bud som skulle være retningslinjer for hva styret må og skal gjøre for å sikre en forsvarlig forvaltning av selskapet. De mener styrets hovedoppgave er å utføre en forsvarlig forvaltning av selskapet samt å føre tilsyn med daglig ledelse og selskapets virksomhet for øvrig i henhold til norsk lov.

<sup>7</sup> Se appendiks for en oversikt over Eierforums 10 bud for godt styre arbeid

<sup>8</sup> Eierforum består av Alfred Berg Industrifinans, DnB NOR Kapitalforvaltning, Folketrygdfondet, KLP, Nordea Fondene, Odin Forvaltning, Sparebank 1 Gruppen, Nærings- og handelsdepartementets eierskapsavdeling, Statoil Kapitalforvaltning, Storebrand, Vital Forsikring

### **3.3.3 Statens 10 prinsipper for godt eierskap<sup>9</sup>**

Nærings- og handelsdepartementet la 19. april 2002 frem St. melding 22 (2001-2002) om det statlige eierskapet i Norge. Det erkjennes her at måten staten utøver sitt eierskap på har virkninger langt utover statens egne aksjeverdier. Staten ønsker derfor i utøvelsen av sitt eierskap å legge til grunn alminnelig aksepterte prinsipper for god eierskapsutøvelse, slik at både selskapene det gjelder og staten som eier har tillit i markedet. Dette vil bidra til at staten vil kunne oppfattes som forutsigbar, som igjen er en forutsetning for tillit til staten som eier. Regjeringen mener at formålet med corporate governance er å fremme effektiv og forsvarlig eierstyring og har med utgangspunkt i dette nedfelt ”10 prinsipper for godt eierskap”.

### **3.3.4 Nært forestående endringer innen corporate governance**

Oslo Børs vurderer endringer i Børsforskriften som vil gjøre det obligatorisk for selskap som er listet på Oslo Børs å publisere en årlig rapport om sin holdning, politikk og praksis innenfor corporate governance i forhold til *anbefalingen*. Børsen vurderer videre også å gjøre endringer med tanke på kravene for notering, der en slik rapport som beskrevet over vil være obligatorisk vedlegg til alle søknader. Oslo Børs har også den siste tiden oppdatert retningslinjene for ”informasjonssymbolet”<sup>10</sup>. Det er forventet at retningslinjene også skal inneholde et krav om at selskapene skal publisere en rapport på sine hjemmesider som beskriver hvordan en ligger an i forhold til kravene i *anbefalingen*.

Ellers har organisasjonene som utgir *anbefalingen* uttalt at denne skal oppdateres og revideres ved behov. Dette kan skyldes for eksempel endringer i lover og regler, eller at de erfaringer som gjøres med bruken av anbefalingen tilsier det. I tillegg vil den internasjonale utviklingen på området bli vurdert kontinuerlig.

## **3.4 Oppsummering**

I dette kapitlet har en sett at det de senere år har vært et sterkt fokus på corporate governance, både internasjonalt og i Norge. Her hjemme har myndighetene sammen med en rekke selskap, organisasjoner og institusjoner stått sentralt i den omfattende utviklingen som en har kunnet observere. Hvorvidt denne oppmerksomheten rundt corporate governance har hatt noen betydning for verdien på norske selskap vil bli undersøkt i kapittel 7. I neste kapittel vil sentrale lovbestemmelser knyttet til corporate governance bli diskutert.

---

<sup>9</sup> Se appendiks for en oversikt over statens 10 prinsipper for godt eierskap

<sup>10</sup> Et symbol som blir gitt til selskap som tilfredsstillt bestemte krav til innhold og distribusjon av informasjon om selskapet

## 4 LEGALT SYSTEM

Internasjonal forskning utført blant annet av La Porta et al. (1998) og Barca og Brecht (2001) foreslår at et lands legale og regulatoriske regime påvirker landets corporate governance system. For eksempel virker det som at jo svakere den legale beskyttelsen av eierrettigheter er, jo mindre utviklet er egenkapital markedet. Videre synes dette å bidra til mer konsentrert eierskap, og igjen til lavere verdiskapning. Ut fra denne bakgrunnen synes det viktig å foreta en gjennomgang av de lover og det institusjonelle rammeverket som har betydning for corporate governance og konsentrert eierskap i Norge.

I tillegg til selskapenes egne interne vedtekter, er det i hovedsak tre ulike typer av eksterne bestemmelser som har stor betydning for selskapenes corporate governance<sup>11</sup>. Disse tre er:

- Lov om aksjeselskaper ("asl")<sup>12</sup> / Lov om allmennaksjeselskaper<sup>13</sup> ("asal")
- Lov om verdipapirhandel<sup>14</sup> ("vphl")
- Lov om børsvirksomhet m.m.<sup>15</sup> ("børsl").

Videre i dette kapittelet vil noen av de viktigste punktene i disse bestemmelsene bli gjennomgått ut fra et corporate governance perspektiv. Jeg vil spesielt fokusere på de bestemmelsene som er ment å ivareta minoritetsvernet, mens andre bestemmelser vil bli mer overfladisk behandlet. Ettersom *Lov om aksjeselskaper* og *Lov om allmennaksjeselskaper* for en stor del er overlappende vil jeg i gjennomgangen under henvisne til bestemmelsene i aksjeloven såfremt ikke allmennaksjeloven har et ulikt budskap. Først vil jeg imidlertid kort plassere det norske rettssystemet i det internasjonale bildet.

### 4.1 Angloamerikansk vs. europeisk rettssystem

Det skilles hovedsakelig mellom to ulike kommersielle rettssystemer i den vestlige verden. Det ene er det angloamerikanske rettssystemet, som internasjonalt betegnes som "*common law*", dette rettssystemet er av engelsk opprinnelse. Den andre rettssystemfamilien er av romersk opprinnelse og blir internasjonalt betegnet som "*civil law*". Sammen med de franske og tyske rettstradisjoner tilhører også de skandinaviske rettssystemene denne familien. Det har imidlertid vært påpekt at de skandinaviske rettssystemene ikke er like tett knyttet til romersk lov som de franske og tyske. En svært sentral forskjell mellom disse rettssystemene

---

<sup>11</sup> I tillegg også *Børsforskriften*

<sup>12</sup> LOV-1997-06-13-44

<sup>13</sup> LOV-1997-06-13-45

<sup>14</sup> LOV-1997-06-19-79

<sup>15</sup> LOV-2000-11-17-80

er at den angloamerikanske rettstradisjonen bygger på ulovfestet rett, eller sedvanerett som det ofte kalles, mens det europeiske rettssystemet i større grad er lovfestet. Sedvanerett kan igjen beskrives som domstolsskapt rett, mens loven er utarbeidet av en lovgivende forsamling, som i Norge er Stortinget.

## **4.2 Sentrale bestemmelser**

### **4.2.1 Likhetsprinsippet**

Aksjonærenes rettigheter i et aksjeselskap er knyttet til aksjene. Dette fremkommer av aksjelovens § 4-1 første ledd, første punktum som fastslår at ”*Alle aksjer gir lik rett i selskapet*”. Loven gir her uttrykk for et formelt likhetsprinsipp. Med rett menes rettigheter av både økonomisk og organisatorisk karakter. Av de organisatoriske aksjonærrettighetene er det stemmeretten og de øvrige rettighetene i tilknytning til generalforsamlingen som er de mest sentrale. Rettigheter av økonomisk karakter er for eksempel rett til utbytte og fortrinnsrett for nytegning av aksjer ved kapitalutvidelser.

Selv om utgangspunktet er at aksjene er likestilte og at fulle rettigheter tilkommer alle aksjer åpnes det likevel for å fravike dette prinsippet for eksempel ved at man kan vedtektsbestemme ulike aksjeklasser.

### **4.2.2 Generalforsamling**

Det er en rekke bestemmelser i aksjeloven som regulerer hvordan aksjonærene skal kunne sikres likebehandling etter *likhetsprinsippet*. Disse følger hovedsakelig av aksjelovens (og allmennaksjelovens) kapittel 5 som omhandler *generalforsamlingen*, ”*den øverste myndighet i selskapet*”. Aksjelovens §§ 5-5 til 5-16 angir blant annet regler for innkalling til generalforsamling, tid og sted for denne, samt hvilke saker som må behandles på selskapets ordinære generalforsamling. Formålet med disse prosessuelle bestemmelsene er å sikre et reelt ”aksjonærdemokrati”, samt å hindre at aksjeeierne blir forsøkt ført bak lyset ved at det enten innkalles til generalforsamling på svært kort varsel eller at det ikke angis i innkallingen hvilke saker som skal opp til behandling. At loven setter formkrav til gjennomføringen av selskapets generalforsamling, innebærer at loven ikke åpner for andre måter å treffe beslutninger på. Generalforsamlingen er således bare beslutningsdyktig hvis de prosessuelle reglene er fulgt.

Aksjonærene har stemme-, møte- og talerett på selskapets generalforsamling (jf. asl. §§ 5-2 og 5-3). Aksjeloven setter videre ingen minimumskrav til oppmøte på generalforsamlingen, verken når det gjelder aksjonærdeltagelse eller kapitalrepresentasjon og

aksjonærene har kun stemmerett, ikke stemmeplikt. Imidlertid er det kun aksjonærer som enten selv eller ved fullmektig møter opp på generalforsamlingen som har muligheten til å benytte seg av sin stemmerett.

### 4.2.3 Stemmerettsreglene og flertallskrav

Formålet med stemmerettsregler i aksjeselskap er å kunne fatte beslutninger så effektivt som mulig. Stemmerettsreglene må både kunne sikre at flertallet med store eierandeler og høy kapitalrisiko får igjennom beslutninger de kan leve med, samtidig som mindretallet ikke blir overkjørt. Hensynet til mindretallet er da også langt på vei ivaretatt gjennom lovens krav om kvalifisert flertall i viktige anliggende.

#### 4.2.3.1 Stemmerett

Hovedregelen for stemmerett i aksjeselskap følger likhetsprinsippet og sier at stemmeretten tilfaller aksjonærene, samt at hver aksje gir en stemme. Loven åpner imidlertid for at det kan gjøres vedtektsbestemte stemmerettighetsbegrensninger som knyttes til aksjene selv eller til person (jf. asl. § 5-3, 1). Videre heter det at i ”vedtektene kan det også fastsettes at aksjene i en aksjeklasse ikke skal gi stemmerett eller skal ha begrenset stemmevekt”. Opp til 50% av et selskaps aksjer kan være uten stemmerett (B-aksjer)<sup>16</sup>. Aksjeloven § 5-3 fraviker også i tredje ledd prinsippet om at hver aksje gir en stemme, ved å forby utøvelse av stemmerett for aksjer eiet av selskapet selv eller av datterselskaper, mens det i fjerde ledd gjøres innskrenkninger i aksjenes stemmerett gjennom ulike inhabilitetsregler.

Prinsippene som ligger til grunn for stemmeretten er først og fremst *retten til medbestemmelse* og *retten til kapitalrepresentasjon*. Men utover det skal stemmerettsreglene også bidra til å *hindre myndighetsmisbruk* ved å fastsette prosedyrer for hvordan saker skal avgjøres, samt angi regler for hva det materielle innholdet i en beslutning kan være. For eksempel angir aksjelovens § 5-21 et forbud mot å fatte beslutninger som er egnet til å forfordle enkelte aksjonærer på bekostning av selskapet eller de andre aksjonærene.

Det finnes muligheter for at aksjonærer kan øke sin makt uten å kjøpe flere stemmeberettigede aksjer. Dette kan oppnås ved å inngå *stemmeavtaler* med andre aksjonærer. Det heter seg imidlertid at dersom selskapet er klar over at det eksisterer stemmeavtaler mellom ulike aksjonærer, må dette varsles om til børsen. Dette er imidlertid vanskelig å få gjennomført i praksis, og er for øvrig et relativt sjeldent fenomen.

---

<sup>16</sup> Likevel er de ikke nødvendigvis helt kraftløse i forhold til A-aksjene. Når vedtektene er oppe for revidering kreves det alltid 2/3 flertall av de stemmeberettigede aksjene dersom noe skal endres. I tillegg til dette kreves det



### 4.2.3.2 Flertallskrav

Lovens hovedregel er alminnelig flertall. For eksempel har en fra aksjelovens § 5-17 1.ledd at *”en beslutning av generalforsamlingen krever flertall av de avgitte stemmer, om ikke noe annet er bestemt i loven”*. Loven setter imidlertid ingen minimumskrav til beslutningsdyktighet, og det foreligger heller ingen forpliktelse for de aksjonærer som er til stede på generalforsamlingen å benytte seg av sin stemmerett.

For spesielle typer beslutninger finnes det imidlertid andre grenser for flertall enn det som utgår fra hovedregelen. Ved valg av styre er lovens krav kun relativt flertall (jf. asl § 5-17). Er det således flere kandidater enn det er styreplasser, vinner de kandidatene frem som fikk flest stemmer relativt sett. Dette selv om hver og en av kandidatene isolert sett kan ha oppslutning langt under en prosentandel på 50. Ved ansettelse gjelder det samme flertallskravet, forutsatt at dette er et anliggende som behandles på generalforsamlingen.

Vedtektsendringer skal som hovedregel besluttes av generalforsamlingen. Aksjelovens utgangspunkt er at disse endringene skal fattes med to tredjedels flertall av de avgitte stemmer, jf. § 5-18. Videre heter det at dette flertallskravet kan skjerpes gjennom selskapets egne vedtektene, men loven åpner ikke for å ha vedtektsbestemmelser som gir andre enn generalforsamlingen myndighet til å endre vedtekter. Lovens bestemmelser om to tredjedels flertall ved endring av vedtektene gjelder alle typer endringer, selv om endringene kan virke bagatellmessige. Poenget er at det er vedtektsformen som krever dette flertallet, ikke vedtektsinnholdet.

For *”en beslutning som for utgitte aksjer innebærer at aksjeeiernes rett til utbytte eller til selskapets formue reduseres”* kreves 9/10 flertall av representert aksjekapital. Mens loven krever at kapitalinnskudd fra aksjonærene, som i utgangspunktet er i strid med det begrensede ansvaret som kjennetegner aksjeselskapsformen, må vedtas med enstemmighet (jf. asl. § 5-20). I dette tilfellet omfatter kravet til enstemmighet alle aksjonærene og ikke bare de representerte. Det samme gjelder også for eksempel beslutning om avvikling av selskapet. Dette begrunnes med at rene flertallsvalg ikke i særlig utstrekning tar hensyn til minoritetsaksjonærene interesser, og at en derfor ved særlig viktige avgjørelser krever enstemmighet for å beskytte disse.

### 4.2.4 Bedriftsforsamling og styre

Ut fra asal. kapittel 6 må alle selskap med minst 200 ansatte velge en *bedriftsforsamling* med minst 12 medlemmer, der *”to tredeler av bedriftsforsamlingens medlemmer med varamedlemmer velges av generalforsamlingen”*, mens *”en tredel (..) velges av og blant de*

---

også 2/3 flertall blant alle aksjonærer (selskapets kapital). I denne runden har B-aksjene like mye kraft som A-

ansatte". Videre heter det at "det hører under bedriftsforsamlingen å velge medlemmer til styre og styrets leder". Inntil en tredel av styret skal da velges blant de ansatte. Andre viktige oppgaver som hører under bedriftsforsamlingens ansvarsområde er blant annet å føre tilsyn med styrets og daglig leders forvaltning av selskapet, samt treffe avgjørelse i saker som gjelder investeringer av betydelig omfang i forhold til selskapets ressurser og rasjonalisering, eller omlegging av driften som vil medføre større endring eller omdisponering av arbeidsstyrken.

Fra asal. kapittel II har en at "en beslutning av styret krever at flertallet av de styremedlemmene som deltar i behandlingen av en sak, har stemt for". I utgangspunktet er det altså tilstrekkelig med kun simpelt flertall, selv om "strengere stemmeregler kan fastsettes i vedtektene". Til tross for at både en tredjedel av styret og bedriftsforsamlingen består av ansatte representanter, så har likevel eierne den kontrollerende makt dersom disse står sammen.

#### **4.2.5 Spesielle rettigheter for små aksjonærer**

Som beskrevet over er flertallsvedtak det grunnleggende prinsipp. Denne type avgjørelser kan imidlertid medføre at større aksjonærer dominerer selskapet fullstendig, for eksempel ved å sikre seg alle aksjonærvalgte styrerepresentanter, eller ved at majoritetsaksjonærer tilegner seg økonomiske fordeler på aksjonærfellesskapets bekostning. Hensynet til mindre aksjonærer vil derfor fort kunne bli oversett i et "aksjonærdemokrati" der alle beslutninger tas ved hjelp av flertallsavgjørelser. Utover regler om flertallsvalg, har loven derfor bestemmelser som skal sikre minoritetsaksjonærene mot forfordeling og myndighetsmisbruk.

Loven søker å hindre urimeligheter på minoritetsaksjonærenes bekostning ved å kreve kvalifisert flertall i særlig viktige saker, samt å åpne for at aksjonærene selv i stor grad kan fastsette strengere krav til flertall i selskapets vedtekter. En viktig minoritetsbeskyttelse er det negative flertallet som dannes ved at en beslutning ikke får to tredjedels eller kvalifisert flertall ved en avstemming på generalforsamlingen, således er et negativt flertall godt egnet til blokkering. Negativt flertall anses likevel ikke for å være et tilstrekkelig minoritetsvern, og de små aksjonærene har derfor fått særskilte rettigheter de kan påberope seg for å kunne ivareta sine grunnleggende interesser. Dette er gjennomført ved at flere av aksjelovens bestemmelser gir minoritetsaksjonærene rett til å kreve kontrolltiltak og sanksjoner. Jeg vil kommentere noen av de mest sentrale bestemmelsene under.

---

aksjene. Eksempler på slike tilfeller kan være ved emisjoner, sammenslåing og endring av selskapets mål

#### **4.2.5.1 Krav om ekstraordinær generalforsamling**

Ekstraordinær generalforsamling skal avholdes når styret, bedriftsforsamlingen eller lederen for bedriftsforsamlingen krever det. Videre sier asal. § 5-7 annet ledd annet punktum at styret er pliktig til å innkalle til ekstraordinær generalforsamling hvis krav om dette fremsettes skriftlig av revisor eller **representanter for minst en tjuedel av aksjekapitalen**<sup>17</sup>.

Ekstraordinære generalforsamlinger kan være en nødvendighet for eksempel når rammevilkårene for selskapets drift endres eller når likviditeten i selskapet svekkes betydelig. En del tiltak krever godkjennelse av generalforsamlingen før de kan gjennomføres, og bakgrunnen for styrets myndighet til å innkalle til ekstraordinær generalforsamling er fordi styret i enkelte saker mangler beslutningskompetanse. I andre tilfeller kan aksjonærene mene at styret ikke utfører sine forvaltningsoppgaver tilfredsstillende, for eksempel ved at styret går utover sine fullmakter, eller at aksjonærene rett og slett ønsker å skifte ut hele eller deler av styret.

Det er viktig å presisere at et selskaps vedtekter ikke på noen måte kan innskrenke den rett aksjonærene (> 5%) har til å kreve ekstraordinær generalforsamling. Vedtektene kan derimot gi aksjonærene bedre rettigheter enn det som følger av loven, enten ved å fastsette et lavere krav til kapitalrepresentasjon eller ved å gi hver enkelt aksjonær rett til å kreve innkalling til ekstraordinær generalforsamling. Det er heller ikke mulig å unnta aksjer i beregningsgrunnlaget for den totale aksjekapitalen. For eksempel skal også de eventuelle stemmrettsløse B-aksjene tas med. De eneste aksjene det verken kan utøves stemmerett for eller som skal telle med i beregningsgrunnlaget er selskapets egne aksjer.

På samme måte som for den ordinære generalforsamlingen er det knyttet tilsvarende formkrav til den ekstraordinære generalforsamlingen. Disse er knyttet til både de som fremmer forslag om den ekstraordinære generalforsamlingen og til styret. Styret har for eksempel ansvaret for innkallingen, og dersom styret ikke oppfyller sine plikter i forbindelse med dette kan de stilles strafferettslig ansvarlig.

#### **4.2.5.2 Forslag om granskning**

Aksjeloven og allmennaksjeloven gir aksjonærene muligheten til å kreve kontroll av selskapet dersom andre kontrollinstanser svikter. Dette kan gjennomføres ved at den enkelte aksjonær kan *”fremsette forslag om granskning av selskapets stiftelse, forvaltning eller nærmere angitte forhold ved selskapets forvaltning eller regnskap”* (jf. asal. § 5-25 første ledd. og asal.

---

<sup>17</sup> For aksjeselskap gjelder tilsvarende for ”representanter for minst en tidel av aksjekapitalen”

5-25 første ledd.) For å vedtas behøver et slik forslag om granskning, kun tilslutning fra en tidel av den representerte aksjekapital. Granskningen kan innebære at det foretas en gjennomgang av selskapets juridiske avtaler og finansielle nøkkeltall. Når et forslag om granskning vedtas, vil det som regel følge av selve forslaget hva slags granskning av selskapet man krever. Vedtaket vil da gi et mer konkret mandat til granskerne om hvilke selskapsforhold de bør se nærmere på. Retten til å kreve granskning er en sikkerhetsventil for kontroll av forvaltningen av selskapet, ettersom bestemmelsen kan være med på å ansvarliggjøre en ledelse som skjuler seg bak ansvarsbegrensingsreglene i aksjeselskap.

Det er skifteretten som avgjør om granskningskravet skal tas til følge. Granskningskravet skal tas til følge av skifteretten, dersom retten finner at kravet har en rimelig grunn. I følge rettspraksis skal det i en slik rimelighetsvurdering blant annet vektlegges om aksjonærene på annet vis kan få fullt innsyn i driften av selskapet.

#### **4.2.5.3 Begjæring om tilleggsrevisor**

Aksjonærer som representerer minst en tidel av aksjekapitalen, kan begjære en tilleggsrevisor oppnevnt av skifteretten (jf. asl. § 7-3 annet ledd og asal. § 7-3 annet ledd). Forutsetningen for å kunne fremme denne begjæringen, er at forslag om ny revisor først har blitt forkastet på selskapets generalforsamling.

Utgangspunktet er at generalforsamlingen velger revisor, og skal det foretas valg av ny revisor må forslag om valg av ny revisor angis eksplisitt i innkallingen til generalforsamlingen. Retten til å foreslå ny revisor tilligger alle selskapets aksjonærer (jf. f.eks. forslagsretten i asl. § 5-11). Det stilles derimot ingen krav til begrunnelse for hvorfor man ønsker ny revisor, men forslaget må meldes *”skriftlig til styret i så god tid at det kan tas med i innkallingen”*, som i praksis vil si to uker. Bli forslaget om ny revisor forkastet av generalforsamlingen, *”kan aksjeeiere som representerer minst en tidel av aksjekapitalen innen en måned begjære at skifteretten ved kjennelse oppnevner revisor i tillegg til selskapets øvrige revisorer”* (jf. asl./asal. 7-3 andre ledd, første punktum). Tilsvarende som over er det selskapets totale aksjekapital det her vises til som beregningsgrunnlag for denne tidelen. Selve begjæringen må rettes til skifteretten i den kommunen hvor selskapet er foretaksregisteret, og begjæringen må være begrunnet. Hva som anses å utgjøre en *”rimelig grunn”* vil gi rom for en skjønnsmessig vurdering, men forarbeidene<sup>18</sup> har angitt at *”rimelig grunn vil forligge når det er holdepunkter for at selskapet ikke vil oppfylle revisjonsplikten”*.

---

<sup>18</sup> Jf. Ot.prp. nr. 19 (1974-75) s. 138

#### 4.2.5.4 Sikring mot utsulting av aksjonærene

Aksjelovens og allmennaksjelovens kapittel 8 omhandler utdeling av utbytte og annen anvendelse av selskapets midler. Her har en at *”Utdeling fra selskapet kan bare skje etter reglene om utbytte, (...) Som utdeling regnes enhver overføring av verdier som direkte eller indirekte kommer aksjeeieren til gode”*. Verdioverføringer fra selskapet til den enkelte aksjonær kan omfatte alt fra direkte overføringer av realverdier, til selskapets overtakelse av aksjonærenes gjeld. Som regel innebærer utbytte fra selskapet en kontantutbetaling til aksjonærene i forhold til andel av de totale aksjene. Det er styret som legger frem forslag om utdeling av utbytte, og beslutningen fattes av generalforsamlingen, i utgangspunktet med simpelt flertall. Generalforsamlingen kan ikke vedta høyere utbytte enn det som foreslås eller godtas av styret.

Dersom aksjonærene imidlertid mener at styrets forslag til utdeling av utbytte er for lavt, kan *”Aksjeeiere som eier minst en tjuedel<sup>19</sup> av aksjekapitalen, (kan) anmode tingretten om å fastsette et høyere utbytte enn fastsatt etter § 8-2”<sup>20</sup>*. Videre heter det da at *”Retten skal ved kjennelse fastsette et høyere utbytte dersom det er urimelig lavt ut fra hensynet til aksjeeierne, selskapets likviditet og forholdene ellers”*.

Fra forarbeidene til loven<sup>21</sup> fremgår det at asl. /asal. § 8-4 er en regel som sjelden kommer til anvendelse i praksis, men som man likevel har valgt å beholde *”som en form for sikkerhetsventil mot ”utsulting” av minoritetsaksjonærene”*.

Utbytte er bare en av flere fremgangsmåter for å foreta verdioverføringer fra selskapet. Innrømmelser av ulike fordeler fra selskapet til en aksjonær kan være med på å redusere muligheten for utbytte. Et eksempel på dette kan være gunstige leieavtaler eller salg av realverdier til svært lave priser. Da vil det naturligvis være slik at den ene måten å ta ut verdier av selskapet på vil begrense den andre. Skal man imidlertid ha muligheten for å tilegne seg slike fordeler forutsetter det at man har reell kontroll over stemmeflertallet på generalforsamlingen og der igjennom kan stemme for utdeling av utbytte, samt avgjøre hvem som blir valgt inn i styret. Dette åpner for at en aksjonær med avgjørende innflytelse, og som også er ansatt i selskapet, eksempelvis kan fastsette sin egen lønn på et slik nivå at det ikke blir noe fri egenkapital som kan utdeles i utbytte. Bestemmelsen sikrer på den måten at også relativt små aksjonærer skal ha en mulighet til å få vurdert sin rett til avkastning fra selskapet

---

<sup>19</sup> For vanlige aksjeselskap er grensen satt til en tiel (10 %) av aksjekapitalen

<sup>20</sup> Jfr. Asl/asal §8-4

<sup>21</sup> NOU 1996:3

av en uavhengig tredjemann, og på den måten hindre dominerende aksjonærer i å tappe selskapet for midler på annet vis.

Det er viktig å legge til at *”Retten kan avvise anmodningen dersom aksjeeierne ikke på forhånd har gjort rimelig forsøk på å få styret og i tilfelle generalforsamlingen med på beslutning om høyere utbytte”*. På denne måten kan en hindre at ikke enhver uenighet mellom aksjonærene blir trukket inn for skifteretten.

#### **4.2.5.5 Erstatningskrav på selskapets vegne mot selskapets ledelse**

Selskapets ledelse, styremedlemmer, medlemmer av bedriftsforsamlingen, aksjonærer og granskere kan holdes erstatningsrettslig ansvarlig for de tap de forsettlig eller uaktsomt har voldt selskapet under utførelsen av sine oppgaver for selskapet (jf. asl. / asal. § 17-1).

Det er selskapet selv som må reise erstatningskravet mot selskapets ledelse, men denne retten kan under bestemte vilkår utøves av representanter for en tidel av aksjekapitalen. Det heter nemlig at *”selskapets generalforsamling truffet beslutning om ansvarsfrihet eller forkastet forslag om å kreve erstatning mot noen som er nevnt i § 17-1, kan aksjeeiere som eier minst en tidel av aksjekapitalen, gjøre erstatningsansvar gjeldende på selskapets vegne og i dets navn. Har selskapet 100 eller flere aksjeeiere, kan kravet også gjøres gjeldende av aksjeeiere som utgjør minst 10 prosent av det samlede antall”*.

Det viktigste hensynet for å tilkjenne en aksjonærminoritet søksmålsrett på selskapets vegne, er å hindre myndighetsmisbruk. Det er imidlertid aksjonærene selv som må bære søksmålsutgiftene, *”da disse er selskapet uvedkommende”*. Vinner aksjonærene frem kan de søke regress for disse kostnadene i erstatningssummen.

Ellers er det viktig å legge til at dersom det anlegges søksmål, vil dette være et sivilrettslig erstatningsspørsmål, der det må bevises at representanter for selskapets ledelse har påført selskapet et økonomisk tap ved sine handlinger i selskapets tjeneste.

#### **4.2.6 Flagging av erverv**

En form for regulering som skal hindre urettferdig overføring av midler fra små til store aksjonærer, er bruken av et *”flaggingssystem”*. Et slikt system skal sørge for at aksjonærer som øker eller reduserer sin aksjebeholdning, og dermed passerer bestemte grenser, må informere både selskapet og Oslo Børs om dette. På denne måten blir omverden, inkludert minoritetsaksjonærer og andre interessenter, gjort oppmerksom dersom for eksempel en

majoritetsaksjonær prøver å få kontroll over selskapet. Per i dag er disse grensene 10%, 20%, 33%, 50%, 67% og 90%<sup>22</sup> av de utestående kontantstrøm- eller stemmerettigheter.

#### 4.2.7 Tilbudspålikt og tvangsinnløsning

Som en eksplisitt beskyttelse av de små aksjonærene i forhold til de store, må *”den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap (...) gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene selskapet”*<sup>23</sup>. Videre er en aksjonær som eier minst 90% av aksjene forpliktet til å kjøpe aksjer fra andre aksjonærer som ønsker å selge, på samme måten som den majoritetseier som eier 90% av aksjene har rett til å få kjøpe de resterende aksjene fra minoritetsaksjonærene.

#### 4.2.8 Opplysningspålikt

Lov om børsvirksomhet § 5-7 og Lov om verdipapirhandel kapittel 12 gir en særskilt pålikt for foretak med børsnoterte verdipapirer til å offentliggjøre konkrete forhold av betydning for kursen på verdipapirene. Denne opplysningspålikten skal sikre at markedsaktørene og børsen får et best mulig grunnlag for å vurdere verdipapirene.

Fra børsloven har en at *”etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av finansielle instrumenter som er eller søkes børsnotert offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av instrumentene”*. Bestemmelsen innebærer en informasjonspålikt for de børsnoterte selskapene direkte overfor børsen. Det heter videre at *”opplysningene skal sendes til den børs der de finansielle instrumentene er eller søkes notert, med mindre Kredittilsynet bestemmer noe annet”*. Dersom selskapet selv ikke offentliggjør den nødvendige informasjon kan børsen *”kreve at utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes børsnotert, utstederes tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetspålikt gir børsen de opplysninger som er nødvendig for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte påliker”*.

Opplysningspålikten står sentralt i forhold til prinsippet om at alle aksjonærer skal ha lik tilgang til informasjon om selskapet, men opplysningspålikten må videre også anses som et virkemiddel for å hindre innsidehandel. Mulighetene for misbruk av fortrolig selskapsinformasjon av betydning for kursen på et selskaps verdipapirer blir redusert når slike opplysninger er kjent i markedet.

---

<sup>22</sup> Jfr. Lov om Verdipapirhandel av 19. juni 1997, kapittel 3. § 3-1

<sup>23</sup> Jfr. Lov om Verdipapirhandel av 19. juni 1997, kapittel 4, § 4-1

#### **4.2.9 Innsidehandel**

I Lov om verdipapirhandel finner en strenge regler for handel i aksjer basert på innside informasjon. Uavhengig av om en er ”nærstående” til selskapet eller ikke, er det ikke tillatt å handle aksjer basert på ”*fortrolige opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene vesentlig*”. Enkelte personer som har tilgang til innsideinformasjon er også automatisk utestengt fra å handle i tiden før og etter spesielle hendelser. Et eksempel på dette kan være ledelsen som ikke har anledning til å kjøpe og selge aksjer to måneder før årsrapporten publiseres. Ellers er det også regler for at ”innsidere”, uansett når de handler i egne aksjer, må rapportere sine transaksjoner til Oslo Børs senest morgenen etter transaksjonene er utført.

#### **4.2.10 Krav til notering på Oslo Børs**

Med tanke på å beskytte de små aksjonærene er det to krav knyttet til notering på Oslo Børs som det er verdt å merke seg. Det første angår fordeling av aksjer, der det heter at minst 25% av aksjene skal være på hendene til personer som ikke er tilknyttet selskapet. Blant disse 25 prosentene skal det for notering på SMB listen være minst 100 aksjonærer, mens det for notering på Hovedlisten skal være minst 1000 aksjonærer. Det andre viktige kravet handler om å utjevne de forskjellene som eksisterer med tanke på informasjon om selskapet mellom markedet generelt og investorer som allerede kjenner til selskapet. Av den grunn er det krav om å utarbeide et prospekt som skal inneholde blant annet opplysninger ”som er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders økonomiske stilling og utsikter”.<sup>24</sup>

#### **4.2.11 Handel mellom nærstående parter**

Begrepet *nærstående parter* anvendes i en rekke lover og forskrifter som regulerer økonomisk aktivitet. Aksjeloven / allmennaksjeloven, verdipapirloven samt regnskapsloven er de mest sentrale i denne forbindelse. Selv om begrepet er brukt noe ulikt i de ulike lovene, er det generelle hovedprinsippet at et forhold mellom to parter kan klassifiseres som nærstående dersom en part kan påvirke den annen parts beslutninger.

Aksjeloven / allmennaksjeloven og verdipapirloven omhandler spesielt de begrensninger det medfører å være *nærstående* til et foretak, mens regnskapsloven først og fremst behandler hvilke informasjon knyttet til nærstående parter (for eksempel transaksjoner) som skal inkluderes i regnskapet.

---

<sup>24</sup> Jfr. Lov om Verdipapirhandel av 19. juni 1997, kapittel 5



I forholdet mellom en kontrollerende eier og minoritetsiere vil det kunne være interessekonflikter. Selskapet vil ofte ha avtaler med enkeltpersoner, som eiere, styremedlemmer og ledere. Dette kan for eksempel være avtaler om å tilføre kapital eller andre ressurser. Disse enkeltpersonene vil kunne handle slik at deres egne interesser blir tilgodesett på bekostning av foretakets eller andre aksjonærs interesser. Reglene som er beskrevet i dette kapitlet er derfor av stor betydning i forhold til å begrense maktmisbruk, samt at regnskapsreglene åpner for at opplysningene blir gjort offentlige for alle aksjonærene noe som igjen vil kunne bidra til at en har muligheten til å vurdere mulige interessekonflikter.

Aksjeloven / allmennaksjeloven §§ 3-4 og 3-5 omhandler transaksjoner mellom selskapet og aksjeeiere. Herfra har en at *”en avtale om erverv av eiendeler, tjenester eller ytelser fra en aksjeeier mot vederlag fra selskapet som utgjør over en tjuedel av aksjekapitalen på tidspunktet for ervervet, er ikke bindende for selskapet uten at avtalen godkjennes av generalforsamlingen”*. Dette gjelder tilsvarende når avtalen er inngått med en aksjeeiers *nærstående*. Dette innebærer at styret, eller majoritetsiere ikke uten videre kan gjennomføre store og omfattende transaksjoner før minoritetsaksjonærene har fått mulighet til å markere sitt syn på saken på en generalforsamling. Videre sier loven at *”transaksjoner mellom selskaper i samme konsern skal grunnes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper”*. Med dette menes at transaksjonen må gjennomføres etter prinsippet om en *armlengdes avstand* og at den i tillegg skal gjennomføres til virkelig verdi.

#### **4.2.12 Andre kommentarer**

Et viktig utgangspunkt for prinsipal – agent teorien er at styret sammen med ledelsen skal jobbe for å maksimere verdien av den egenkapitalen som aksjonærene har plassert i selskapet. Det kan derfor virke bemerkelsesverdig at ingen av de eksterne bestemmelsene eksplisitt sier noe om dette. Tilsvarende står det heller ingenting om at andre interessenter i selskapet, som kreditorer og ansatte, skal bli prioritert fremfor å maksimere avkastningen på egenkapital.

### **4.3 Oppsummering**

Gjennomgangen i dette kapitlet av de institusjonelle rammebetingelsene i Norge gir ikke noe klart svar på hvorvidt det norske systemet relativt sett er godt eller dårlig. For å få en slik forståelse er det nødvendig å sammenlikne de norske forholdene med forholdene i andre land. La Porta et al. (1998) gjennomgikk og klassifiserte 49 land i forhold til grad av investorbeskyttelse. Denne klassifiseringen ble basert på syv ulike kriterier:

- 1) Hvorvidt loven eksplisitt forbyr avvik fra prinsippet om *”en aksje – en stemme”*
- 2) Hvorvidt loven tillater stemming per brev

- 3) Hvorvidt aksjer kan bli kjøpt og solgt med full stemmerett rett før generalforsamling
- 4) Hvorvidt eiere kan benytte alle sine stemmer for en styrerepresentant (kumulativ stemming) eller velge styrerepresentanter i forhold til deres eierandel (proporsjonal stemming)
- 5) Hvorvidt undertrykte minoritetsaksjonærer med letthet kan slå tilbake
- 6) Hvorvidt det eksiterer forkjøpsretter i forbindelse med emisjoner
- 7) Hvor stor andel av utestående aksjer som trengs for å innkalle til ekstraordinær generalforsamling

Den første observasjonen de gjorde seg var at graden av beskyttelse for investorene varierer betydelig mellom ulike rettssystem. Beskyttelsen av investors rettigheter<sup>25</sup> virker sterkest i det angloamerikanske rettssystemet, mens den er svakere i det europeiske systemet. Imidlertid virker det som om det er forskjeller også innad i det europeiske rettssystemet, der investoren er svakest beskyttet innenfor det franske systemet<sup>26</sup>, og sterkere innen Skandinavia og i Tyskland. Videre viste resultatene at Norge oppnådde best resultat blant de skandinaviske landene, omtrent på nivå med landene som tilhører det angloamerikanske rettssystemet. Den norske rettstradisjon oppnådde maksmalt resultat hva angår rettssikkerhet, inkludert maksimal uttelling for nivået på opprettholdelse av lov og orden. På bakgrunn av dette kan en slå fast at de institusjonelle rammebetingelsene i Norge er av høy internasjonal kvalitet, som bidrar til at også småaksjonærene har en relativt sterk posisjon i forhold til de større eierne.

Etter nå å ha diskutert de teoretiske sidene ved corporate governance vil resten av oppgaven ta for seg corporate governance og konsentrert eierskap i praksis. Først blir det foretatt en casestudie av Aker systemet, mens jeg mot slutten av oppgaven tar for meg det norske aksjemarkedet generelt.

---

<sup>25</sup> I følge La Porta et al. (1998) vil et rettssystem som i stor grad beskytter investors rettigheter, medføre reduserte kostnader ved å være en liten aksjonær

<sup>26</sup> Inkluderer Belgia, Frankrike, Italia og Mexico

## **5 PRAKSIS**

### **5.1 Innledning**

I denne delen av oppgaven ønsker jeg å knytte teorien om konsentrert eierskap og corporate governance opp mot praksis. Som tidligere poengtert er dette et tema som er av stor praktisk betydning, og som er en svært viktig del av hverdagen til norske og internasjonale selskaper.

Jeg har valgt å benytte Aker-systemet som et gjennomgående eksempel i dette kapitlet, og vil i fortsettelsen trekke frem sentrale hendelser fra dette systemets senere historie som et utgangspunkt for diskusjon. Grunnen til at Aker har blitt valgt er først og fremst på grunn av at det knytter seg en rekke svært interessante corporate governance problemstillinger opp til denne sammensetningen av selskaper. Eierstrukturen i Aker er relativt konsentrert, og det er derfor svært spennende å se hvordan teorien som har blitt gjennomgått i tidligere kapitler stemmer overens med den praksis en her observerer. Den omfattende mediedekningen og interessen som en har opplevd de senere år, både for Aker og selskapets hovedeier, bidrar også til at dette er et spesielt interessant system å ta utgangspunkt i for en slik diskusjon.

Måten kapitlet er strukturert på er at jeg først vil gi en kort bakgrunn om Aker-systemet. Deretter følger diskusjonen rundt de utvalgte hendelsene kronologisk. Til sist i denne delen av oppgaven vil jeg oppsummere og se hvor Aker står i dag.

### **5.2 Aker**

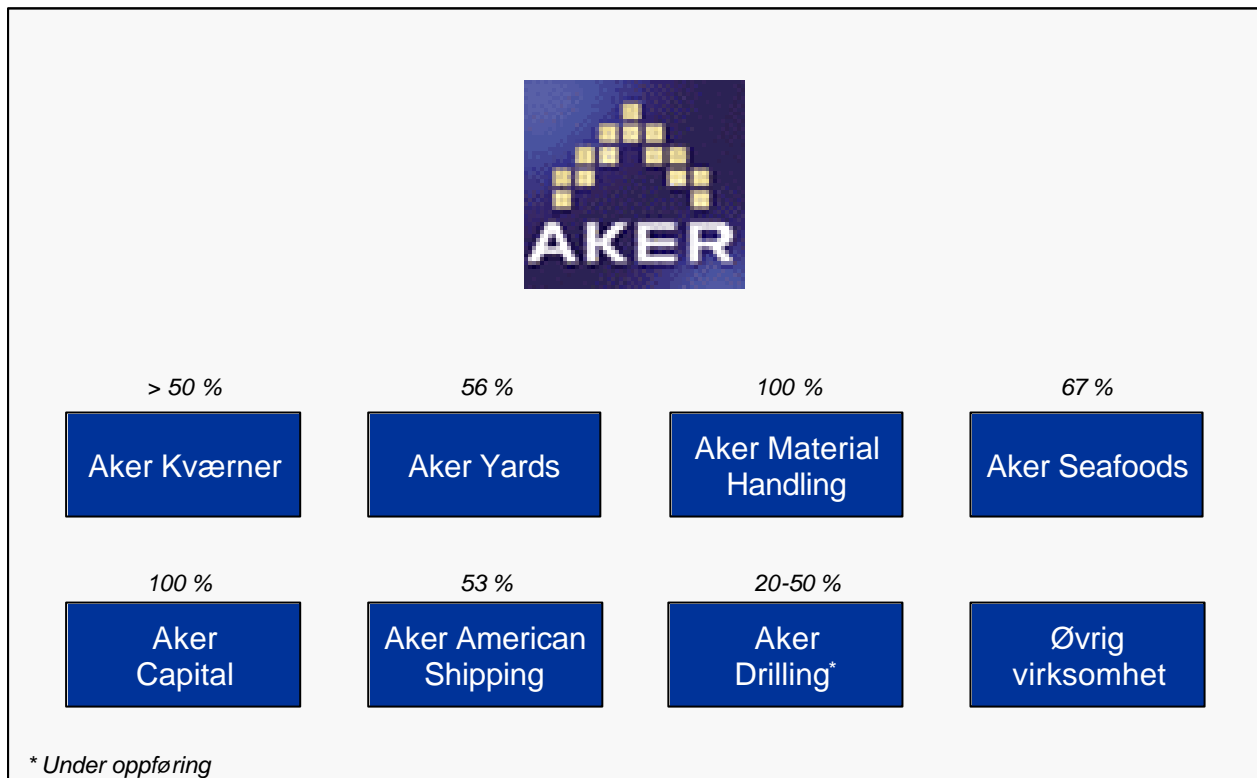
#### **5.2.1 Introduksjon**

Aker ASA er et industrielt holdingselskap notert på Oslo Børs. Selskapet er organisert som et konsern der Aker ASA eier hele eller deler av de underliggende selskapene som inngår i konsernet (se figur 1).

Aker ASAs aksjekapital er fordelt på A-aksjer og stemmerettsløse B-aksjer, der B-aksjene utgjør 49% av aksjekapitalen, og der samtlige av disse er eid av tidligere Kværner ASA<sup>27</sup>. A-aksjene er notert på Oslo Børs og er fordelt på om lag 22 000 aksjonærer, der Aker sitter på ca 22%. Kjell Inge Røkke eier gjennom TRG Holding 67,8% av de stemmeberettigede A-aksjene i Aker. I tillegg til Aker ASA, er også Aker Kværner, Aker Yards, Aker Seafoods og Aker American Shipping børsnoterte selskap

---

<sup>27</sup> 26. august 2005 ble det inngått avtale om fusjon mellom Aker Maritime Finance og Kværner ASA. Denne avtalen ble godkjent på ekstraordinære generalforsamlinger 29. september 2005. Det er noe uklart hvordan aksjonærstrukturen vil bli i Aker ASA etter dette, men foreløpig ligger B-aksjen i den fusjonerte selskapet.



**Figur 1**

Aker har sitt hovedkontor i Oslo, men en betydelig del av aktiviteten foregår utenfor Norges grenser. Totalt teller konsernet om lag 41 000 ansatte over hele verden, der ansatte i Norge utgjør vel en tredjedel av disse, mens resten av EU området står for om lag en like stor del. Ellers er Aker også godt representert i Nord-Amerika.

Aker Kværner og Aker Yards er de største selskapene innefor konsernet, Aker Kværner alene representerer om lag 69% av den totale omsetningen mens Aker Yards står for cirka 24%<sup>28</sup>. Aker Material Handling, Aker Seafoods og Aker American Shipping står for en mindre del av den totale omsetningen. De to sist nevnte selskapene har nylig blitt introdusert på børs. Aker Capital er et nylig oppstartet investeringsselskap og kjøpte 7. september 2005 seg opp til en eierandel i underkant av 40% i den børsnoterte industribedriften Bjørge. Bjørge tilbyr produkter og prosjekt- og vedlikeholdstjenester til blant annet olje- og gass industrien. Aker Drilling er foreløpig under oppføring, men etter planen skal dette selskapet være et riggselskap med fokus på store rigger.

Aker Kværner driver virksomhet innen olje, gass, energi og forskjellige prosessindustrier. Konsernet designer og bygger komplette industrianlegg og tilbyr tjenester knyttet til drift, vedlikehold og modifikasjon av anleggene gjennom hele deres levetid. I tillegg utvikler konsernet egen teknologi og tilbyr spesialiserte produkter. Aker Yards

designer og bygger avanserte og spesialiserte skip. Konsernet er representert i fire markedssegmenter: Offshore servicefartøy, cruiseskip og ferger, handelsfartøy og annen spesialisert tonnasje. Aker Seafoods er engasjert innen eksport av hvitfisk i Europa og har spesialisert seg på fangst, foredling, markedsføring og salg av sjømat, mens Aker Material Handling produserer lagrings- og arkivssystemer til bruk i industri- og kontormiljøer.

### **5.2.2 Historie og bakgrunn**

Aker ble startet i Oslo i 1841 som produsent av dampskip. Selskapet utviklet etter hvert sine evner innen ingeniørvitenskap i tillegg til sin kapasitet innen verftsindustrien, og på midten av 1960-tallet var Aker blitt en av verdens største tilbydere av supertankere. På begynnelsen av 1990 tallet ble virksomhetsområdet olje og gass organisert som en egen selvstendig enhet under selskapsnavnet Aker Oil and Gas Technology. Denne enheten ble til Aker Maritime etter at selskapet i 1996 fusjonerte med Maritime Group.

Resource Group International (RGI) kjøpte i 1996 seg opp til å bli Akers største aksjonær. De to selskapene ble senere fusjonert. RGI ble startet i 1994 av Kjell Inge Røkke da han samlet sine virksomheter i et selskap. Røkke startet sin forretningskarriere som fisker i USA i 1982, og bygget gradvis opp en ledende global virksomhet innen fangst og sjøbasert videreforedling av hvitfisk.

I 2000 kjøpte Aker RGI, gjennom datterselskapet Aker Maritime, en stor aksjepost i industrikonsernet Kværner. Kværner oppstod som et resultat av et nært samarbeid mellom flere norske selskaper som hver for seg hadde bidratt til den ”industrielle revolusjonen” i Norge på midten av 1800-tallet. Vannkraft og celluloseproduksjon var de viktigste forretningsområdene frem til på slutten av 1960-årene. Da ble Kværner Engineering etablert som et engineering og contracting selskap og selskapet tok steget inn i olje- og gassmarkedet offshore. I 1996 kjøpte Kværner det britiskbaserte industrikonglomeratet Trafalgar House. Med dette kjøpet ble Kværner en internasjonal aktør innen skipsbygging og leverandør til olje- og gassvirksomhet, treforedling og prosessindustri. Etter at Kværner på slutten av 2001 opplevde en akutt likviditetskrise ble Aker RGI Kværners største aksjonær etter at selskapet hadde skutt inn betydelig ny kapital.

Gjennom en mengde transaksjoner og omfattende restrukturering de senere årene fremstår nå Aker med sine datterselskaper som et solid konsern og med god drift.

---

<sup>28</sup> Basert på omsetning i 2004

### **5.2.3 Aktivt eierskap**

Som beskrevet over er Kjell Inge Røkke majoritetsaksjonær i Aker ASA gjennom sitt heleide selskap TRG Holding. I tillegg til dette er Røkke også styreformann i Aker, og således en aktiv bidragsyter til utviklingen i konsernet. Ettersom Aker ASA er majoritetsaksjonær i alle de andre konsernselskapene har Røkke i prinsippet også full kontroll over disse. Det har vært uttalt at styringsmodellen i konsernet er såkalt aktivt eierskap. Dette er noe en også legger merke til ved at alle investeringene som blir gjort følges opp gjennom styreposisjoner i de øvrige selskapene.

Helt siden Kjell Inge Røkke kom tilbake til Norge i 1995 har han hatt et intenst søkelys mot seg fra media. Mye av årsaken til dette kan nok knyttes til hans personlighet og private forbruk. Men utover dette har det hele tiden også vært knyttet stor skepsis og kritikk til hans forretningsmetoder. Kritikken har svært ofte vært knyttet til corporate governance, og da spesielt hvordan Røkke som en dominerende eier har behandlet småaksjonærene. Flere av de sakene som har vært sentral i kritikken mot Aker og Kjell Inge Røkke vil bli diskutert i fortsettelsen av dette kapittelet.

## **5.3 Før Kværner**

### **5.3.1 Tvangsinnløsning av aksjer**

Både i Norway Seafoods, Aker RGI og i Aker Maritime benyttet Kjell Inge Røkke seg av muligheten til å tvangsinnløse minoritetsaksjonærenes aksjer for å oppnå 100 prosent kontroll over selskapene. I alle tilfellene har flere av minoritetsaksjonærene ikke godtatt innløsningsprisen og av den grunn gått til rettssak. Et sentralt spørsmål i forbindelse med disse innløsningssakene har vært hvilket verdsettelsesprinsipp som skal benyttes for å prise aksjene som skal løses inn.

Twisten knyttet til innløsning av minoritetsaksjonærenes aksjer i Norway Seafoods Holding ble anket helt til Høyesterett. Røkke og Norway Seafoods hevdet at innløsningssummen skulle ta utgangspunkt i en anslått børskurs eller børskursen på innløsningstidspunktet. Da dommen falt i juni 2003 konkluderte imidlertid Høyesterett med at *”løsningssummen skal tilsvare aksjenes virkelige verdi på det tidspunkt beslutning om tvungen overtakelse fremsettes, og at verdien beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi”*. Norway Seafoods dommen medførte at innløsningssummen ble vesentlig høyere enn det som var tilbudt minoritetsaksjonærene i selskapet. Dommen fikk også tilsvarende konsekvenser for innløsningssummene i tvangsinnløsningssakene knyttet til Aker RGI og i Aker Maritime.

### 5.3.2 Lenth-utvalget

I løpet av 1997 og 1998 rettet Folketrygdfondet ved flere anledninger sterk kritikk mot ledelsen i Aker RGI og hovedeier Kjell Inge Røkke. Hovedinnholdet i kritikken omhandlet påstander om forfordeling av aksjonærer i Aker RGI forbindelse med transaksjoner i selskapet. I tillegg var Folketrygdfondet heller ikke tilfreds med den informasjon som var gitt fra ledelsen i forbindelse med flere av disse transaksjonene. Med denne bakgrunn valgte Folketrygdfondet, som selv var en betydelig aksjonær, blant annet å stemme imot forslagene om utdeling av ekstraordinært utbytte og fullmakt til styret for tilbakekjøp av aksjer på Aker RGI's ekstraordinære generalforsamling 16. oktober 1998. I stemmeforklaringen oppsummerte administrerende direktør i Folketrygdfondet, Tore Lindholt, sitt syn på følgende måte:

*”Hva vi har stått overfor i Aker RGI er etter de juridiske og andre vurderinger vi har foretatt, både en forfordeling av aksjonærer og en tapping av selskapets ressurser til fordel for en eller noen få aksjonærer. Vi står overfor noe som selv i et selskap med kun én eier etter omstendighetene kan være ulovlig og som er helt uakseptabelt i et børsnotert selskap uansett hvor stor eierandel hovedaksjonæren har – simpelthen fordi en aksjonær i et børsnotert selskap ikke kan sette likhetstegn mellom sine interesser og selskapets interesser”.*

Styret i Aker RGI aksepterte ikke Folketrygdfondets kritikk, og mente at påstandene om forfordeling av aksjonærer var uberettigede og skadelige for selskapet. Styret oppnevnte med denne bakgrunn *Lenth-utvalget* for å avklare grunnlaget for og holdbarheten i Folketrygdfondets påstander. Formannen i Aker RGI's bedriftsforsamling, Borger A. Lenth, ble engasjert til å lede utvalget, mens Finn Berg Jacobsen og Arne Kinserdahl ble engasjert til å delta i arbeidet.

Mandatet for utvalget var å foreta undersøkelser på uavhengig grunnlag for å bringe på det rene om selskapet på rettsstridig måte hadde forfordelt aksjonærer i forbindelse med følgende transaksjoner:

1. Restrukturering og refinansiering av Norway Seafoods ASA i 1997
2. Viderealg av aksjer i Norway Seafoods som Aker RGI overtok fra Tiger Management i 1997
3. Aker RGI's erverv og avhendelse av aksjer i Storebrand ASA i 1997
4. Aker RGI's erverv av eiendeler fra TRG N.V. i 1998
5. Utdeling av ekstraordinært utbytte i Aker RGI høsten 1998

## 6. Utviklingen av børskursen for aksjene i Aker RGI høsten 1998

Utvalgets rapport, som ble presentert 3. mai 1999, konkluderte med at det ikke for noen av transaksjonene var påvist noen forfordeling av aksjonærene i Aker RGI til hovedaksjonærens fordel. Utvalget uttalte at *”De verdier som har vært lagt til grunn i de transaksjoner som er undersøkt, har ikke medført overføringer til hovedaksjonæren på selskapets eller de andre aksjonærenes bekostning. Utvalget har ikke funnet grunnlag for Folketrygdfondets påstand om at selskapets midler i flere tilfeller skal ha blitt benyttet til å tilgodese hovedaksjonæren”*. Utvalget understreket også i sin konklusjon at det *”ikke burde foreligge noe grunnlag for noe økonomisk krav mot Kjell Inge Røkke verken fra Aker RGI eller fra selskapets øvrige aksjonærer”*.

Til tross for at utvalget ikke fant grunnlag for at Kjell Inge Røkke og Aker RGI hadde brutt loven i forbindelse med de seks aktuelle transaksjonene, så fikk selskapet likevel kritikk for rask og lite grundig saksbehandling samt mangelfull informasjon knyttet til transaksjonene. Borger A. Lenth utalte at *”lite grundig saksbehandling er et klart mønster”*, og det ble påpekt at kritikken delvis også var rettet mot de rådgivere Aker RGI har benyttet seg av.

### 5.3.3 Oppsummering

Den enstemmige dommen i Høyesterett i Norway Seafoods-saken innebærer i praksis en omfordeling av penger fra store, operative aksjonærer til mindre, finansielle aksjonærer. Dommen gjør det dyrere å kjøpe opp selskaper i Norge ettersom en oppkjøper heretter må tilby aksjonærene mer for at de frivillig skal si ja til et oppkjøp, i stedet for å satse på en tvangsinnløsningssak. Dette vil være til fordel for minoritetsaksjonærene gjennom en styrking av minoritetsvernet. Samtidig kan en også oppleve at færre tar sjansen på å gjennomføre oppkjøp, fordi de frykter det blir for dyrt. Konsekvensen av det kan i så fall bli mindre grad av nødvendig restrukturering i norsk næringsliv, og flere selskaper der aksjonærene blir sittende innelåst i underprisede aksjer.

Utfallet av Akers tvangsinnløsningssaker har vært viktig for å trygge minoritetsaksjonærenes stilling mot dominerende eiere. Som diskutert i kapittel 4.2.5.2 om granskning, har småaksjonærene muligheten til å stille seg kritisk til majoritetaksjonærens disposisjoner og foreslå granskning. Påstandene som kom fra Folketrygdfondets leder Tore Lindholt, viser at dette ikke bare er et teoretisk tema, men noe som også blir gjennomført i praksis. Konklusjonene fra Lenth-utvalgets granskning av ulike transaksjoner i Aker RGI ga



imidlertid ikke støtte for minoritetsaksjonærenes påstander. Likevel tydeliggjør en slik episode at granskning er en viktig mekanisme til vern for de svakeste aksjonærene.

## **5.4 Kampen om Kværner**

Kampen om å få kontroll i den etter hvert kriserammede industrigiganten Kværner var en av de mest omtalte og spektakulære begivenhetene i norsk næringsliv i årene 2000 – 2001. Grunnene til dette var mange. Blant annet var omtrent hele den norske finanseliten involvert, og etter hvert blandet også en av verdens rikeste menn seg inn i striden. Kampen som utspilte seg stod mellom to klare blokker, der Kjell Inge Røkke og Kjell Almskogs stod i spissen for hver sin gruppering. I tillegg til det profilerte og spennende persongalleriet som var representert, var kanskje det som skapte mest oppmerksomhet de metodene som ble benyttet av begge parter for å gå seirende ut av kampen. De muligheter og begrensinger som blant annet allmennaksjeloven gir, ble brukt til fulle. Ettersom mange av disse metodene går direkte inn i sentrale corporate governance tema er de svært interessante å diskutere også i denne forbindelse. Diskusjonen starter med en gjennomgang av *forspillet* til kampen, før jeg kommer inn på tema som *majoritet-minoritetsaksjonær*, *generalforsamling* og *granskning*.

### **5.4.1 Forspillet**

På slutten av 1980-tallet hadde Kværner kommet i en fase der selskapet hadde en relativt stor kontantbeholdning, men samtidig manglet fornuftige investeringer å benytte disse pengene på. Dette er en klassisk problemstilling som blir mye omtalt i prinsipal – agent teorien, ettersom det i slike situasjoner er spesielt stor fare for økte konflikter mellom eierne og ledelsen. Eierne ønsker ofte å få utbetalt ekstraordinært utbytte for å sikre sine verdier, samtidig som faren er stor for at ledelsen vil benytte kontantbeholdningen på investeringer som ikke alltid er bedriftsøkonomisk fornuftige. I teorien fremheves det at i slike situasjoner er det spesielt viktig å ha et sterkt styre som kan kontrollere ledelsens avgjørelser.

I 1989 tok Erik Tønseth over som konsernsjef for Kværner. Han kom da fra Norsk Hydro der han blant annet hadde vært ansvarlig for Hydro Agri. I sin tid i Hydro hadde han bidratt til å øke omsetningen til selskapet betydelig, da spesielt gjennom oppkjøp. Fra Tønseth ble ansatt og helt frem til Christian Bjelland ble utnevnt til ny styreformann for selskapet i 1996 manglet det et sterkt styre i Kværner. Aksjonærstrukturen var relativt spredt, bestående av mange institusjonelle eiere i tillegg til en rekke større norske selskap. Slik som det også blir påpekt i den teoretisk litteraturen<sup>29</sup>, hadde disse aksjonærene det til felles at det var ingen

---

<sup>29</sup> Jf. Kapittel 2.2.4

av dem som følte seg forpliktet til å ta en aktiv rolle i Kværners styre, og hver for seg hadde de heller ikke muligheten til å få gjennomslag for sine saker. Kontrollmekanismen som skulle passe på ledelsen var med andre ord ikke sterk nok, noe som medførte at Tønseth på mange måter fikk fritt spillerom i Kværner.

Som konsernsjef for Kværner ønsket Tønseth seg et selskap som ikke bare fokuserte på Nordsjøen, men som skulle ha en global utstrekning. Spesielt jobbet han for å få til en kraftig vekst for Kværner i Asia, der han trodde på en betydelig markedsvekst. Strategien var å vokse gjennom oppkjøp, noe som Kværners store kontantbeholdning åpnet for. Selv om aksjonærene, da spesielt de utenlandske, ytret ønske overfor selskapet om at kontantbeholdningen måtte utbetales som ekstraordinært utbytte, gikk Tønseth i gang med betydelige oppkjøp der ikke bare kontantbeholdningen ble brukt opp, men hvor Kværner i tillegg også tok opp store lån. Oppkjøpene dreide seg i første omgang om skipsverft, men etter hvert også store verksted i Romania og England, samt betydelige teknologiprosjekter. Det hele toppet seg med oppkjøpet av det britiske konglomeratet Trafalgar House. Med dette siste oppkjøpet økte antall ansatte i konsernet fra ca 40 000 til 80 000 ansatte, og selskapet hadde gått fra å ha en stor kontantbeholdning til å sitte med betydelig gjeld.

De største aksjonærene i Kværner, med Bergesen i spissen, innså etter hvert at styret hadde gitt Tønseth for mye spillerom. Og da Kaspar K. Kielland måtte gå av som styreformann i 1996 på grunn av oppnådd aldersgrense, ble Christian Bjelland ansatt som ny styreformann for å endre styrkeforholdet mellom styret og administrasjonen.

Det første slaget mellom den nye styreformannen og Tønseth stod om lønnsbetingelsene til ledelsen. Tønseth hadde foreslått økte lederlønninger, der han selv skulle kunne heve 8,2 MNOK i lønn per år. Bjelland var ikke tilhenger av denne økningen, men måtte likevel gi tapt i denne saken. Motstanden fra Bjelland var imidlertid et varsel om en ny tid der Tønseth ikke lenger kunne ta seg til rette slik han ville. I tiden som kom ble forholdet mellom de to mer og mer anspent. En årsak til det var nok at det ble gjort en del omdiskuterte disposisjoner, blant annet kjøp av flere meget dyre representasjonsboliger i London, Paris og New York, samtidig som det ble brukt rundt 70 MNOK på godset North Aston Hall utenfor London. I tillegg kom leie av en ny og større corporate jet enn Kværners gamle fly. Det verste var nok likevel at gjelden stadig økte, til tross for at flere enheter i konsernet ble solgt. Og da selskapet etter hvert ikke klarte å betjene den store gjelden, som delvis var en konsekvens av den omfattende Asia-krisen der Kværner var betydelig eksponert, mistet Bjelland tilliten til Tønseth. Bjelland jobbet imidlertid lenge i det stille med å finne en etterfølger til Tønseth,

men grunnet intern uenighet i Kværner-styret ble ikke ny konsernsjef ansatt før i desember 1998.

Beslutningen om å ansette Kjell Almskog hadde derimot full tillit i Kværner styret, og det ble satt inn mye krefter på at han skulle takke ja til jobben. Almskog hadde jobbet store deler av sin arbeidskarriere i ABB, og hadde nylig fått ansvaret for å lede ABBs verdensomspennende olje- og gassvirksomhet fra hovedkvarteret i Sveits. Han var kjent som en tøff og svært kostnadsfokusert bedriftsleder, og i mediene ble Almskog omtalt som en ”ryddegutt” som skulle ordne opp i de problemene som Kværner hadde kommet opp i de senere årene. Han startet da også offensivt da han kom til Kværner. Omtrent umiddelbart ble representasjonsleielighetene i London, Paris og New York solgt. Det samme skjedde med godset utenfor London, mens leiekontrakten på privatjeten ble sagt opp. Det ble også kuttet i betingelsene til ledergruppen, der blant annet en lukrativ boligavtale ble beskåret. Når det gjaldt sine egne betingelser hadde han imidlertid ikke opptrådt like sparsommelig<sup>30</sup>. I forbindelse med ansettelsen krevde han samme lønnen som Tønseth hadde hatt, samt en avtale som innebar at dersom han måtte slutte innen fem år ville det utløses en fallskjerm slik at han likevel fikk utbetalt sin lønn i denne perioden. I tillegg fikk han også en pensjonsavtale med en råverdi på 80 MNOK. Det som imidlertid kom frem etter at Almskog gav seg som konsernsjef var at han på grunn av Kværners stramme økonomi på tiltredelsestidspunktet også hadde fått gjennomslag for at det skulle stilles en bankgaranti fra DnB for hans krav. Denne var utformet slik at den til enhver tid under den 5-årige ansettelseskontrakten, garanterte at Almskog ved en konkurs i selskapet skulle få utbetalt sin gjestående lønn og pensjon.

Almskogs strategi for å redde Kværner ble presentert på en pressekonferanse 13. april 1999. Her kom det blant annet frem at det ville settes av flere milliarder i tap i regnskapene samt at planen for det ”nye Kværner” var å ”*skape et konsern som er mindre og mye slankere, men vesentlig sterkere*”. Til tross for at en rekke selskapsenheter ble solgt ut de kommende årene, vedvarte den vanskelige økonomiske situasjonen i selskapet, og etter hvert økte også gjelden betydelig. Sommeren 2001 resulterte dette en svært alvorlig likviditetskrise som var like ved å føre til konkurs for hele Kværner. Denne vanskelige situasjonen i Kværner åpnet for at det måtte gjøres omfattende grep for at det skulle være mulig å redde selskapet.

#### **5.4.2 Konflikter mellom majoritet- og minoritetsaksjonærer**

Frem til juli 2000 hadde rederiet Bergesen vært den største aksjonæren i Kværner med om lag 21% av aksjene. Frem til dette hadde det ikke vært noe særlig støy blant aksjonærene utover

---

<sup>30</sup> Jfr. Dyrnes og Valderhaug, 2002

det som er vanlig i andre store børsnoterte selskap. Dette endret seg imidlertid sommeren 2000. 12. juli 2000 sendte Aker Maritime ut en børsmelding der det stod følgende: *”Aker Maritime ASA har i dag kjøpt tegningsretter, aksjer og opsjoner i Kværner ASA som til sammen utgjør 26,39 prosent av selskapet etter den pågående tegningsrettsemisjon”*. Med det ble Kjell Inge Røkke, gjennom Aker Maritime, Kværners største aksjonær. Videre i den samme børsmeldingen stod det at *”som aksjonær i Kværner vil Aker Maritime søke å identifisere og realisere nye muligheter for virksomhetene i selskapet i tett dialog med øvrige aksjonærer, ledelsen og de ansatte i selskapet”*. Til tross for dette utspillet møtte Kjell Inge Røkke og Aker motbør både fra andre aksjonærer og ansatte. Kristian Siem, som selv eide ca 1% av aksjene i Kværner, uttalte i Dagens Næringsliv<sup>31</sup> at *”Røkke er en superkapitalist. Hvis hans agenda er slik det kan synes, at han prøver å trumfe gjennom et kjøp som er ufordelaktig for Kværners aksjonærer, prøver han å bruke det kapitalistiske system på en negativ måte”*. Han oppfordret videre andre aksjonærer til å gi styret og administrasjonen sin fulle støtte, og uttalte at *”hvis ikke aksjonærene gir styret sin støtte, har ikke styret noen incentiver til å kjempe for aksjonærenes interesser.”* En annen minoritetsaksjonær, Folketrygdfondet ved direktør Tore Lindholt, gikk også hardt ut mot Røkke<sup>32</sup> da han skrev følgende: *”Han har gjennom det som har skjedd, demonstrert at han har talent for å berike seg selv gjennom ulike typer aksjetransaksjoner og selskapsoperasjoner – og på selskapenes og de øvrige aksjonærenes bekostning. Han har derimot ikke vist noen evne til verdiskapning i den egentlige, samfunnsøkonomiske betydningen av ordet.”* I samme leserbrevet stod det også at *”aksjeselskapet er til som et instrument for verdiskapning, det er ikke til for å bli misbrukt til fordel for enkeltaksjonærer.”* Også denne kommentaren var direkte rettet mot Kjell Inge Røkke.

Flere av de andre aksjonærene i Kværner var også svært misfornøyd med å få Aker Maritime inn på eiersiden. Både forsikringselskapet KLP og forvaltningsselskapet Odin ytret sterk misnøye. Dette til tross for at Odin hadde bidratt til at Aker Maritime kunne kjøpe seg opp til å bli den største aksjonæren ved å selge deler av sine aksjer. Ettersom eierskapet i Kværner var lite konsentrert, var det relativt enkelt for Aker Maritime å komme med et fiendtlig oppkjøp. Det spredte eierskapet gjorde det mulig for meglerne å samle en tilstrekkelig stor eierpost, ettersom aksjonærene hver for seg var for små til å kunne blokkere og få den nødvendige innflytelsen.

---

<sup>31</sup> Jfr. Dagens Næringsliv 20. juli 2000

<sup>32</sup> Jfr. Leserinnlegg i Dagens Næringsliv 24. juli 2000

I kampen som fulgte frem mot fusjon mellom Kværner og Aker Maritime, og spesielt frem mot generalforsamlingen der fusjonsspørsmålet skulle behandles, kom det i stand en voldsom mobilisering blant småaksjonærene som ikke ønsket en sammenslåing. Peder Anker, som selv var småaksjonær og i nær familie med flere tidligere styreformenn og styrerepresentanter i Kværner, sendte sammen med fire andre småaksjonærer ut et brev til samtlige av Kværners 18 000 aksjonærer, og anbefalte på det sterkeste aksjonærene å stemme mot fusjon av de to selskapene.

### **5.4.3 Generalforsamling 4. mai**

På generalforsamlingen 4. mai 2001 skulle det velges nytt styre i Kværner samtidig som det skulle stemmes over forslaget om sammenslåing av Aker Maritime og Kværner. De to partene, som kom til å stå på hver sin side på denne generalforsamlingen, utnyttet alle tilgjengelige metoder for å øke sin styrke.

For Aker Maritime, som fra før ikke hadde så mye støtte blant mange av de små aksjonærene, var det helt sentralt at de i alle fall kunne stemme for alle sine egne aksjer for at de skulle ha mulighet til å få gjennom sine forslag. Kjell Inge Røkke hadde imidlertid møtt motstand fra EU-kommisjonen i slutten av 2000. EUs konkurranserettsregler sier at når to selskaper over enn viss omsetning vil fusjonere, eller dersom det ene selskapet har kontroll over det andre, så skal EUs konkurransemyndigheter vurdere saken. I dette tilfellet hadde EU kommet frem til at Aker Maritimes eierandel ville gi selskapet kontroll på Kværners generalforsamling<sup>33</sup>. En grundig vurdering fra EUs side kunne ende opp med harde krav fra EU, og det ble derfor inngått et forlik om at EU ikke ville gå i gang med vurdering dersom Aker Maritime solgte seg ned til 17,8%. En del av forliket var også at aksjene ikke ville være stemmeberettigede før nedsalget hadde funnet sted. Vel en uke før generalforsamlingen solgte Røkke seg ned, men selv om formalitetene for å stemme dermed var i orden ble ikke dette tatt for gitt ettersom Kværner i teorien likevel kunne nekte Røkke stemmerett. Da det er vedkommende som åpner en generalforsamling som i praksis avgjør hvilke stemmer som skal godtas, gikk Aker Maritime da til det skritt å kreve at Asker og Bærum skifterett skulle utnevne en nøytral møteåpner etter allmennaksjelovens § 5-12. Dette kravet fikk Aker Maritime medhold i.

Aker Maritime hadde ikke tillit til det sittende styret. Spesielt var de misfornøyd med at Kjell Almskog var representert i Kværners styre. Røkke hadde krevd at Almskog måtte ut av styret og henviste blant annet til "Eierforums 10 bud for godt styrearbeid" som nylig hadde

---

<sup>33</sup> Kjell Inge Røkke kontrollerte fortsatt vel 26 prosent av aksjene

blitt utgitt<sup>34</sup>. Aker Maritime benyttet derfor den siste tiden frem mot generalforsamlingen til blant annet å sette sammen et nytt styre som var villig til å stille til kampvotering. Kvelden før generalforsamlingen ble det alternative styret offentliggjort.

Som beskrevet over gjorde både ledelsen og enkelte aksjonærer det de kunne for å mobilisere flest mulig småaksjonærer frem mot generalforsamlingen. De var klar over at dersom de klarte å få med seg en stor nok del av de mindre eierne ville det være mulig å stoppe fusjonsplanene. I starten av generalforsamlingen ble det talt opp at nesten 77% av Kværners aksjekapital vær representert, noe som viste at det hadde nyttet å mobilisere småaksjonærene.

Under generalforsamlingen oppstod det imidlertid diskusjon om hvorvidt alle aksjene som var representert hadde stemmerett. Kristian Siem og Kværners advokat ga klart uttrykk for at aksjene som var registrert på investeringsbankene Morgan Grenfell og Lehman Brothers med stor sannsynlighet kunne være kontrollert av Kjell Inge Røkke, og således ikke skulle ha stemmerett. Det måtte til en avstemning i generalforsamlingen for å bestemme om Morgan Grenfell skulle få stemme. Avstemningen talte imidlertid for at også disse aksjene skulle ha stemmerett.

Almskog presenterte i sin sluttappell et siste trekk fra Kværner for å sørge for få støtte blant aksjonærene. Han gjorde det klart at dersom det ble stemt for Aker Maritimes forslag til nytt styre så ville også Almskog si opp sin stilling.

Ved avstemmingen om det alternative styret skulle bli valgt til å erstatte det sittende endte det med at 53% av generalforsamlingen stemte mot, mens 47% støttet forslaget om nytt styre. Dermed stoppet også fusjonsplanene opp.

#### **5.4.4 Granskning av Kværner**

Etter ønske fra Kjell Inge Røkke og andre tidligere aksjonærer i Kværner ble det satt ned et internt granskningsutvalg i Kværner våren 2002. Utvalget skulle være uavhengig og ble ledet av jussprofessor Kåre Lilleholt. Granskingsutvalget gjennomgikk regnskap og disposisjoner i Kværner-konsernet i perioden fra Trafalgar House ble kjøpt i 1996 frem til høsten 2001 da det kom i stand en løsning med Aker Maritime. Utvalget utarbeidet en rapport om Kværner som ble presentert ved utgangen av 2003. I denne ble det trukket frem flere kritikkverdige forhold. Hovedkonklusjonene dreiet som om brudd på god regnskapsskikk, brudd på opplysningsplikten og systematisk feilrapportering både i Kværner og "Nye Kværner".

---

<sup>34</sup> Se appendiks for "Eierforums 10 bud for godt styrearbeid"

Den sterkeste kritikken mot perioden da Almskog styrte Kværner knytter seg til at avsetningene ble benyttet til forskjellige formål som markedet ikke fikk rede på. Ifølge utvalget benyttet Almskog avsetninger i størrelsesorden 4 milliarder kroner nærmest som en "pott" i stedet for å få fram i regnskapene hva midlene var gått til. Han kritiseres også for feilvurdering av likviditetssituasjonen, særlig sommeren 2001.

Utvalget undersøkte spesielt kjøpet av Trafalgar House i 1996 og forholdet til Aker Maritime i 2000 og 2001, som var de to viktigste begivenheter som påvirket Kværners strategi i perioden utvalget undersøkte. Utvalget tok imidlertid ikke noe standpunkt til kvaliteten i styrets vurderinger, men nøyde seg med å begrense mandatet til å omfatte rene regnskapsvurderinger og opplysningsplikt. På begge disse punkter var imidlertid kritikken sterk.

Til tross for alle de kritikkverdige forholdene som ble avdekket, anbefalte granskningsutvalget likevel ikke Kværner-aksjonærene å gå til søksmål mot den gamle ledelsen.

#### **5.4.5 Oppsummering**

Selv om Aker Maritime til slutt klarte å få til en sammenslåing med Kværner, ble dette først en realitet da Kværners økonomiske situasjon var så anstrengt at konkurs var eneste alternative utvei. I tilfellet som er beskrevet over fungerte minoritetsvernet slik allmennaksjeloven legger opp til tilfredsstillende. Frykten blant småaksjonærene for hva som ville skje dersom Aker Maritime fikk gjennom sitt styreforslag og Kværner ble slått sammen med Aker Maritime var stor. Og de virkemidlene som småaksjonærene tok i bruk for å motarbeide det fiendtlige oppkjøpet viste seg faktisk å nytte.

Hendelsene i forbindelse med generalforsamlingen er spesielt interessante i forhold til temaene corporate governance og konsentrert eierskap. Men det er også en rekke relevante situasjoner knyttet til opptakten til at Kværner ble satt i øll. Det er liten tvil om at den spredte aksjonærstrukturen i Kværner på 1990-tallet indirekte var en viktig årsak til at selskapet etter hvert hold på å gå over ende. Styrets manglende evne til å aktivt føre kontroll med administrasjonen, medførte at ledelsen kunne kjøre sitt eget løp der en var mer opptatt av å maksimere egne personlige fordeler, fremfor aksjonærenes. Utviklingen i Kværner i denne perioden belyser godt poenget i Jensen og Mecklings påstand fra 1976 som ble gjennomgått i utredningens andre kapittel: *"Store aksjonærer adresserer [dermed] agentproblemet ved at*

*de både har en generell interesse av å maksimere profitt i tillegg til at de har tilstrekkelig kontroll over selskapets eiendeler til å få gjennomslag for egne interesser”*

Granskningen av Kværner som Kjell Inge Røkke fikk satt i gang i etterkant av at Kværner ble fusjonert med Aker Maritime, viser at Røkke var villig til å benytte seg av et en annen viktig mekanisme som aksjonærene er gitt for å kontrollere ledelsen. Selv om denne granskningen ikke anbefalte å gå til erstatningssøksmål, har slike granskninger antakeligvis en preventiv effekt, som kan bidra til bedret selskapsstyring i tiden som kommer.

## **5.5 Restrukturering**

### **5.5.1 Innledning**

Restruktureringen som har funnet sted i Kværner fra selskapet ble fusjonert med Aker Maritime og frem til i dag har vært svært omfattende og på mange måter relativt spektakulær. Jeg vil i dette kapittelet gjennomgå en del av de konserninterne transaksjonene som har blitt gjennomført i Aker-systemet de senere år, og se på hvordan de samlet har ledet frem til det Aker vi ser i dag.

### **5.5.2 Kværner-fusjonen**

Som beskrevet over hadde Kværner store finansielle problemer sommeren og høsten 2001. Vanskelighetene forverret seg betydelig den 12. september 2001 da Kværner fikk avslag på sitt ønske om refinansiering fra et bankkonsortium. Etter dette ble det forsøkt satt i gang en storstilt redningsaksjon for å hindre at Kværner skulle gå konkurs. Dette arbeidet pågikk hele høsten 2001, og både banker, Aker og Yukos Oil Company var innblandet. I månedsskifte november – desember ble det oppnådd en løsning med Aker, der det ble enighet om at Kværner skulle fusjonere med Aker Maritime. Videre medførte dette at Akers eierandel i Kværner økte til 49,9%, noe som innebar at selskapet i praksis hadde full kontroll med Kværner. Som en del av løsningen inngikk det også at et bankkonsortium kom i orden, og frist for neste refinansiering ble satt til 31. desember 2004.

Med finansieringen på plass fikk en den arbeidsroen som trengtes for å kunne begynne å tenke fremover. Det første som ble gjort var at Aker innsatte nytt styre og ny ledelse i Kværner med Helge Lund (CEO) og Trond Westlie (CFO) i spissen. Med dette på plass var det mulig å initiere en ny aksjeemisjon i selskapet til 8 NOK per aksje<sup>35</sup>. På dette tidspunktet ble også arbeidet med å utarbeide fusjonsplan for den kommende sammenslåingen satt i gang.

---

<sup>35</sup> Se appendiks for en oversikt over hvordan sentrale hendelser samt aksjekurs utvikling i perioden fra Aker kjøpte seg inn i Kværner og frem til fusjonsplanen ble satt i verk



Selve fusjonen, som ble iverksatt i mars 2002, innebar at Aker Maritimes operasjonelle enheter og Kværners olje- og gassvirksomheter ble slått sammen og fikk navnet Aker Kværner. I oktober 2002 ble det foretatt et nytt navnebytte der hele Kværner fikk navnet Aker Kværner, og der den nylig fusjonerte enheten ble en del av Aker Kværner.

### 5.5.3 Restrukturering

Neste milepæl å jobbe mot for Aker Kværner var nå utgangen av 2004. Som beskrevet over var dette tidspunktet som var satt for ny refinansiering. Det sa seg selv at det var behov for å gjøre omfattende grep innad i selskapet. Dette var naturligvis først og fremst viktig for å få Kværner på trygg grunn og for hindre fremtidige finansielle problemer. Samtidig var det også avgjørende at en frem mot refinansieringstidspunktet kunne oppnå tillit blant banker og investorer, noe som er lettest gjennom å bevise handlingskraft og etter hvert også ved å levere gode resultater. Fokus for den nye Aker Kværner-ledelsen det første året var å få kontroll, forstå de ulike enhetene i konsernet samt å kutte kostnader. Først etter at kostnadene var under kontroll, etter ca 2 år, gikk en i gang med de strukturelle grepene. Det som imidlertid kompliserte prosessen var at Aker RGI kom opp i store likviditetsproblemer, som medførte at også Aker RGI måtte inngå i restruktureringsplanene fremover.

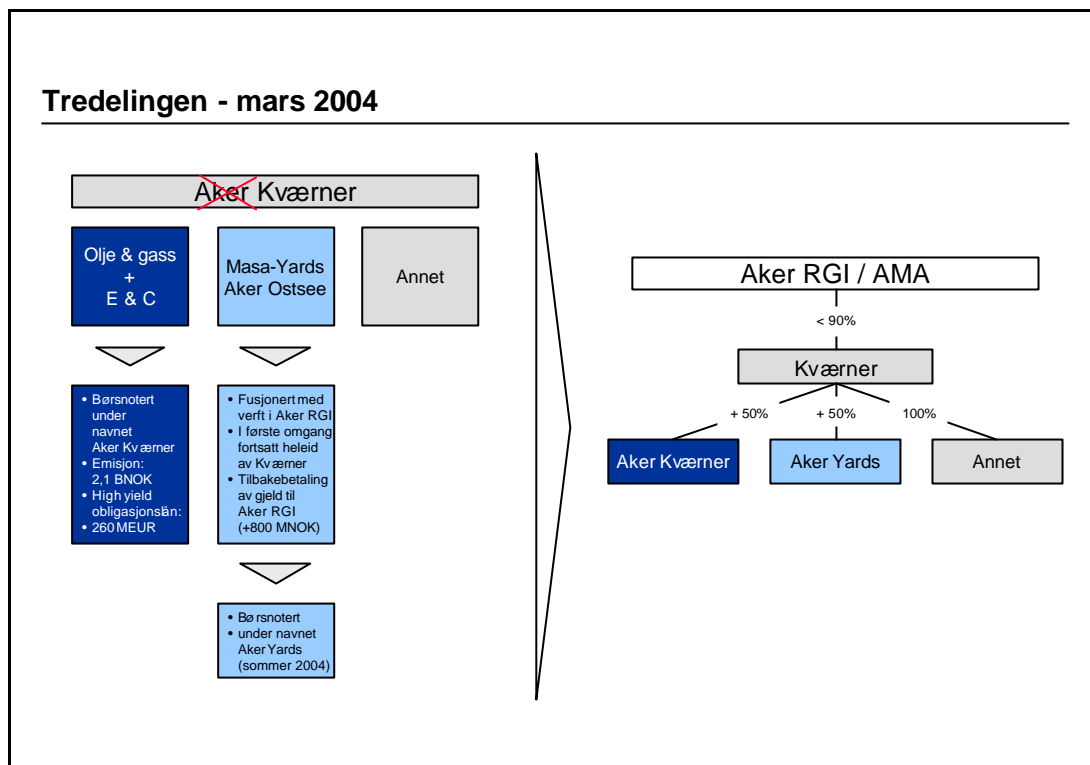
#### 5.5.3.1 Tredelingen

Første steg på veien var reorganiseringen som har blitt omtalt som *tredelingen* (se figur 2). Dette grepet ble vedtatt av styret i tidligere Aker Kværner i slutten av februar 2004, og var i tråd med planer som ble kommunisert allerede i forbindelse med fusjonen mellom Kværner og Aker Maritime. For å kunne gjennomføre planen måtte flere transaksjoner som var gjensidig avhengig av hverandre gjennomføres i løpet av et halvår. Ved tredelingen ble det etablert to fokuserte industrikonsern (Aker Kværner og Aker Yards), samt et industrielt holdingsselskap som tok tilbake navnet Kværner ASA.

De daværende aktivitetene innen olje & gass og E&C ble videreført i et eget konsern med navnet Aker Kværner. Dette selskapet ble børsnotert i april 2004, og i forbindelse med denne ble det foretatt en aksjeemisjon på 2,1 BNOK. Samtidig ble det også lagt ut et high-yield obligasjonslån i markedet på 260 MEUR. Med dette hadde en fått i stand en løsning for nedbetaling av lånet som hadde forfall i utgangen av 2004<sup>36</sup>. Aker Kværner tok samtidig over som debitor for et 10-års lån som frem til da hadde ligget hos konsernets morselskap.

---

<sup>36</sup> Omtalt som "treårslånet"



**Figur 2**

Kværners skipsbyggings aktivitet i Finland og Tyskland ble fusjonert med Aker RGIs skipsbyggingsaktivitet (Aker Yards) og fikk navnet Aker Yards. Aker Yards ble i første omgang liggende som et datterselskap i Kværner, og av den grunn mottok Aker RGI vederlagsaksjer i Kværner ASA til en verdi av 1,55 BNOK<sup>37</sup>. Skipsverftene som kom fra Aker RGI hadde fra før fusjonen en gjeld til Aker RGI på i overkant av 800 MNOK. Gjelden bestod først og fremst av ikke utbetalte utbytter og konsernbidrag. Så lenge verftene var eid av Aker RGI kunne ikke pengene betales tilbake på grunn av utbyttebegrensninger. Da Kværner gjennom fusjonen overtok Aker Yards med tilhørende gjeld forsvant samtidig utbyttebegrensningen, og gjelden ble tilbakebetalt. I begynnelsen av juni 2004 ble Aker Yards notert på Oslo børs.

Som nevnt over skiftet tidligere Aker Kværner ASA navn tilbake til Kværner ASA i forbindelse med denne reorganiseringen. Dette konsernet ble hovedaksjonær i det nye Aker Kværner ASA og Aker Yards. I tillegg fikk Kværner også ansvaret for en aktiv oppfølging av konsernets andre investeringer, samt videreutvikling av de enkelte operasjonelle virksomhetene i gruppen. De viktigste andre aktivitetene som lå igjen i Kværner var

<sup>37</sup> Dette tilsvarte verdien som var satt på Aker Yards (frem til dette tidspunkt eid av Aker RGI)

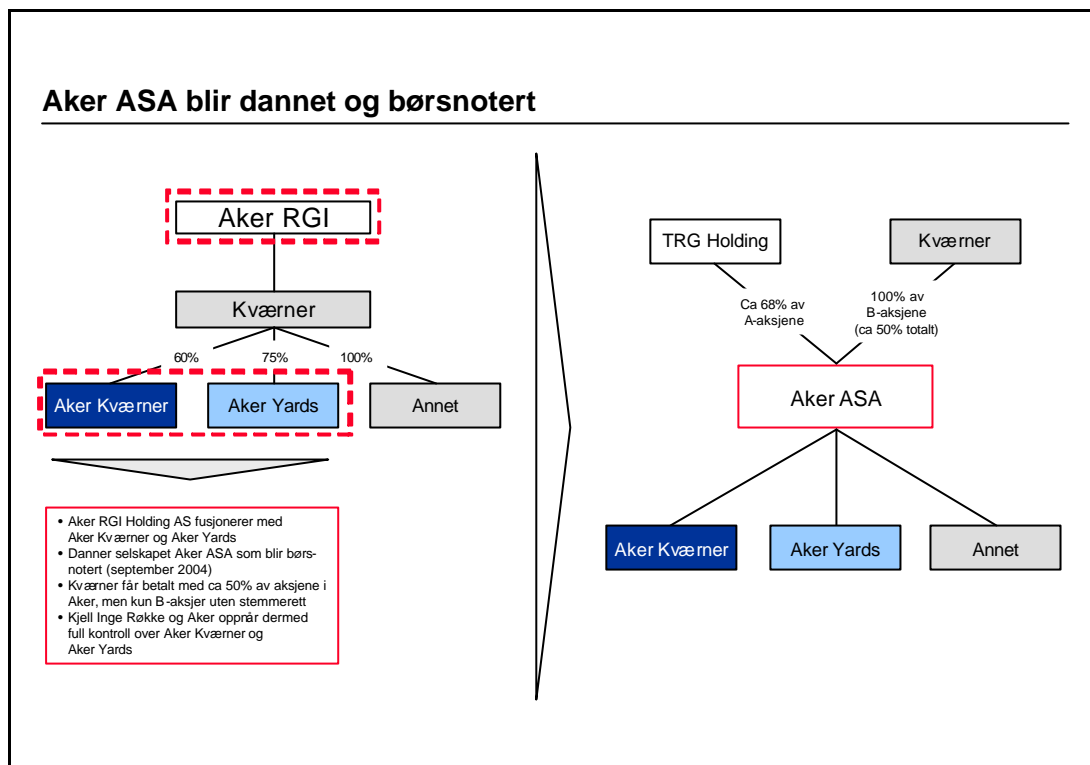
eierandelen i rakettoppskyttingsbasen Sea Launch, skipsverftene i Philadelphia, pensjonsforpliktelsene i "gamle Kværner" og de mekaniske verkene i Romania og UK.

Etter restruktureringen, men før Aker Yards ble børsnotert, fikk aksjonærene i Kværner tilbud om å bytte sine Kværner ASA-aksjer med direkte eierskap i de nye selskapene Aker Kværner og Aker Yards.

### **5.5.3.2 Aker ASA**

Neste steg på veien var dannelsen av Aker ASA som innebar en sammenslåing av de industrielle engasjementene i Aker RGI og Kværner (se figur 3). Som forberedelse til fusjonen etablerte Kværner ASA et nytt heleid datterselskap med navnet Kværner Holding AS, samtidig som Aker Maritime AS og Aker RGI Holding AS ble slått sammen. Dermed ble selve fusjonen gjennomført ved at Aker RGI Holding AS ble slått sammen med Kværner Holding AS, som deretter ble omdannet og omdøpt til Aker ASA. Etter fusjonen bestod det nye Aker ASA av Aker Kværner ASA og Aker Yards ASA, som begge var en del av Kværner Holding AS, samt virksomheten som ble ervervet fra Aker RGI Holding AS. Denne virksomheten bestod særlig av aksjer i ulike industri- og holdingselskaper, der både Norway Seafoods-gruppen og Dexion-gruppen inngikk.

Før fusjonen eide selskaper kontrollert av Kjell Inge Røkke ca 75% av aksjene i Kværner ASA og 100% av aksjene i Aker RGI Holding. Bytteforholdet i sammenslåingen innebar imidlertid at eierandelen i det nye Aker ASA falt til 67,8%, spesielt på grunn av at Aker RGI hadde betydelig gjeld. Likevel oppnådde Røkke å få full kontroll i både Aker ASA og Kværner ASA også etter fusjonen ved å ta i bruk stemmerettsløse B-aksjer. På den måten sikret han seg minst to tredeler av de stemmeberettigede aksjene på sin hånd i begge selskapene. Aker ASA ble børsnotert som eget selskap i september 2004.

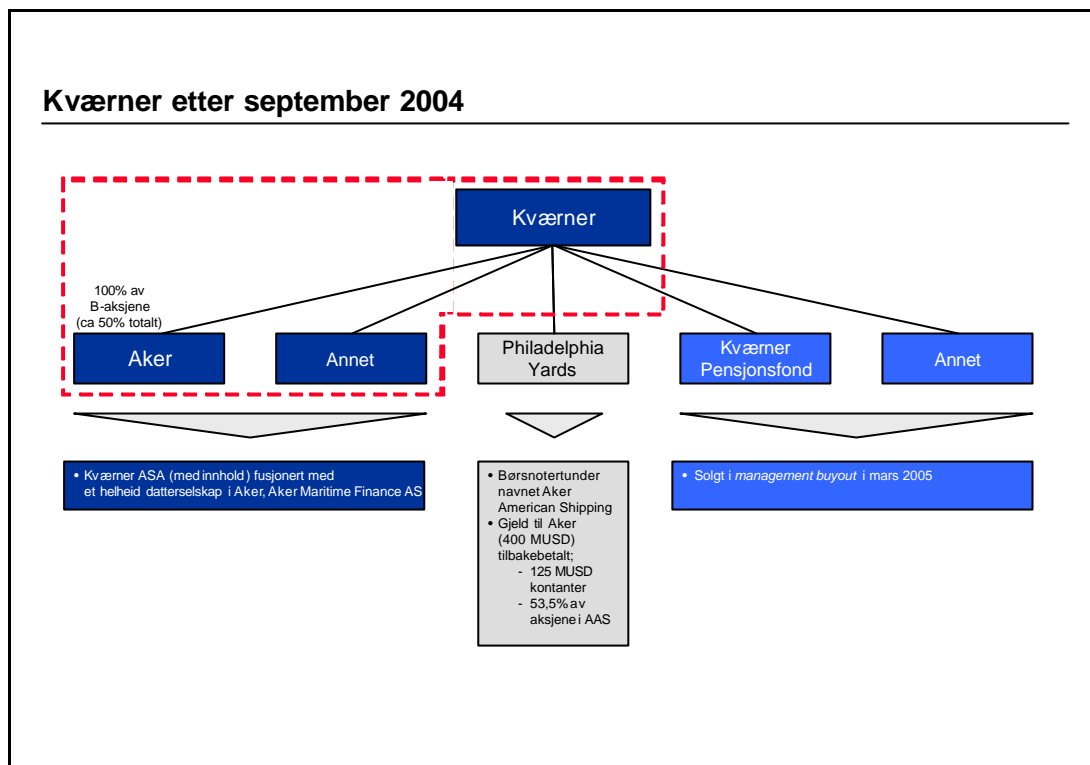


Figur 3

### 5.5.3.3 Etter september 2004

I slutten av mars 2005 ble det varslet nye strukturelle endringer i Aker-systemet, da spesielt innen Kværner (se figur 4). Kværner UK Limited, som frem til dette tidspunkt var et heleid datterselskap av Kværner ASA, ble solgt ut gjennom en "management buyout". Dette selskapet inkluderte flere av de mest risikable eiendelene i Kværner, med blant annet de store pensjonsforpliktelsene overfor tidligere Kværner ansatte, de mekaniske verkene i Romania og Storbritannia, samt diverse erstatningskrav.

Etter at Kværner UK Limited ble skilt ut var det B-aksjene i Aker ASA, skipsverftene i Philadelphia, eierandelen i Sea Launch, samt en fordring hos Kværner UK Limited som utgjorde de viktigste eierandelene i Kværner ASA. Selskapet hadde ingen gjeld, men derimot utstedt flere garantier som forststatt ikke var avklart. Frem mot sommeren 2005 ble imidlertid skipsverftene i Philadelphia overtatt av et nyopprettet selskap med navnet Aker American Shipping. Kværner Philadelphia Shipyard hadde før dette ca 400 MUSD i gjeld til Aker ASA. Ved at Aker ASA kjøpte Kværner ASAs eierandel i Aker American Shipping ble denne gjelden slettet.



**Figur 4**

Den foreløpig siste transaksjonen som nå er under gjennomføring er fusjonen av Kværner ASA inn i Aker ASA. Denne fusjonen ble godkjent av aksjonærene på ekstraordinære generalforsamlinger i slutten av september, og vil bli gjennomført ved at Kværner ASA fusjonerer med et heleid datterselskap av Aker ASA, Aker Maritime Finance. De viktigste eiendelene i Kværner før dette er B-aksjene i Aker ASA, samt eierandelen i Sea Launch. Overtakelsen følger reglene i allmennaksjeloven § 13-2 for såkalt *trekantfusjon*, som innebærer at Kværner ASAs aksjonærer får vedlag gjennom tildeling av nye A-aksjer i Aker ASA. Med dette forsvinner også Kværner ASA som et eget selvstendig selskap.

### 5.5.4 Oppsummering

For å kunne friskmelde Kværner etter fusjonen med Aker Maritime og for å unngå alvorlige finansielle problemer i Aker RGI har det vært behov for omfattende restrukturering av hele Aker-systemet. Det synes rimelig at det aktive eierskapet i Aker har vært en avgjørende årsak til at denne prosessen har latt seg gjennomføre raskt og effektivt.

Behovet for å skaffe til veie kontanter var sentralt for å få i stand refinansiering av store lån og for å sikre systemet fremover. Tredelingen av Kværner var viktig i så måte ved at verdiene ble synlige gjennom at de rendyrkede selskapene ble børsnotert hver for seg. Ved å

isolere problemengasjementene i Kværner klarte en å unngå at disse påvirket verdien av de ”sunne” selskapene Aker Kværner og Aker Yards.

De fleste av transaksjonene har videre bidratt til at store konserninterne fordringer og gjeld har blitt nedbetalt eller utliknet. På denne måten har en også fått muligheten til å nedbetale store eksterne gjeldsposter. På samme måte har en fått mulighet til å ta i bruk store kontantbeholdninger som har ligget i andre selskap i konsernet enn de som virkelig har hatt behov for pengene. For eksempel bidro fusjonen mellom Aker RGI og Kværner til at kontantene som lå igjen i Kværner etter tredelingen kunne benyttes til å nedbetale flere av de mange kortsiktige lånene som Aker RGI Holding hadde utestående.

På samme måte bidrar fusjonen av Kværner og Aker Maritime Finance til frigjøring av store beløp. En konsekvens av denne fusjonen er at det skal utbetales et milliardutbytte fra Aker som Kjell Inge Røkke blant annet vil bli benytte til å betale ned gjeld knyttet til kjøpet av Aker American Shipping, samt til å betale ut de vel 640 MNOK han skylder tidligere småaksjonærer. Blant annet vil Folketrygdfondet få tilbakebetalt 450 MNOK to år før forfall. Til tross for at det er satt en relativ lav rente på pengene som Røkke skylder småaksjonærene, er det likevel en stor fordel å betale ned det utestående. Minoritetsaksjonærene har nemlig pant på 40% av Kjell Inge Røkkes aksjer i Aker. Ved at dette pantet forsvinner øker TRG Holdings lånekapasitet med ca 2 BNOK, samtidig som en står fritt til å i fremtiden bruke Aker-aksjene som betalingsmiddel.

## **5.6 Aker i dag**

De ulike cases som er gjennomgått i dette kapitlet viser eksempler på hvilke effekter konsentrert eierskap kan ha i praksis. I tilfellet Aker har det konsentrerte eierskapet vært en kilde til mye støy både blant medaksjonærer og i samfunnet ellers. Men samtidig ser en også hvilke store muligheter og fortrinn denne eierstrukturen har bidratt til å skape gjennom de senere år.

Aker med Kjell Inge Røkke i spissen, har tatt lærdom av en del av de episodene selskapet har gjennomgått og blitt kritisert for det siste tiåret. I takt med oppmerksomheten rundt corporate governance i samfunnet generelt har holdningene til dette temaet også endret seg innad i Aker-systemet. Både Aker og Aker Kværner inkluderte i sin årsrapport for 2004 et avsnitt om eierstyring og selskapsledelse der hvert av de 14 punktene i Norsk Anbefaling fra desember 2004 blir gjennomgått etter *følg- eller forklar-prinsippet*. Aker Yards og Kværner diskuterte også eierstyring og selskapsledelse i sine årsrapporter for 2004, men ikke etter *følg- eller forklar-prinsippet*. Aker Yards skriver at ”som følge av at endelig norsk anbefaling for

*eierstyring og selskapsledelse ble vedtatt i desember 2004, vil selskapets prinsipper bli evaluert i løpet av 2005*". Et tilsvarende budskap ble også kommunisert fra Kværner.

I følge årsrapporten til Aker følges anbefalingen stort sett, men med noen unntak. Det viktigste avviket er at selskapet har to aksjeklasser, der ca 50% av aksjekapitalen består av stemmerettsløse B-aksjer. For øvrig er alle disse aksjene eid av tidligere Kværner ASA. Ettersom Kværner nå har blitt fusjonert inn i Aker er det usikkert hva som vil skje med denne aksjeklassen på sikt, da et selskap ikke kan sitte på egne aksjer over lengre tid.

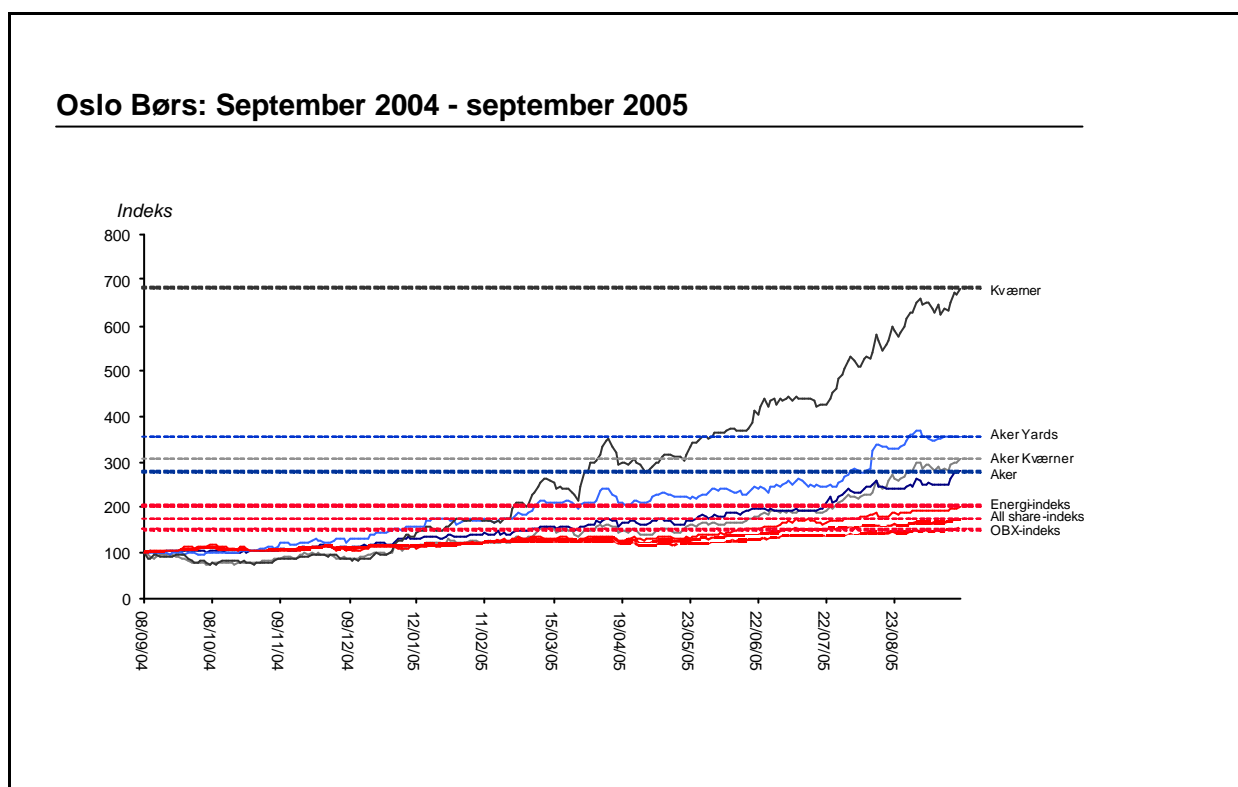
De siste års transaksjoner i Aker systemet viser at det nå i større grad enn før blir fokusert på å ha et ryddig og avklart forhold til alle aksjonærene i forkant av transaksjoner for å unngå kritikk og rettssaker i etterkant. Som beskrevet over har Kjell Inge Røkke tidligere blant annet fått mye kritikk hvordan transaksjoner der han selv har vært involvert på begge sider av bordet har blitt håndtert. Tredelingen av Aker Kværner<sup>38</sup> innebar at Røkke igjen skulle handle med seg selv gjennom sammenslåingen av Aker Kværners verft i Finland og Romania, og Aker Yards. Ved denne anledningen ønsket en ikke å presse småaksjonærene og en lot derfor Kværner-aksjonærene selv velge om de ville beholde sine aksjer i "nye Kværner", eller eventuelt konvertere dem til aksjer i Aker Kværner eller Aker Yards. Samtidig fikk Fondsfinans oppdraget med å gjøre en verdivurdering ("fairness-vurdering") av Aker Yards. Fondsfinans har historisk vært Folketrygdfondets viktigste meglerforbindelse, og på mange måter vært en representant for minoritetsaksjonærene i de tidligere feidene mot Kjell Inge Røkke. På den måten måtte derfor Folketrygdfondet og andre minoritetsaksjonærer rette kritikken mot sitt eget meglerhus dersom de skulle gå ut mot bytteforholdet også denne gang. Fondsfinans ble også benyttet til å gjøre en tilsvarende "fairness-vurdering" av Kværner i forbindelse med fusjoneringen av selskapet inn i Aker.

En observerer at holdingen til Aker-systemet og Kjell Inge Røkke har blitt langt mer positiv de senere år, både blant de ansatte i systemet, minoritetsaksjonærene, politikere og i samfunnet generelt. Kjell Inge Røkke har bevist at han er ikke en kortsiktig spekulant slik mange tidligere har hevdet. Gjennom blant annet å fokusere på å bevare og skape nye arbeidsplasser, først og fremst i Norge, har en fått bekreftet at Røkke handler som en langsiktig industriell eier som tør å satse. Men selv om dette er en viktig kilde til holdningsendringen er nok likevel den viktigste årsaken at Aker-selskapene de senere årene har hatt en kraftig verdiøkning, der også minoritetsaksjonærene har fått sin del av veksten. Figur 5 viser hvordan børskursen for Aker selskapene har utviklet seg det siste året i forhold

---

<sup>38</sup> Jf. kapittel 5.5.3.1

til tre relevante indekser ved Oslo Børs (OBX indeksen, all share indeksen og energi indeksen). Som en ser har alle selskapene hatt en langt kraftigere vekst enn det indeksene kan vise til. Kværner er det selskapet som kan vise til den største veksten, og en ser at aksjekursen nesten har syvdoblet seg fra september 2004 til september 2005. Selv om verdiutviklingen for Aker-selskapene har vært usedvanlig bra det siste året, så kan også de aksjonærene som kjøpte Kværner aksjer da fusjonsplanen mellom Kværner og Aker Maritime ble iverksatt i mars 2002 vise til en god avkastning. Dersom en kjøpte en Kværner aksje på dette tidspunktet ville verdien av aksjen ha steget med nesten 250% frem til september 2005.



**Figur 5**

De senere børsintroduksjonene illustrerer god hvordan tilliten til selskapet har økt i aksjemarkedet. Da Aker Kværner ble notert på Oslo Børs i mars 2003 ble aksjeemisjonen gjennomført til 130 kroner per aksje. Dette var helt i nedre del av rangen som var satt til 130 – 155 kr. Da Aker Yards ble børsnotert vel et år senere ble emisjonen fire ganger overtegnet samtidig som en oppnådde høyeste prisen i rangen. Dette kan tyde på at nye aksjonærer nå i mindre grad frykter å bli en minoritetsaksjonær i et Røkke-kontrollert selskap.

Ut fra eksemplene i dette kapitlet ser en tydelig at fokuset på corporate governance har økt i Aker-systemet. Kjell Inge Røkke og ledelsen i Aker har etter hvert innsett at det å spille på lag med alle ”stakeholders”, og spesielt minoritetsaksjonærene kan gi svært positive



effekter, både på kort og lang sikt. Et interessant spørsmål er hvorvidt den økende positive innstillingen som Røkke og Aker-systemet har vist til corporate governance er en generell trend som de andre børsnoterte selskapene også stiller seg bak. I så tilfellet er det grunn til å tro at denne holdningsendringen vil kunne slå positivt ut på selskapsverdien til selskap med konsentrert eierskap. Dette vil bli undersøkt i den kvantitative analysen i kapittel 7.

## **6 EMPIRISKE UNDERSØKELSER**

Som en innledning til min kvantitative analyse som vil bli presentert i neste kapittel vil jeg i denne delen av oppgaven foreta en gjennomgang av tidligere relevante studier rundt sammenhengen mellom corporate governance og verdiutvikling / økonomiske prestasjoner. Fokuset vil være på sammenhengen mellom corporate governance mekanismen eierstruktur (*konsentrert eierskap*) og verdiutvikling. Jeg vil se på empiriske undersøkelser basert på internasjonale data, før jeg ser på det som eksisterer av undersøkelser basert på norske data.

### **6.1 Svakheter ved tidligere forskning**

En viktig svakhet ved tidligere forskning knyttet til dette feltet er at mesteparten av studiene har vært basert på amerikanske data. Etersom de institusjonelle og regulatoriske rammebetingelsene er en viktig driver for corporate governance, vil undersøkelser basert på amerikanske data ikke nødvendigvis være tilstrekkelig til å kunne postulere en generelt gyldig teori. Slik det ble kommentert i kapittel 4 er det angloamerikanske rettsystemet i større grad enn det kontinentale rettssystemet basert på sedvanerett. Amerika og Storbritannia skiller seg også fra resten av den vestlige verden ved at det der er en langt lavere grad av eierskapskonsentrasjon, samt et mer aktivt marked for selskapskontroll. Videre har tidligere forskning stort sett basert seg på data der store selskap har vært overrepresentert. Dette kan være et problem dersom det er slik at sammenhengen mellom corporate governance og økonomiske prestasjoner avhenger av selskapets størrelse.

Det er også verdt å kommentere at det tidligere har vært vanskelig å samle data av høy kvalitet. For eksempel baserer mesteparten av undersøkelsene seg på data for et spesielt år, noe som innebærer at det er vanskelig å si om sammenhengen mellom corporate governance og økonomiske prestasjoner holder seg over tid, eller om den kun er gyldig for dette spesielle året. Et annet eksempel er at datapunktene for konsentrasjon ofte er knyttet til hvorvidt største aksjonærs eierandel har oversteget en bestemt terskel (for eksempel > 5% eller > 10%). På denne måten kan det være mulig å plassere selskapene i grupper i forhold til om eierskapet er konsentrert eller ikke, men det er ikke mulig å se noen kontinuerlig sammenheng. Dette kan blant annet gjøre det vanskelig å utarbeide fullstendige regresjonsanalyser for sammenhengen mellom konsentrert eierskap og økonomiske prestasjoner.

### **6.2 Forskning på utenlandske data**

Som diskutert i kapittel 2 har sammenhengen mellom eierstruktur og økonomiske prestasjoner vært tema for en debatt innen fagfeltet bedriftsøkonomi over lang tid. Som en konsekvens har

det da også blitt utført en rekke empiriske analyser på dette området. Imidlertid har de empiriske bevisene vært relativt motstridende og derfor også vanskelig å konkludere på bakgrunn av. Generelt kan en likevel si at de fleste analysene antyder at det enten er en positiv, eller ingen sammenheng mellom konsentrert eierskap og økonomiske prestasjoner. Gugler (2001) oppsummerte at flesteparten av analysene utført på amerikanske, belgiske, tyske og østerrikske data finner positive effekter av store aksjonærer på selskapenes økonomiske prestasjoner, mens studier fra Frankrike, Japan, Nederland, Spania og Storbritannia gir uklare resultater eller finner ikke-signifikante effekter. Det finnes imidlertid også empiriske undersøkelser som taler for en negativ sammenheng mellom disse variablene. Noen av de viktigste av disse er kommentert under.

### **6.2.1 Demsetz og Lehn (1985)**

Demsetz og Lehn analyserte 511 amerikanske selskap i 1980, og benyttet  $RoA_5$ <sup>39</sup> for perioden 1976-1980 som et mål på økonomiske prestasjoner. Flere alternative mål på konsentrasjon ble benyttet; andel aksjer holdt av de 5 største aksjonærene, andel aksjer holdt av de 20 største aksjonærene, samt Herfindahls indeks for konsentrasjon<sup>40</sup>. En enkel lineær funksjon ble benyttet i regresjonsanalysen. Demsetz og Lehn fant da at det var en negativ sammenheng mellom konsentrasjon og økonomiske prestasjoner, men at denne ikke var signifikant innenfor konvensjonelle nivåer. Dette resultatet er ikke forenlig med Berle og Means (1932) hypotese, men derimot konsistent med *likevektshypotesen* fremsatt av Demsetz (1983).

### **6.2.2 Morck et al. (1988)**

Morck et al. fokuserer i første rekke på sammenhengen mellom innside eierskap og økonomiske prestasjoner. De ser på 371 av selskapene inkludert på *Fortune 500*, med data hentet fra 1980. Datagrunnlaget blir også benyttet til å undersøke sammenhengen mellom konsentrasjon generelt og økonomiske prestasjoner. På samme måte som Demsetz og Lehn (1985) finner de ingen signifikant sammenheng når de benytter seg av lineær regresjon, der Tobin's  $Q$ <sup>41</sup> og regnskapsmessig profitt blir benyttet som alternative mål for økonomiske prestasjon. Morck et al. estimerer imidlertid også en stegvis lineær regresjon av Tobin's  $Q$  på innside eierskap som argumenterer for en signifikant ikke-monoton sammenheng. Lønnsomheten forbedres i intervallet 0-5% eierskap, og faller deretter. Basert på dette funnet

---

<sup>39</sup> *Return on asset* over en 5 års periode

<sup>40</sup> Herfindahl indeksen angir summen av kvadrerte eierandeler for alle aksjonærene i et selskap. Indeksen har et maksimum på 1, der en aksjonær eier hele selskapet, og et minimum som grenser mot 0 dersom eierstrukturen er meget spredt

kritiserer Morck et al. Demsetz og Lehn for valget av lineær regresjon, som en direkte årsak til at de ikke klarte å finne en signifikant sammenheng.

### **6.2.3 McConnell og Servaes (1990)**

McConnell og Servaes ser på sammenhengen mellom Tobin's Q og eierstruktur, der både eiertype og konsentrasjon blir sett på i sammenheng. Denne studien undersøker blant annet sammenhengen mellom eierandelen til insidere og økonomiske prestasjoner, og er spesielt interessant fordi den analyserer sammenhengen ved bruk av en kvadratisk regresjonsanalyse. Datagrunnlaget består av mer enn 1000 Compustat selskap<sup>42</sup> og undersøkelsene er utført basert på data både fra 1976 og 1986. Resultatet viser at McConnell og Servaes finner en kurvelineær sammenheng mellom Q og eierandelen til insidere. Kurven stiger til den når 40 – 50%, og faller deretter. I den samme studien fant McConnell og Servaes også at det var en positiv sammenheng mellom Q og eierandelen til institusjonelle investorer. Begge disse observasjonene var således konsistent med hypotesen om at selskapsverdi er en funksjon av eierstrukturen, selv om de ikke støtter Berle og Means (1932) for alle nivåer av eierkonsentrasjon.

### **6.2.4 Lehmann og Weigland (2000)**

Lehmann og Weigland undersøkte sammenhengen mellom corporate governance og økonomiske prestasjoner (RoA<sub>5</sub>) for 361 tyske selskap i perioden fra 1991 til 1996. De fant da at eierskapskonsentrasjon hadde signifikant negativ påvirkning på lønnsomhet.

## **6.3 Forskning på norske data**

Som kommentert innledningsvis er det utført et svært begrenset antall studier basert på norske data. Det eneste prosjektet som er meg bekjent er utført av Øyvind Bøhren og Bernt Arne Ødegaard ved Handelshøyskolen BI.

### **6.3.1 Bøhren og Ødegaard (2001b)**

Bøhren og Ødegaard har undersøkt hvordan sammenhengen er mellom corporate governance og økonomiske prestasjoner for norske børsnoterte selskap<sup>43</sup> i perioden 1989 til 1997.

---

<sup>41</sup> Tobin's Q angir forholdet mellom total markedsverdi og regnskapsført verdi av eiendelene fra balansen. Se for øvrig kapittel 7.5.1 for en nærmere beskrivelse

<sup>42</sup> Compustat er standardisert selskapsinformasjon fra Standard & Poor's

<sup>43</sup> Selskap innen bank og finans er utelatt ettersom det for disse er strenge begrensninger for graden av eierskapskonsentrasjon.

Ved bruk av Tobin's Q fant Bøhren og Ødegaard, i motsetning til det meste av tidligere studier, en negativ og statistisk signifikant sammenheng mellom de to variablene. Denne konklusjonen er gyldig for en rekke ulike mål for økonomisk prestasjon og konsentrasjon, og også uavhengig av om en benytter seg av lineær tilnærming, stegvis lineær tilnærming eller kvadratisk tilnærming. I den kvadratiske tilnærmingen er for øvrig det estimerte kvadratiske leddet ikke signifikant, noe som betyr at den lineære tilnærmingen til sammenhengen synes å være tilstrekkelig<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> Se appendiks for resultater fra Ødegaard og Bøhrens analyser

## 7 ANALYSER OG RESULTATER

### 7.1 Innledning

Casegjennomgangen av Aker i kapittel 5 viste eksempler på hvilke effekter konsentrert eierskap kan ha i praksis for et bestemt selskap. I denne delen av oppgaven ønsker jeg å teste hvorvidt det er noen generell sammenheng mellom konsentrert eierskap og selskapsverdi, og i tilfellet hvordan og i hvilken grad konsentrert eierskap påvirker verdien. To ulike analyser vil bli utført for å undersøke dette. Den ene analysen er en sammenlikningsanalyse der verdiutvikling for selskap med konsentrert eierskap blir målt mot tilsvarende selskap med spredt eierskap. Dette er en grovsorteringstest for å undersøke om det er åpenbare forskjeller i verdiutvikling for selskaper med ulik eierstruktur. Den andre analysen er en regresjonsanalyse der forholdet mellom konsentrert eierskap (uavhengig variabel) og verdiutvikling (avhengig variabel) blir undersøkt. Denne siste analysen er mer detaljert og grundig enn den første, og det legges derfor mest vekt på denne både i forhold graden av omtale og med tanke på konklusjonene som trekkes. Resultatene fra analysene vil bli diskutert opp mot hypotesene fremsatt i kapittel 1.

### 7.2 Datamateriale

Datamaterialet i denne undersøkelsen består av selskapsdata for selskap listet på Oslo Børs i 2004. For alle disse selskapene sitter jeg i utgangspunktet på data over de 20 største aksjonærene, samt markedsverdi og regnskapsdata for hvert av årene fra 2000 – 2004 (per 31.12).

Selskap som har blitt strøket fra notering før 2004 er ikke med i materialet<sup>45</sup>. Videre er selskap innen finansnæringen i sin helhet utelatt fra datamaterialet ettersom det knytter seg særskilte bestemmelser til å inneha aksjer i slike selskaper<sup>46</sup>. Dersom disse selskapene hadde blitt inkludert kunne det feilaktig ha påvirket analysene. For de selskapene som er listet på børsen med to aksjeklasser er også B-aksjene blitt utelatt fra datamaterialet. Endelig har også det gjenstående datamaterialet blitt ytterligere noe redusert på grunn av ufullstendige datapunkter for enkelte selskap.

Datasettet for 2004 er mest komplett og består av fullstendige selskapsdata for totalt 117 selskap. Dette utgjør 74% av det totale antall børsnoterte selskap dersom en ser bort fra

---

<sup>45</sup> Selskap som har blitt notert på Oslo Børs i løpet av perioden 2000-2004, vil kun være inkludert i datamaterialet fra og med året selskapet ble notert

<sup>46</sup> For selskap innenfor bank, finans og forsikring er det blant annet regler for at hver investor kun kan eie 10 prosent av et selskap

B-aksjer og selskap som tilhører finansnæringen. For årene 2000 – 2003 er datasettene vesentlig mindre ettersom mange selskap ble tatt av børs i denne perioden. For 2003 består datasettet av 59 selskap, for 2002 av 56 selskap, for 2001 av 46 selskap og for 2000 av 41 selskap<sup>47</sup>. Til tross for at datasettene for disse årene er ufullstendige, er det grunn til å tro at de selskapene som faktisk er inkludert også er representative for de selskapene som er utelatt. Dette ettersom årsakene til at selskap blir strøket er en kombinasjon blant annet av at disse har gått konkurs (typisk dårlig resultater) eller har blitt oppkjøpt eller fusjonert (typisk bra resultater). For selskapene som er utelatt på grunn av ufullstendige datapunkter er det heller ingen grunn til å tro at denne utelatelsen ikke er tilfeldig, og at derfor det gjenstående datamaterialet er representativt.

Datamaterialet er hovedsaklig hentet fra databaser som er knyttet til henholdsvis Verdipapirsentralen, Oslo Børs og Brønnøysund-registrene. I tillegg har det også vært nødvendig å benytte seg av enkelte av selskapenes årsrapporter og hjemmesider.

## **7.3 Deskriptiv statistikk**

### **7.3.1 Oslo Børs som markedsplass**

Markedsverdien for selskapene listet på Oslo Børs var ved utgangen av 2004 996 milliarder NOK. Sammenliknet med andre sentrale størrelser i den norske økonomi var da de noterte selskapene samlet verdt omtrent det samme som verdien av petroleumsfondet (på samme tidspunkt) og ca 60% av samlet BNP for 2004. I et internasjonalt perspektiv gjør dette Oslo Børs til en middels stor handelsplass. Blant børsene som er medlem av *World Federation of Exchanges* rangeres Oslo Børs som nummer 27 basert på total markedsverdi ved utgangen av 2004. Oslo Børs utgjør likevel kun 1% av New York børsen og omlag 5% av London børsen. Sammenliknet med de andre nordiske landene er Oslo Børs mindre enn børsene i Stockholm, Helsingfors og København<sup>48</sup>.

Omsetningen i det norske aksjemarkedet ble drøyt 60% høyere i 2004 sammenliknet med 2003, og Oslo Børs la dermed bak seg det mest aktive året noensinne. Det norske aksjemarkedet fremstår nå som mer attraktivt enn på lang tid og det oppleves en veldig stor interesse både fra norske og utenlandske investorer. Som en følge av den nordiske børsalliansen NOREX har en rekke utenlandske meglerhus startet direkte handel på Oslo Børs de siste årene. Utenlandske meglerhus har i løpet av 2003 og 2004 økt sin markedsandel fra

---

<sup>47</sup> Se appendiks for en oversikt over utviklingen av listede selskaper på Oslo Børs 1994 – 2004

<sup>48</sup> I forhold til markedsverdi

under 10% til 25%. Dette bidrar blant annet til at det blir stadig bedre likviditet i norske aksjer. Av den daglige omsetningen står utenlandske investorer for mellom 60% og 70%.

De siste fem årene har det vært en netto nedgang i antall noterte selskap på Oslo Børs. I år 2000, som er første året i datasettet, var det totalt 214 noterte selskap, mens ved utgangen av 2004 var dette tallet 188<sup>49</sup>. Imidlertid var det i 2004 22 nye selskap som ble notert på Oslo Børs, mens kun 12 ble strøket fra notering. Dersom en sammenlikner antall noterte selskap opp mot det totale antall aksjeselskap i Norge er det et relativt beskjedent antall som er notert. Ved utgangen av 1. halvår 2005 var det totalt 159 270 registrerte norske aksjeselskap.

### 7.3.2 Eierskapsstruktur

Dersom en studerer eierskapsstrukturen for selskaper notert på Oslo Børs er det flere trekk som er verdt å merke seg. Det første er det høye statlige og kommunale eierskapet, som i 2004 lå på 37.6%. Denne andelen, som tradisjonelt sett har vært høy i Norge, har vært kraftig økende de senere årene. Dette skyldes i hovedsak at to store norske statlige eide selskaper, Statoil og Telenor, har blitt børs notert. Dersom en sammenlikner graden av statlig eierskap i Norge med andre europeiske land ser en at Norge skiller seg kraftig ut, spesielt fra nabolandene Sverige og Danmark som begge ligger under 10%<sup>50</sup>.

Et annet viktig trekk er den stadig økende utenlandske interessen for det norske aksjemarkedet, som også gjenspeiles på eierstrukturen. Ved utgangen av 2004 eide utlendinger 33% av verdiene på Oslo Børs sammenliknet med 28% ved utgangen av 2003. Vurderer en perioden tilbake til 1997 har andelen av markedsverdi innehatt av "Utlendinger" vært stabilt høy. Det er imidlertid verdt å merke seg at denne posten også inkluderer såkalte *nominee-konti*, som representerer minst halvparten av "Utlendinger" totalt. Nominee-konti forvaltes som regel av en investeringsbank, mens de virkelige eierne er kundene som banken investerer på vegne av. Det kan være et ubegrenset antall eiere bak en slik konto og det er heller ingen grenser for hvor mye en investor kan eie gjennom en nominee-konto. Eiere av aksjer registrert på en nominee-konto kan ikke utøve sin stemmerett uten å flytte aksjen fra nominee-kontoen til direkte registrering. Dette betyr i praksis at disse aksjonærene frivillig gir avkall på den viktigste disiplineringsmekanismen de har overfor ledelsen. Høy grad av utenlandsk eierskap er også noe en observerer i de fleste andre europeiske land. Dette forklares gjerne med at investorer fokuserer på å ha stadig mer internasjonale porteføljer for å oppnå økt diversifisering.

---

<sup>49</sup> Se appendiks for en oversikt over utviklingen av listede selskaper på Oslo Børs 1994 – 2004

<sup>50</sup> Se appendiks



Når det gjelder de private aksjonærene gjør disse stadig mindre av seg, og det har vært registrert en netto nedgang av private aksjonærer de tre siste årene fra 371 431 til 339 571. Om lag 2/3 av disse aksjeeierne var menn. Ser en på utviklingen i total aksjonærstruktur oppdager en et tilsvarende bilde, der private investorers andel har sunket fra 11,4% i 1993 til 5,3% i 2003. Også dette er et bilde som skiller seg fra det en observerer i de fleste andre europeiske land der gjennomsnittet ligger mellom 20% og 30%.

Aksjonærstruktur ved årsslutt. % av markedsverdi								
Sektor	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Stat & kommune	15.1	15.9	15.6	23.1	38.2	43.1	41.3	37.0
Statsforetak	1.1	1.1	1.3	1.5	0.8	0.7	0.8	0.6
Banker, kred.- & fin.foretak	1.9	2.2	2.3	1.9	1.8	1.4	1.6	1.9
Private pensjonskasser/Livsforsikring	8.5	9.2	9.1	6.7	4.9	2.9	3.2	2.8
Skadeforsikring	1.4	1.2	0.9	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
Aksiefond	8.2	8.0	8.4	7.1	5.2	4.2	4.6	4.2
Private foretak	24.9	22.9	22.0	17.4	13.5	14.1	14.5	14.8
Privatpersoner	7.7	7.8	7.8	7.7	5.9	5.4	5.5	5.3
Utlendinger	31.2	31.7	31.5	34.1	28.0	27.0	27.8	32.8
Ukjent	0.1	0.2	1.2	0.2	1.3	0.5	0.1	0.0
Totalt	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Kilde: Verdipapirsentralen

**Tabell 2**

### 7.3.2.1 Aksjer med og uten stemmerett

Som diskutert i kapittel 3 i forbindelse med ”Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse” anbefales det at børsnoterte selskap skal gå bort fra bruk av stemmerettsløse aksjer (B-aksjer). Statistikken viser da også at utviklingen er på riktig vei. Ved utgangen av 2000 var det totalt 14 børsnoterte selskap som stod oppført med B-aksjer, mens det ved utgangen av 2004 kun var 4 av disse selskapene som fortsatt stod oppført med B-aksjer. Videre kan en også legge merke til at ingen av selskapene som ble notert i løpet av perioden 2000-2005 utstedte denne formen for verdipapir.

### 7.3.2.2 Konsentrert eierskap

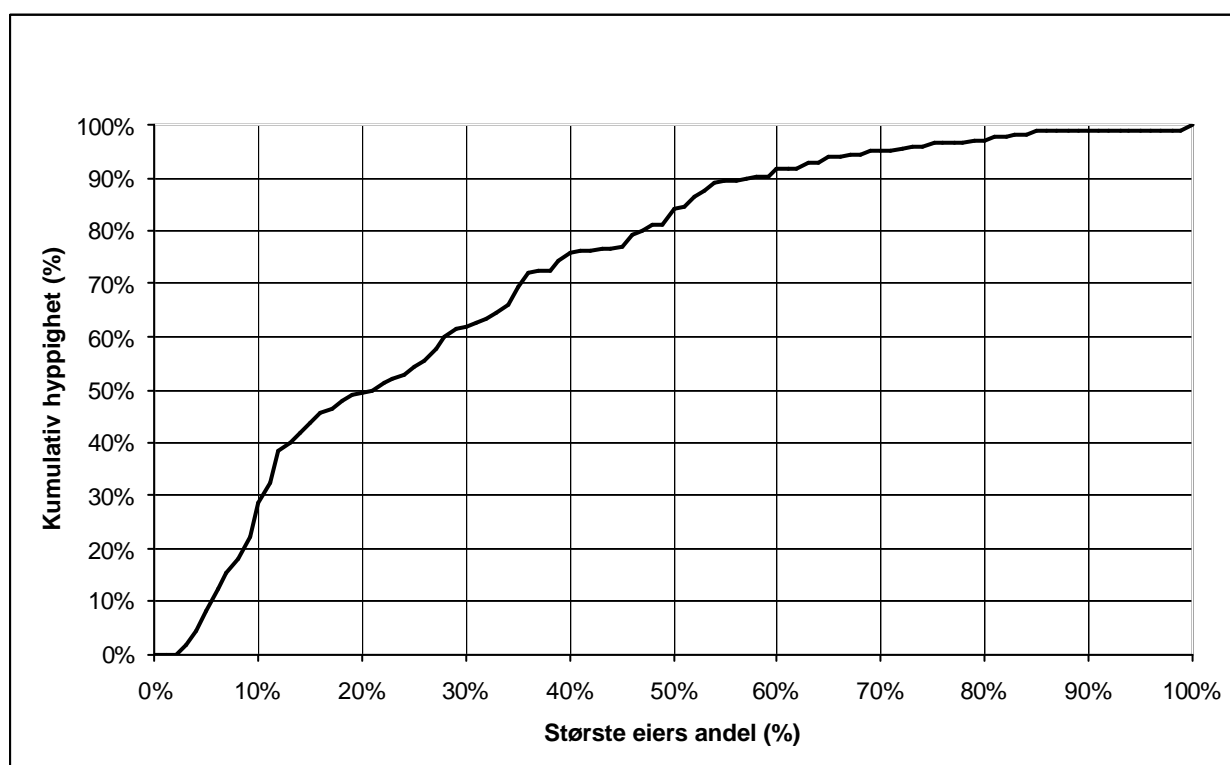
Basert på datamaterialet som ligger til grunn for analysene i denne utredningen fremgår det at den største aksjonæren i gjennomsnitt eier 27% av egenkapitalen (se tabell 3). Ser en dette i forhold til flertallsgrenser som er spesifisert i lovgivingen, er andelen for lav til at den største eieren alene kan diktere beslutningene i en avstemning. Dersom de tre største aksjonærene går sammen ser en imidlertid at disse kan oppnå et blokkerende mindretall mot vedtaksendringer, ettersom vedtaksendringer krever to tredjedels flertall (se kapittel 4). En vet imidlertid at i

praksis har ofte de største aksjonærene større makt en det som fremgår fra papiret da det sjeldent er fullt oppmøte på generalforsamlingene.

<b>Gjennomsnittlige eierandeler (2000-2004)</b>			
	<i>Største aksjonær</i>	<i>3 største aksjonærer</i>	<i>5 største aksjonærer</i>
Gjennomsnitt	27.1%	41.0%	47.6%
Median	21.3%	35.8%	44.6%

**Tabell 3**

Figur 6 under viser den kumulative hyppigheten for den største aksjonærens andel, der en har at jo flatere kurve, jo færre eiere har en slik andel. En ser her at kurven stiger relativt brattest lengst til venstre i figuren og flater nesten helt ut til høyre for 55 prosent eierandel. Spesielt er kurven bratt rett under 10 prosent, mellom 33 og 40 prosent og rett over 50 prosent. Dette må sees i sammenheng med reguleringene som er knyttet til bestemte grenser for eierskap. 10 prosent eierandel er grensen for flaggingsplikt. Ettersom mange aksjonærer ikke ønsker å tilkjenne sin identitet, er det naturlig at en heller ønsker å sitte på en aksjepost som er rett i underkant av 10% enn rett i overkant. Tilsvarende ønsker aksjonærer som regel å overgå 1/3 og 1/2 av aksjene for å kunne påvirke beslutninger i større grad. Dessuten er det for mange viktig å holde seg under 40 prosent som er grensen for budplikt. Ut fra dette ser en at den type reguleringer som er beskrevet over helt tydelig påvirker eierstrukturen i norske børsnoterte selskap.



**Figur 6**

Ut fra samme figur ser en også at for om lag 35% av selskapene på Oslo Børs har største eier mer enn 1/3 av aksjene, mens for om lag 15% av selskapene sitter største aksjonær alene med over 50% av aksjene. Sammenliknet med andre land i Europa finner en at konsentrasjonsgraden i Norge er vesentlig lavere, med unntak av i Storbritannia. I perioden 1993-1997 var gjennomsnittet for andre europeiske land (utenom Storbritannia og Norge) 48 prosents eierandel for største aksjonær (Bøhren og Ødegaard, 2002).

#### **7.4 Verdiutvikling konsentrert vs. spredt eierskap**

Gjennom denne analysen ønsker jeg å foreta en grov undersøkelse av om selskap med konsentrert eierskap har en signifikant mer positiv utvikling på børsen i forhold til selskap med spredt eierskap. I motsetning til regresjonsanalysen som blir gjennomgått i neste underkapittel, tar denne analysen kun hensyn børskursutviklingen, og ikke endringer i balanseverdiene. Hensikten med analysen er først og fremst å få en formening om hvilke resultater en kan vente seg fra regresjonsanalysen.

For å utføre denne analysen har de børsnoterte selskapene blitt fordelt på ulike grupper avhengig av størrelsen på største eier, som vist i tabell 4.

Navn på gruppe	Eierandel største eier (%)
Gruppe A	[ 0 , 10 >
Gruppe B	[ 10 , 33.3 >
Gruppe C	[ 33.3 , 50 >
Gruppe D	[ 50 , 100 ]

**Tabell 4**

Grensene for gruppeintervallene er delvis samsvarende med stemmegrenser ved generalsforsamlinger, der 1/3 er grensen for blokkerende mindretall, mens 50% er grensen for simpelt flertall. Grensen ved 10% samsvarer med grensen for ”flaggeplikt”, i tillegg til at 10% også er grensen for hvor stor eierandel et aksjefond kan ha i hvilket som helst selskap. Videre er markedsverdien til de ulike selskapene indeksert til 100 ved starttidspunktet av hver tidsperiode. For alle analysene er selskap som har blitt introdusert eller tatt av børs i løpet av perioden utelatt fra datamaterialet.

Nullhypotesen for undersøkelsene er at den forventede utviklingen av markedsverdi for de ulike gruppene er like, dvs.  $H_0 = m_A = m_B = m_C = m_D$ , alternativet er at minst to av forventningene er ulike. Dersom denne hypotesen ikke forkastes, er det liten grunn til å legge vekt på gruppeforskjeller, da disse like gjerne kan skyldes tilfeldigheter. Det forutsettes videre at alle observasjonene har samme varians. Uten denne antakelsen er det vanskelig å trekke

generelle konklusjoner. Det brukes en *F-observator* for å teste hypotesen. Under forutsetning av normalfordelte observasjoner er sannsynlighetsfordelingen til F, dersom nullhypotesen er riktig, en såkalt *Fisher-fordeling*. For alle undersøkelsene benyttes det et signifikansnivå på 5%.

Det blir foretatt tilsvarende analyser for tre ulike tidsperioder: 2001 - 2004, 2002 – 2004 og 2003 – 2004. For hver av tidsperiodene utføres det to analyser, en som sammenlikner alle gruppene mot hverandre, og en som slår sammen de fire gruppene til to (A+B, C+D).

## 7.4.1 Resultater<sup>51</sup>

### 7.4.1.1 Tidsperiode 2001 – 2004

#### 7.4.1.1.1 Atskilte grupper

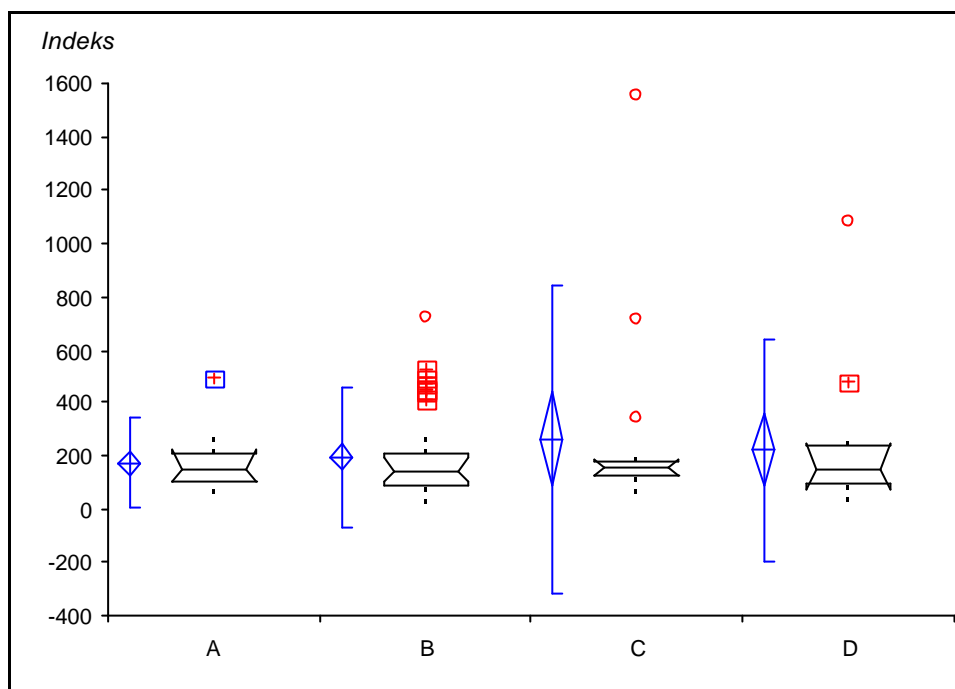
Datautskriften (tabell 5) under gir de størrelsene som trengs for å kunne sammenlikne gruppene. Som en ser er det inkludert totalt 100 datapunkter, eller selskap i denne analysen. En ser at gruppe B er den største gruppen med hensyn til antall selskap, mens gruppe D inneholder færrest selskap. Variansanalysen viser at den totale variasjonen hovedsakelig består av uforklart, eller tilfeldig variasjon, mens bare en liten andel kan forklares ut fra forskjeller mellom gruppene. Dette gir videre en lav F-verdi, og en ser at en ikke kan forkaste hypotesen om lik forventet verdiutvikling. Figur 7 illustrerer at gruppe C har høyest gjennomsnitt, men også størst varians. En ser imidlertid videre at konfidensintervallet (95%)

Alle grupper (2001-2004)						
Variansanalyse: en-faktor						
SAMMENDRAG						
Grupper	Antall	Sum	Gjennomsnitt	Varians		
A	22	3,780	171.84	10,790		
B	44	8,222	186.87	23,580		
C	18	4,712	261.78	125,644		
D	16	3,506	219.14	65,023		
Variansanalyse						
Variasjonskilde	SK	fg	GK	F	P-verdi	F-krit
Mellom grupper	99,101	3	33,034	0.7287	0.5373	2.6994
Innenfor grupper	4,351,816	96	45,331			
<b>Totalt</b>	<b>4,450,917</b>	<b>99</b>				

Tabell 5

<sup>51</sup> Detaljert deskriptiv statistikk for alle undersøkelsene finnes i appendiks

for alle gruppene er overlappende, som igjen illustrerer at det ikke er grunnlag for å forkaste nullhypotesen.



Figur 7

#### 7.4.1.1.2 Sammenslåtte grupper

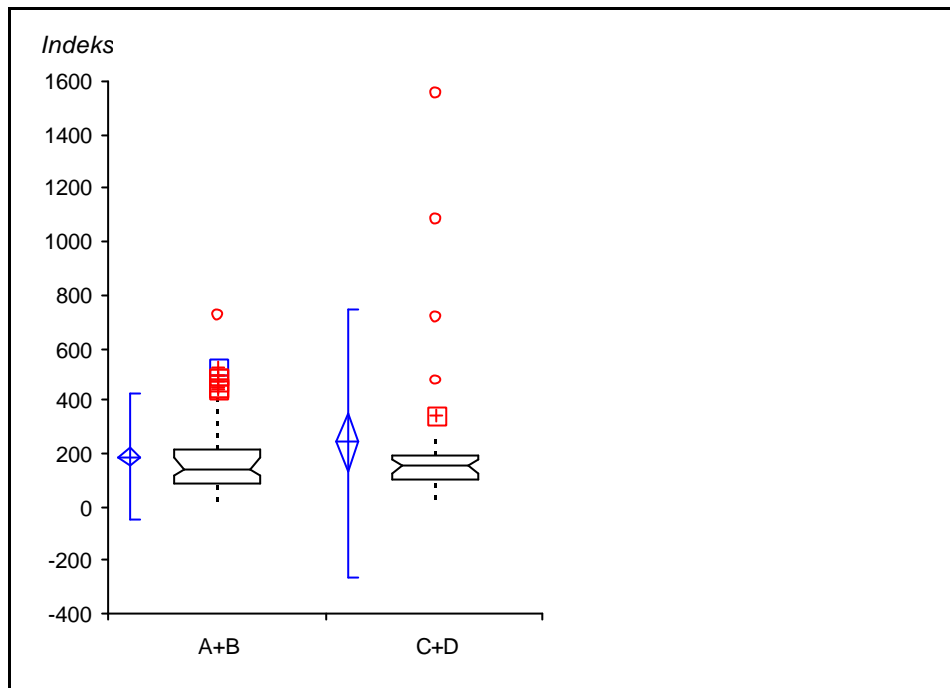
Data og forutsetninger for denne analysen er de samme som for analysen over. Forskjellen er imidlertid at antall grupper er redusert til to fra fire. Hensikten er å teste om en får andre resultater, ettersom en får et større antall selskap i hver gruppe, samt at forskjellene mellom konsentrert og diffust eierskap kommer tydeligere frem. Resultatene (se tabell 6) viser imidlertid at heller ikke her er det mulig å forkaste nullhypotesen om samme forventning ved 5% signifikansnivå. En ser at P-verdien er halvvvert i forhold til analysen over. Figur 8 illustrerer forventninger og konfidensintervall.

Sammenslåtte grupper (2001-2004)				
Variansanalyse: en-faktor				
SAMMENDRAG				
Grupper	Antall	Sum	Gjennomsnitt	Varians
A+B	67	12,529	187.00	20,620
C+D	34	8,218	241.71	94,748

Variansanalyse						
Variasjonskilde	SK	fg	GK	F	P-verdi	F-krit
Mellom grupper	67,505	1	67,505	1.4892	0.2252	3.9371
Innenfor grupper	4,487,595	99	45,329			
Totalt	4,555,099	100				

Tabell 6



Figur 8

#### 7.4.1.2 Senere tidsperioder

Tilsvarende analyser som over er også utført på datamaterialet for periodene 2002 – 2004 og 2003 – 2004<sup>52</sup>. Disse datasettene inneholder et større antall selskap enn det som ble benyttet i analysene over, henholdsvis 116 og 121 selskap. Større antall selskap i analysen øker kvaliteten, samtidig som kortere tidsperiode bidrar til det motsatte. Resultatene fra disse analysene stemmer godt overens med resultatene fra perioden 2001 – 2004. Og det kan således heller ikke for disse tidsperiodene påvises noen signifikante forskjeller mellom de ulike gruppene.

#### 7.4.2 Diskusjon

Ved bruk av variansanalyse er det ikke mulig å finne noen signifikante forskjeller i verdiutvikling mellom de ulike gruppene av selskap. Nullhypotesen om at den forventede verdiutviklingen for de ulike gruppene er like må derfor beholdes. Ut fra denne analysen er det altså verken mulig å påstå at det virker positivt eller negativt på et selskaps verdiutvikling at eierskapet er konsentrert, noe som er i strid med det klassiske synet fra prinsippal – agentteorien. Således antyder denne analysen at det i regresjonsanalysen i neste kapittel ikke vil kunne påvises noen signifikant sammenheng mellom grad av konsentrert eierskap og økonomiske prestasjoner, som er i tråd med hypotesen fremsatt i første kapittel.

<sup>52</sup> Analyseutskrifter finnes i appendiks

En av forutsetningene for variansanalyse modellen som er benyttet er at de ulike gruppene har felles varians. Fra undersøkelsene ser en at dette ikke nødvendigvis er tilfellet for gruppene som er valgt. Det er imidlertid ikke et stort problem, og har heller ingen påvirkning for konklusjonen.

## **7.5 Regresjonsanalyse: Konsentrasjon vs. økonomiske prestasjoner**

For å undersøke sammenhengen mellom eierkonsentrasjon og økonomiske prestasjoner blir det her utført en økonometrisk regresjonsanalyse. Selv om hovedvekten er lagt på lineær regresjon, er det også utført kvadratiske regresjonsanalyser. Dette for å lettere kunne sammenlikne med tidligere analyser. De ulike variablene og modell som blir benyttet blir diskutert. Det samme blir også potensielle økonometriske problemer.

### **7.5.1 Selskaps prestasjoner**

Et selskaps prestasjoner kan bedømmes ut fra mange ulike aspekter. For eksempel kan et viktig målepunkt være hvor mange arbeidsplasser som er blitt skapt over en tidsperiode, mens en annen måte å se dette på kan være ut fra graden av nye investeringer over en gitt periode. Etersom corporate governance, samt prinsipal – agent problematikken, er utgangspunktet for denne utredningen er det naturlig å fokusere på ”output relaterte” mål for prestasjon, og da spesielt ”outputs” som på en eller annen måte påvirker investor (prinsipalen). I denne sammenhengen velger jeg å fokusere på et mål for økonomiske prestasjoner som gjenspeiler investors verdiøkning, eller avkastning på innskutt kapital.

Demsetz og Lehn (1985) benyttet seg av *regnskapsmessig fortjeneste margin* som et mål på selskapets økonomiske prestasjoner, mens de fleste senere undersøkelser har benyttet seg av *Tobin's Q* ratioen. Andre alternativer som også har vært benyttet er *totalkapitalrentabilitet* (”return on total assets”) og *markedsavkastning på aksjen* (”market return on stock”). Tobin's Q angir markedsverdi av selskapets eiendeler delt på gjenkjøpsverdi, totalkapitalrentabilitet angir resultat etter skatt pluss renter etter skatt delt på bokført verdi av eiendelene, mens markedsavkastning på aksjen angir summen av kapitalgevinster og dividendeutbetalinger over en periode delt på markedsverdien på egenkapitalen i begynnelsen av perioden.

Dersom en sammenligner de ulike målene for økonomiske prestasjoner ser en at det er to viktige forskjeller. Den ene er tidsperspektivet, mens den andre går på hvem som egentlig måler prestasjon. Margin og rentabilitet er beregnet av ”regnskapsfolk” og baserer seg på historiske data, mens Tobin's Q og markedsavkastning hovedsaklig baserer seg på investorenes

tanker om fremtidig utvikling. Tanken om at en ønsker å måle økonomisk prestasjoner ut fra investorens ståsted taler for å velge Tobin's Q eller markedsavkastning. Begge disse målene bygger også indirekte på regnskapsdata, ettersom investorene delvis baserer sine forventninger om fremtiden på historiske regnskapsdata.

Ser en på forskjellen mellom Tobin's Q og markedsavkastning ser en at markedsavkastning bare tar høyde for egenkapitalinvestorens avkastning, mens Tobin's Q tar høyde for den totale kapitalen. I prinsippet vil disse målene være ekvivalent dersom det ikke eksisterer noen konflikter mellom aksjonærer og kreditorer. Imidlertid, ettersom corporate governance teorien også påpeker muligheten for slike konflikter, i tillegg til at det er eierne som best kan påvirke governance i bedriften, vil det likevel kunne være en forskjell mellom totalavkastning og egenkapitalavkastning.

I de fleste analyser der en ser på sammenhengen mellom corporate governance og økonomiske prestasjoner har Tobin's Q vært benyttet som mål for prestasjon. I den grad en har benyttet seg av flere ulike mål i de samme analysene, har det da også vist seg at den sterkeste og mest signifikante sammenhengen har blitt observert der en har benyttet Tobin's Q. Da jeg også ønsker å kunne sammenlikne resultatene fra denne utredningen med resultatene fra tidligere undersøkelser<sup>53</sup>, er det fordelaktig at Tobin's Q også her blir valgt som mål for variabelen.

Ettersom jeg mangler gjenkjøpsverdier for de ulike selskapenes eiendeler, blir Q tilnærmet til følgende uttrykk:

$$\text{Tobins } Q = \frac{\text{markedsverdi av eiendeler}}{\text{bokført verdi av eiendeler}},$$

der markedsverdi av eiendeler angir markedsverdi (børsverdi) av selskapets egenkapital, mens bokført verdi av egenkapital angir totale eiendeler i selskapets balanse. Dette er en alminnelig måte å tilnære seg Tobin's Q.

### **7.5.2 Eierskapskonsentrasjon**

Demsetz og Lehn (1985) baserer sitt mål på eierkonsentrasjon på andel aksjer eid av et selskaps viktigste aksjonærer. I sin studie undersøker de sammenhengen mellom eierkonsentrasjon og økonomiske prestasjoner ved å benytte seg av samlet eierandel for de 5 største aksjonærene og de 20 største aksjonærene, i tillegg til Herfindahls indeks. I tillegg til disse målene har det i tidligere studier også vært sett på eierandelen til den største aksjonærer i hvert selskap. Siden prinsippal – agentteorien ikke uthever noen av konsentrasjonsmålene til å

---

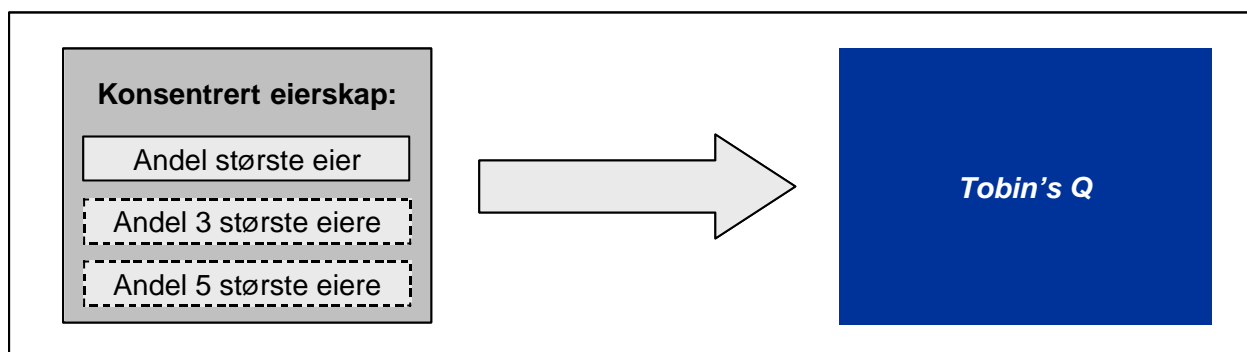
<sup>53</sup> Spesielt Bøhren og Ødegaard (2001b). Disse benyttet også Tobin's Q som mål på økonomiske prestasjoner



være teoretisk foretrukket fremfor de andre vil det være gunstig å benytte seg av flere av målene. Ettersom jeg ikke har data for den fullstendige eierstrukturen i hvert selskap, vil jeg i denne utredningen ikke benytte meg av Herfindahls indeks. Hovedfokus i denne undersøkelsen vil være på andelen til den største eieren i hvert selskap, men jeg vil også utføre analyse av sammenhengen mellom de 3 største, samt de 5 største aksjonærene.

### 7.5.3 Modell

Forholdet som skal undersøkes kan enkelt illustreres med følgende modell:



Figur 9

Både standard lineær regresjon og kvadratisk regresjon benyttes for å undersøke sammenhengen mellom eierskap og økonomiske prestasjoner. Regresjonslikningene blir da som følger:

$$(1) Q_i = b_1 + b_2 x_i + u_i$$

$$(2) Q_i = b_1 + b_2 x_i + b_3 x_i^2 + u_i,$$

der  $Q$  angir Tobin's Q,  $x$  angir andelen til største (evt. de 3 største eller 5 største) aksjonær(er) og  $i$  angir selskap.  $b_1$ ,  $b_2$  og  $b_3$  er parametrene som skal fremkomme fra regresjonene, mens  $u$  er et feilledd.

Generelt har en at nullhypotesen angir at det ikke er noen sammenheng mellom eierkonsentrasjon og Tobin's Q. Dette kan skrives som  $H_0: b_2 = b_3 = 0$ . Den alternative hypotesen ( $H_1$ ) foreslår at det er en sammenheng mellom disse variablene, med andre ord at minst en av koeffisientene er ulik 0. For alle regresjonsanalysene benyttes det gjennomgående 5% signifikansnivå.

### 7.5.4 Lineær regresjon

Jeg har utført lineære regresjonsanalyser for periodene 2000 – 2004 og 2002 – 2004, der den første perioden inneholder 319 datapunkter, mens den andre perioden består av 232 datapunkter. I tillegg har jeg også utført analyser for hvert av årene 2002, 2003 og 2004.

Som en ser fra tabell 7 foreslår resultatene fra alle regresjonsanalysene en negativ sammenheng mellom eierskapskonsentrasjon og Tobin's Q<sup>54</sup>. De observerte sammenhengene er imidlertid ikke signifikante for alle undersøkelsene. Bare perioden som inneholder det

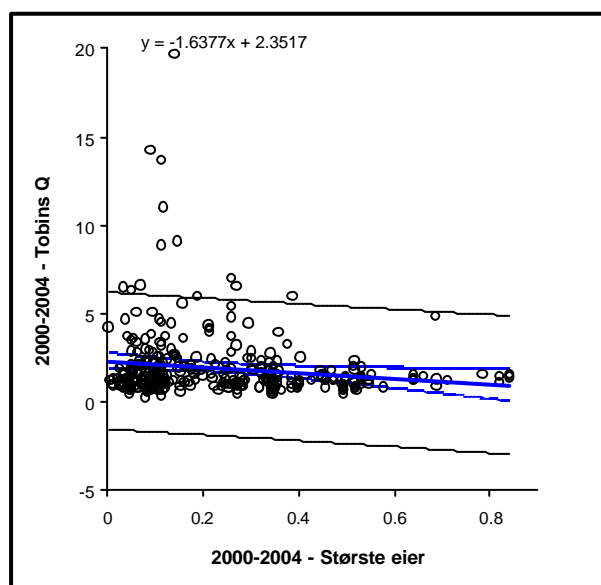
<sup>54</sup> Analyseutskrifter fra alle undersøkelsene finnes i appendiks

fullstendige datasettet viser signifikant sammenheng på et 1% nivå, mens regresjonen basert på 2002 – 2004 viser seg å være signifikant på et 5% nivå. Ingen av analysene basert på årlige data gir signifikante sammenhenger ved 5% signifikansnivå. Videre ser en at de 3 største og de 5 største aksjonærene i mindre grad enn den største aksjonæren alene, påvirker Tobins Q (lavere  $b_2$ ). Bortsett fra analysen basert på perioden 2002 - 2004 for de 5 største aksjonærene samlet, er de andre analysene signifikante på 5% nivå. Generelt kan en imidlertid kommentere at for alle regresjonsanalysene er *R-kvadrat* veldig lav, noe som innebærer at bare en liten del av et selskaps økonomiske prestasjoner kan forklares ut fra konsentrasjonen av eierskapet.

Tabell 7

	Beta -1	Beta - 2	P-verdi	R-kvadrat
<b>Largest</b>				
2000 - 2004	2.352	-1.638	0.005	0.024
2002 - 2004	2.269	-1.413	0.019	0.024
2002	1.320	-0.376	0.399	0.013
2003	2.337	-1.642	0.187	0.030
2004	2.690	-1.816	0.077	0.027
<b>3 largest</b>				
2000 - 2002	2.422	-1.219	0.011	0.020
2002 - 2004	2.321	-1.015	0.041	0.018
<b>5 largest</b>				
2000 - 2002	2.387	-0.959	0.036	0.014
2002 - 2004	2.284	-0.786	0.102	0.012

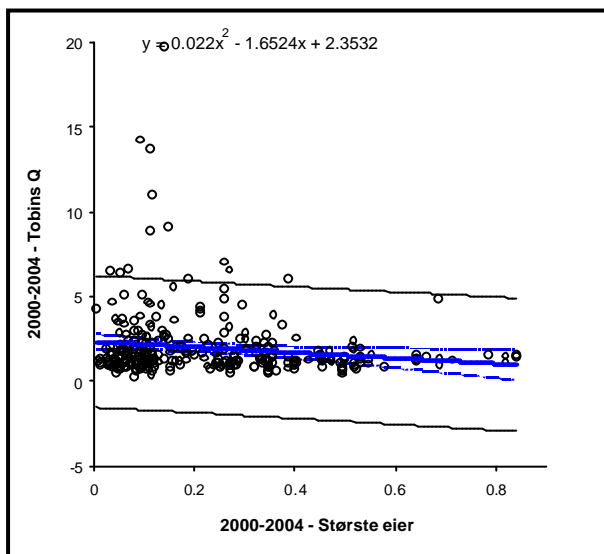
Basert på perioden 2000 – 2004 får en ut fra regresjonsanalysen at sammenhengen mellom Tobin's Q og eierkonsentrasjon er som følger:  $Q_i = 2.35 - 1.64x_i$ . Det vil si at dersom største eier øker sin eierandel med 10% så reduseres Tobin's Q med 0.16 (se figur 10).



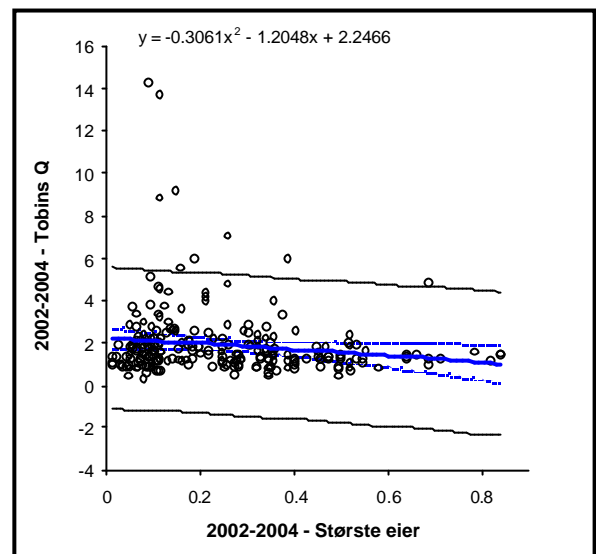
Figur 10

### 7.5.5 Kvadratisk regresjon

Tilsvarende McConnell og Servaes (1990) har jeg også utført kvadratisk regresjonsanalyse for de samme periodene som for lineære regresjon over. Figur 11 og 12 viser de estimerte regresjonslinjene for datasettene basert på 2000 – 2004 og 2002 – 2004. Fra disse kan det igjen observeres en klar negativ sammenheng mellom eierkonsentrasjon og Tobin's Q, og det ser ikke ut som det er hensiktsmessig å anvende kvadratisk regresjon i dette tilfellet da regresjonslinjen likevel er tilnærmet lineær. Regresjonsanalysene viser videre at ingen av koeffisientene er signifikante ulik null.<sup>55</sup>



Figur 11



Figur 12

### 7.5.6 Diskusjon og konklusjon

På samme måte som Bøhren og Ødegaard (2001b), som baserer sine analyser på data fra 1989-1997, finner jeg med et nyere datasett (2000 – 2004) at det er en signifikant negativ sammenheng mellom konsentrert eierskap og Tobin's Q. Dette resultatet stiller seg også i rekken av flere senere internasjonale studier som har kommet frem til et motsatt resultat enn det den tradisjonelle agentteorien foreslår. Tilsvarende finner jeg også en negativ sammenheng mellom konsentrert eierskap og Tobin's Q dersom jeg benytter kvadratisk regresjon. Men som Bøhren og Ødegaard (2001b) gir ikke den kvadratiske regresjonen signifikante resultater, noe som antyder at en lineær tilnærming er mer hensiktsmessig.

En signifikant negativ sammenheng mellom konsentrert eierskap og økonomisk prestasjon ble funnet til tross for at variansanalysen i forrige kapittel antydte at det ikke var noen sammenheng mellom de to variablene. På samme måte som en ser i flere tidligere

undersøkelser, blant annet hos Bøhren og Ødegaard (2001b), finner en at valg av mål for økonomiske prestasjoner har mye å si i forhold til hvor sterke resultater en finner. Fra min analyse ser en dermed at ved å benytte Tobin's Q kan en påvise en sammenheng som en ikke finner ved å benytte kun børskursutvikling som mål. Dette er også på linje med resultater fra andre undersøkelser.

Det kan være verdt å kommentere at datamaterialet kan inneholde svakheter. En slik svakhet er at datapunktene på eierstruktur kan være misvisende ettersom enkelte eiere kan ha spredd sine aksjer på flere nærstående parter. Dette vil resultere i at største aksjonær kan være oppført med en mindre aksjepost enn det som er det faktiske tilfellet. Videre kan enkelte aksjonærer ha plassert deler av sine aksjer på ulike utenlandske nomineekonti. Imidlertid vil dette antakeligvis ikke utgjøre et stort problem da norske aksjonærer ikke har mulighet til å plassere sine aksjer på denne måten i henhold til norsk lov.

Ellers er det også verdt å merke seg at standardmodellen for regresjon bygger på en rekke antakelser. Dersom disse ikke er tilfredsstillende vil ikke standardmodellen være den mest hensiktsmessige å benytte<sup>56</sup>. Større avvik fra forutsetningene kan det ofte være mulig å avsløre når observasjonene analyseres (spesielt residualene), mens mindre avvik fra forutsetningene som regel neppe vil ha konsekvenser for de konklusjoner som skal trekkes på grunnlag av denne.

En viktig antakelse er at den forventede verdien av alle residualene skal være lik 0. Dette betyr at residualene skal variere tilfeldig omkring null, noe en observerer er tilfellet dersom en studerer grafen til venstre i figur 13. Videre støtter samme graf også opp under at forutsetningen om konstant varians for residualene er tilfredsstillende, mens grafen til høyre tyder på at antakelsen om normalfordelte feilledd er fornuftig.

Ettersom analysen utført på datasettet fra perioden 2000 – 2004<sup>57</sup> er den som gir den mest signifikante sammenhengen, er det naturlig å stille spørsmål om residualleddene kan være seriekorrelert (autokorrelasjon), ettersom datasettet inneholder datapunkter fra enkelte selskaper over flere år. Dersom dette er tilfellet kan en ikke anta at feilleddene er uavhengige, noe som er en annen forutsetning for standardregresjonsmodellen. *Durbin-Watson's test* er den testen som vanligvis benyttes for å teste hvorvidt autokorrelasjon foreligger. Denne forestiller seg at alternativet til hypotesen om uavhengighet er første ordens autokorrelasjon. Ved beregning av Durbin-Watson testobservator (D) basert på residualene fra analysen finner en at

---

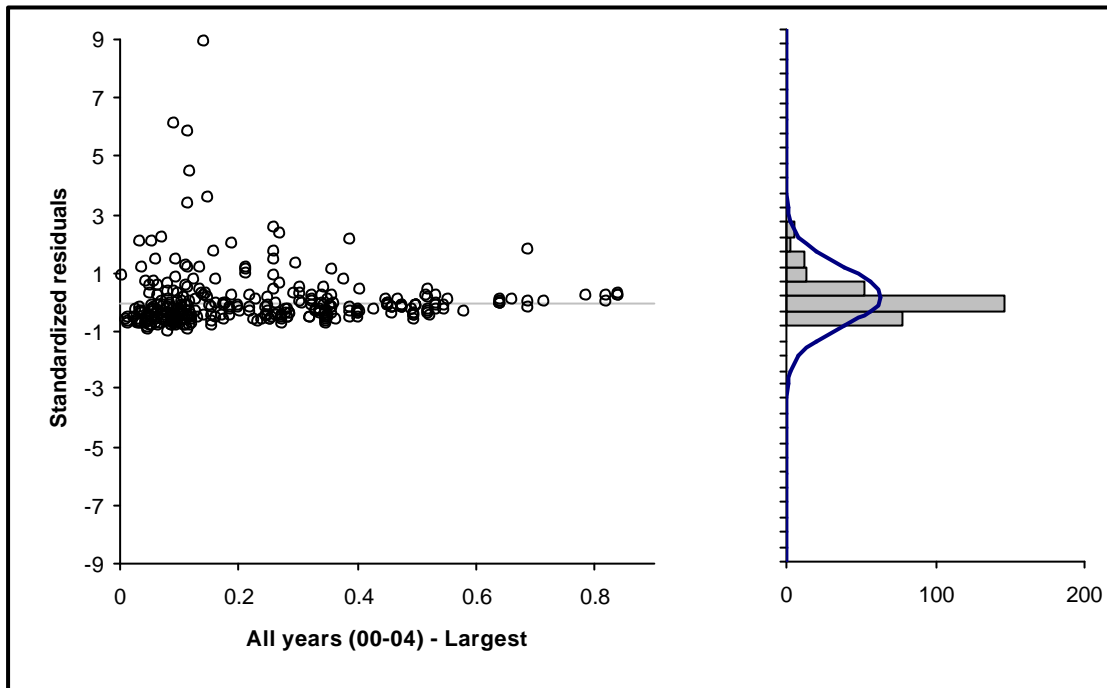
<sup>55</sup> Se appendiks for analyseutskifter

<sup>56</sup> Jf. Gauss-Markovs teorem og vilkår

<sup>57</sup> Det samme gjelder for datasettet 2002-2004

D i dette tilfellet er 1.86. Ved 5% signifikansnivå gir det en klar indikasjon på at hypotesen om uavhengighet er rimelig, og at autokorrelasjon ikke foreligger.

Alt i alt tyder dette på at antakelsene for standardmodellen for regresjon stort sett er tilfredsstillende og at det er fornuftig å benytte denne modellen for denne analysen.



Figur 13

## 8 KONKLUSJON

Slik det fremkommer av denne utredningen er det knyttet både fordeler og ulemper til konsentrert eierskap. Dersom en benytter Aker som et eksempel er det vanskelig å argumentere mot at eierstrukturen i dette selskapet har hatt betydning for verdiutviklingen av systemet sett under ett. Det konsentrerte eierskapet har vært avgjørende for å utøve et aktivt eierskap, som igjen har bidratt til økt fleksibilitet og effektivitet. Mange vil hevde at dette har vært en forutsetning for å kunne føre selskapet der det er i dag og at det har vært positivt for selskapets økonomiske prestasjoner. Samtidig ser en også hvordan det dominerende eierskapet har ledet til en rekke konflikter både mellom ulike aksjonærer og mellom aksjonærer og ledelsen. Det som imidlertid er viktig å legge merke til er hvordan de siste års fokus på corporate governance også i dette selskapet har bidratt til en langt mer positiv holdning til selskapet, både blant minoritetsaksjonærer og i samfunnet ellers.

Til tross for at det konsentrerte eierskapet sannsynligvis har bidratt til en positiv verdiutvikling for Aker-systemet, viser de kvalitative undersøkelsene at en slik eierstruktur generelt bidrar til å redusere selskapsverdien. Regresjonsanalysen av konsentrert eierskap i forhold til Tobin's Q viser at det er en signifikant negativ sammenheng mellom de to variablene. Disse resultatene gir heller ikke støtte til hypotesen fremsatt i kapittel 1 om at denne sammenhengen skulle være mindre basert på mine analyser enn det Bøhren og Ødegaard (2001b) fant i sine analyser. Fra den kvadratiske analysen finner jeg en større regresjonskoeffisient (målt i absolutt verdi) enn det Bøhren og Ødegaard (2001b) fant. Dette tilsier at det ikke er mulig å påstå at det økte fokuset har bidratt til å redusere ulempene med konsentrert eierskap. Likevel ser enn at forklaringsgraden ( $R^2$ ) er marginalt mindre i mine analyser enn det Bøhren og Ødegaard fant, noe som indikerer at Tobin's Q i mindre grad kan forklares ut fra graden av konsentrert eierskap. Da disse verdiene ikke er signifikant forskjellig er det imidlertid ikke noen grunn til å legge vekt på dem.

Det kan være mange årsaker til at hypotesen ikke stemmer. Resultatet kan være preget av at perioden dataene er hentet fra har vært en typisk oppgangstid, og at det ville fremkommet andre resultater dersom markedet hadde gått andre veien. Ellers kan det hende at resultatet er sterkt knyttet til ulike eiertyper. Det har blitt hevdet at flere av fordelene med konsentrert eierskap ikke blir utnyttet til fulle i de selskapene der staten er største eier. Som nevnt tidligere i oppgaven har flere statlige eide selskap, der staten fremdeles er dominerende eiere, blitt introdusert på børs de senere årene. Statoil og Telenor er de to største selskapene i denne kategorien. Datamaterialet som mine analyser bygger på viser blant annet at begge

disse selskapene hadde Tobin's Q verdier som lå betydelig under gjennomsnittet for alle de børsnoterte selskapene.

En annen mulig årsak til at mine analyser ikke ga støtte til hypotesen kan være fordi det ikke er tilstrekkelig lang nok tid mellom de to periodene som Bøhren og Ødegaards analyser og mine analyser bygger på. Muligens tar det lengre tid før corporate governance fokuset slår ut på selskapsverdiene. Ellers er det også mulig at all oppmerksomheten rundt temaet ennå ikke har bidratt til konkret handling hos selskapene, og at dette først vil skje etter at Norsk Anbefaling blir tatt i bruk. Ut fra diskusjonene rundt lovgivning og corporate governance anbefalinger i denne utredningen skulle en imidlertid anta at minoritetsaksjonærenes rettigheter burde være godt beskyttet. Således vil det være interessant å foreta tilsvarende analyser om noen år for å undersøke hvorvidt hypotesen da vil bli bekreftet.



## Litteratur

**Barca, Fabrizio og Marco Brecht (2001)**

*"The control of corporate Europe"*, Oxford University Press

**Berle, Adolf A og Gardiner C Means (1932)**

*"The modern corporation and private property"*, Harcourt, Brace & World, Inc. Reprinted 1991 by Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, USA

**Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard (2000)**

*"The ownership structure of Norwegian firms: Characteristics of an outlier"*, Research Report nr. 13/2000, Norwegian School of Management

**Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard (2001a)**

*"Corporate governance and economic performance: A closer look"*, Institutt for finansiell økonomi, Handelshøyskolen BI

**Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard (2001b)**

*"Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms"*, Institutt for finansiell økonomi, Handelshøyskolen BI

**Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard (2002)**

*"Norsk eierskap: Særtrekk og sære trekk"*, Institutt for finansiell økonomi, Handelshøyskolen BI

**Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard (2004)**

*"Governance and performance revisited"*, Institutt for finansiell økonomi, Handelshøyskolen BI

**Burkart, Mike, Dennis Gromb og Fausto Panunzi (1997)**

*"Large shareholders, monitoring, and the value of the firm"*, Quarterly Journal of Financial Economics, 112:693-728

**Cho, Myeong-Hyeon (1998)**

*"Ownership structure, investment and the corporate value: An empirical analysis"*, Journal of Financial Economics, 47:103-121

**Coase, Ronald (1937)**

*"The nature of the firm"*, *Economica*, 4, 386-405

**Coombes, Paul og Simon Chiu-Yin Wong (2004)**

*"Why codes of governance work"*, McKinsey Quarterly 2004 number 2: 48-53

**Davies, J.R., David Hillier og Patrick McColgan (2002)**

*"Ownership Structure, Managerial Behaviour and Corporate Value"*, Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow

**Demsetz, Harold (1983)**

*"The structure of ownership and the theory of the firm"*, Journal of Law and Economics, 26:375–390

**Demsetz, Harold og Kenneth Lehn (1985)**

*"The structure of corporate ownership: Causes and consequences"*, Journal of Political Economy 93:1155–1177

**Demsetz, Harold og Bel'en Villalonga, (2002)**

*"Ownership structure and corporate performance"*, Journal of Corporate Finance, 7:209–233

**Dougherty, Christopher (2002)**

*"Introduction to econometrics"*, Oxford University Press

**Fama, Eugene F (1980)**

*"Agency problems and the theory of the firm"*, Journal of Political Economy, 88:288–298, 306–307

**Fama, E. og M. Jensen (1983)**

*"Separation of ownership and control"*, Journal of Law and Economics, 26, 301-325

**Franks, Julian og Colin Mayer (1994)**

*"The ownership and control of German corporations"*, Manuscript, London Business School

**Grant, Jeremy og Thomas Kirchmaier (2004)**

*"Corporate Ownership Structure and Performance in Europe"*, Centre for Economic Performance London School of Economics and Political Science

**Grossman, Sanford og Oliver Hart (1986)**

*"The cost and benefit of ownership: A theory of vertical and lateral integration"*, Journal of Political Economy, 94, 691 – 719

**Grossman, Sanford og Oliver Hart (1986)**

*"One share-one vote and the market for corporate control"*, Journal of Financial Economics, 20, 175-202

**Jensen, M. C. og W. H. Meckling (1976)**

*"Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure"*, Journal of Financial Economics, 3:305-360

**Kjørnes, Arne Didrik og Tore Lerheim (2005)**

*"Corporate governance and directors' duties 2005, Norway"*, Global council handbook

**La Porta, Rafael, Florencio de Silanes, Andrei Shleifer og Robert W. Vishny (1998)**

*"Law and finance"*, Journal of Political Economy, 106:1113-1155

**Lehmann, Erik og Jürgen Weigand (2000)**

*"Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany"*, European Finance Review, 4:157-195

**Lenth, Borger A. (1999)**

*"Undersøkelse av visse forhold i Aker RGI"*, Aker RGI

**Lillestøl, Jostein (1997)**

*"Sannsynlighetsregning og statistikk med anvendelser"*, Cappelen Akademisk Forlag

**McConnell, John J og Henri Servaes (1990)**

*"Additional evidence on equity ownership and corporate value"*, Journal of Financial Economics, 27:595-612

**Morck, Randall, Andrei Shleifer og Robert W Vishny (1988)**

*"Management ownership and market valuation: An empirical analysis"*, Journal of Financial Economics, 20:293-315

**Myers, S. C. og Majluf, N. C. (1984)**

*"Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have"*, Journal of Financial Economics 13: 187-222

**Shivdasani, Anil (1993)**

*"Board composition, ownership structure, and hostile takeovers"*, Journal of Accounting and Economics, 16, 167-198

**Shleifer, A. og R. Vishny (1986)**

*"Large shareholders and corporate control"*, Journal of Political Economy 94(3), 461-488

**Shleifer, A. og R. Vishny (1995)**

*"A survey of corporate governance"*, Working paper, University of Chicago

**Shleifer, Andrei og Robert W. Vishny (1996)**

*"A survey of Corporate Governance"*, NBER working paper series, National Bureau of Economic Research

**Tirole, Jean (2001)**

*"Corporate governance"*, Econometrica, 69(1): 1-35

**Yafeh, Yishay og Oved Yosha (1996)**

*"Large shareholders and banks: Who monitors and how?"*, Manuscript, Hebrew University, Jerusalem, Israel

## **Andre kilder:**

Aftenposten, diverse avisutklipp

Aker 2004, Årsrapport

Aksjonærforeningen i Norge, Den norske Revisorforening, Eierforum, Finansnæringens, Hovedorganisasjon, Norske Finansanalytikeres Forening, Næringslivets Hovedorganisasjon, Norske Pensjonskassers Forening, Oslo Børs, Verdipapirfondenes Forening (2004),  
"Norsk anbefaling eierstyring og selskapsledelse"

Cadbury report, "The financial aspects of corporate governance", LSE, 1992

Dagens Næringsliv, diverse avisutklipp

Federation of European Security Exchanges (2002)  
"Share ownership structure in European

Norges Høyesterett, Diverse dommer

Norges offentlige utredninger, "NOU 1996:2", "NOU 1996: 3"

Norges Lover

Norsk RegnskapsStiftelse (NRS) "Foreløpig Norsk Regnskapsstandard"

Nærings- og Handelsdepartementet, "Stortingsmelding 22 (2001-2002)"

Odelstinget, diverse odelstingsproposisjoner

Oslo Børs, "Facts and figures 2005"

Årsrapporter for norske børsnoterte selskap: 2001-2004

## Appendiks

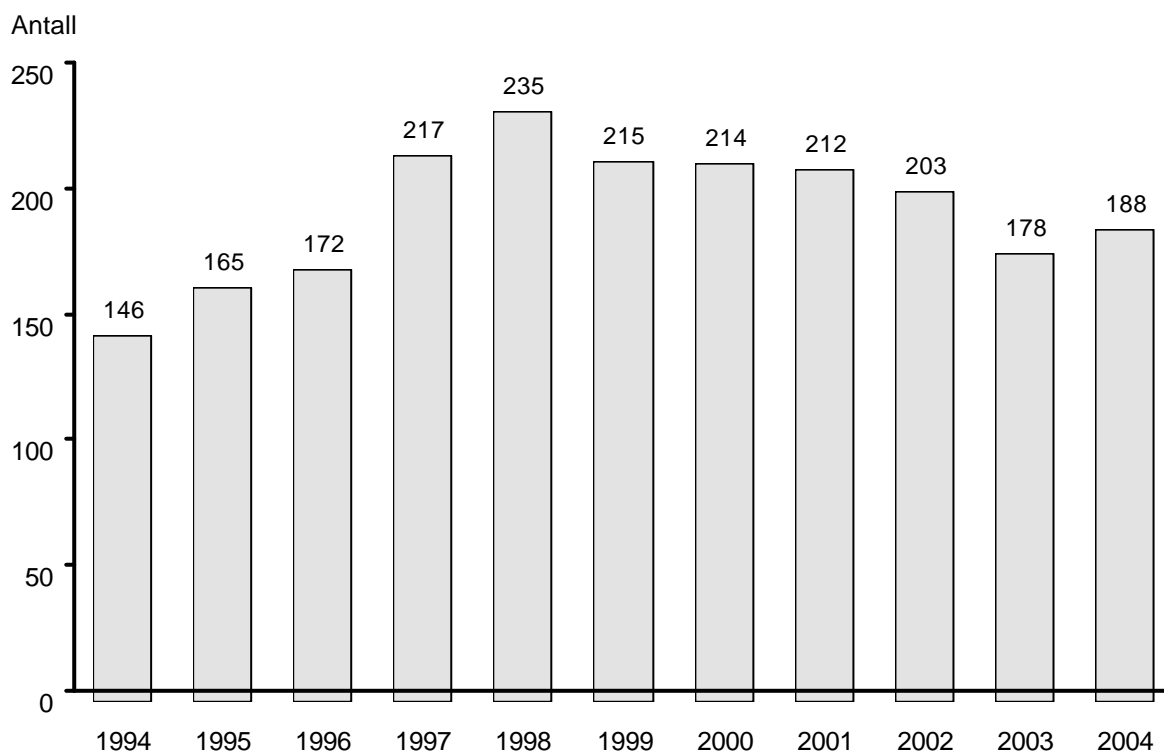
1. Aksjonærstruktur i utvalgte europeiske land
2. Noterte selskaper Oslo Børs 1994 – 2004
3. Norsk anbefaling eierstyring og selskapsledelse
4. Eierforums 10 bud for godt styrearbeid
5. Statens 10 prinsipper for godt eierskap
6. Oversikt over corporate governance mekanismer
7. Skjematisk oversikt over veien til fusjon (AMA – KVI)
8. Resultater fra Bøhren og Ødegaard (2001b)
9. Analyseresultater – variansanalyser
10. Analyseresultater – regresjonsanalyser

## Appendiks 1: Aksjonærstruktur i utvalgte europeiske land

Aksjonærstruktur % av markedsverdi (1999-2001)														
Sektor	Danmark	Finland	Frankrike	Hellas	Italia	Norge	Polen	Portugal	Slovenia	Spania	Sverige	Tyskland	UK	Gj.snitt
Offentlig	6.9%	8.0%	6.5%	0.0%	14.7%	<b>24.6%</b>	29.8%	12.0%	24.5%	0.1%	9.4%	6.4%	0.0%	11.0%
Finansinstitusjoner	26.4%	2.0%	28.5%	16.9%	19.9%	<b>16.1%</b>	9.3%	12.6%	26.5%	14.4%	28.0%	18.0%	47.3%	20.5%
Private foretak	19.0%	9.1%	20.8%	28.1%	24.9%	<b>17.4%</b>	0.0%	28.0%	21.2%	20.3%	10.3%	40.1%	2.9%	18.6%
Privatpersoner	15.9%	7.3%	7.7%	31.1%	25.2%	<b>7.7%</b>	20.2%	3.7%	23.1%	30.5%	13.1%	15.6%	16.0%	16.7%
Utlendinger	26.3%	73.6%	36.5%	21.6%	15.3%	<b>34.1%</b>	39.2%	24.9%	4.7%	34.7%	38.6%	19.9%	32.4%	30.9%
Ukjent	5.5%	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%	<b>0.1%</b>	1.5%	18.8%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	1.4%	2.3%
<b>Totalt</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Kilde: Federation of European Securities Exchanges (FESE), 2002

## Appendiks 2: Noterte selskaper Oslo Børs 1994 – 2004



Kilde: Oslo Børs

## **Appendiks 3: Norsk anbefaling eierstyring og selskapsledelse**

*(Utgitt 7. desember 2004)*

### **1. Redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse**

Styret skal påse at selskapet har god eierstyring og selskapsledelse. Styret skal gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Dersom denne anbefalingen ikke er fulgt, skal det forklares. Styret bør klargjøre selskapets verdigrunnlag og i samsvar med dette utforme etiske retningslinjer.

### **2. Virksomhet**

Selskapets virksomhet bør tydeliggjøres i vedtektene. Innen rammen av vedtektene bør selskapet ha klare mål og strategier for sin virksomhet. Vedtektenes formålsparagraf og selskapets mål og hovedstrategier bør fremgå av årsrapporten.

### **3. Selskapskapital og utbytte**

Selskapet bør ha en egenkapital som er tilpasset mål, strategi og risikoprofil. Styret bør utarbeide en klar og forutsigbar utbyttepolitikk som grunnlag for de utbytteforslag som fremmes for generalforsamlingen. Utbyttepolitikken bør gjøres kjent. Styrefullmakt til å foreta kapitalforhøyelse bør begrenses til de nærmeste formål og bør ikke gis for et tidsrom lenger enn frem til neste ordinære generalforsamling. Tilsvarende gjelder styrefullmakter til kjøp av egne aksjer.

#### **4. Likebehandling av aksjeeiere og transaksjoner med nærstående**

Selskapet bør ha kun én aksjeklasse. Dersom eksisterende aksjeeieres fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser fravikes, skal det begrunnes. Selskapets transaksjoner i egne aksjer bør foretas på børs eller på annen måte til børskurs. Dersom det er begrenset likviditet i aksjen, bør kravet til likebehandling vurderes ivaretatt på andre måter. Ved ikke uvesentlige transaksjoner mellom selskapet og aksjeeier, styremedlem, ledende ansatte eller nærstående av disse, bør styret sørge for at det foreligger en verdivurdering fra en uavhengig tredjepart. Det samme gjelder ved transaksjoner mellom selskaper i samme konsern der det er minoritetsaksjonærer. Selskapet bør ha retningslinjer som sikrer at styremedlemmer og ledende ansatte melder fra til styret hvis de direkte eller indirekte har en vesentlig interesse i en avtale som inngås av selskapet.

#### **5. Fri omsettelighet**

Aksjer i børsnoterte selskaper skal i prinsippet være fritt omsettelige. Det bør derfor ikke vedtektsfestes noen form for omsetningsbegrensninger.

#### **6. Generalforsamling**

Styret bør legge til rette for at mest mulig aksjeeiere kan utøve sine rettigheter ved å delta i selskapets generalforsamling, og at generalforsamlingen blir en effektiv møteplass for aksjeeiere og styret, blant annet ved å påse at:

- saksdokumenter til generalforsamlingen, inkludert valgkomiteens innstilling, sendes aksjeeierne senest to uker før generalforsamlingen avholdes
- saksdokumentene skal være utførlige nok til at aksjeeierne kan ta stilling til alle saker som skal behandles
- påmeldingsfristen settes så nær møtet som mulig
- aksjeeiere som ikke selv kan delta, kan stemme ved bruk av fullmakt
- styret, valgkomiteen og revisor er til stede i generalforsamlingen
- det foreligger rutiner som sikrer en uavhengig møteledelse i generalforsamlingen



## **7. Valgkomité**

Selskapet bør ha en valgkomité, valgt av generalforsamlingen. Valgkomité bør vedtektsfestes. Valgkomiteen bør sammensettes slik at brede aksjeeierinteresser blir representert. Flertallet i valgkomiteen bør være uavhengig av styret og den daglige ledelsen. Minst ett medlem av valgkomiteen bør ikke være medlem av bedriftsforsamlingen, representantskapet eller styret. Maksimalt ett medlem av valgkomiteen bør være styremedlem og bør da ikke stille til gjenvalg. Daglig leder eller andre representanter for den daglige ledelsen bør ikke være medlem av komiteen. Valgkomiteen foreslår kandidater til bedriftsforsamling og styre og honorarer for medlemmene av disse organer. Valgkomiteens innstilling bør begrunnes. Selskapet bør informere om hvem som er medlemmer av komiteen og eventuelle frister for å fremme forslag til komiteen.

## **8. Bedriftsforsamling og styre, sammensetning og uavhengighet**

Bedriftsforsamlingen bør sammensettes med sikte på bred representasjon av selskapets aksjeeiere. Styret bør sammensettes slik at det kan ivareta aksjonærfellesskapets interesser, og selskapets behov for kompetanse, kapasitet og mangfold. Det bør tas hensyn til at styret kan fungere godt som et kollegialt organ. Styret bør sammensettes slik at det kan handle uavhengig av særinteresser. Minst halvparten av de aksjeeiervalgte medlemmene bør være uavhengige av selskapets daglige ledelse og vesentlige forretningsforbindelser. Minst to av de aksjeeiervalgte medlemmene bør være uavhengige av selskapets hovedaksjeeiere. Representanter fra den daglige ledelsen bør ikke være medlem av styret. Dersom slike representanter er styremedlem, bør det begrunnes og få konsekvenser for organiseringen av styrets arbeid, herunder bruk av styrekomiteer for å bidra til en mer uavhengig forberedelse av styresaker, jf. punkt 9. Styrets leder bør velges av generalforsamlingen hvis ikke vedkommende velges av bedriftsforsamlingen. Styremedlemmer bør ikke velges for mer enn to år av gangen. I årsrapporten bør styret opplyse om forhold som kan belyse styremedlemmenes kompetanse og kapasitet samt hvilke styremedlemmer som vurderes som uavhengige. Styremedlemmer bør oppfordres til å eie aksjer i selskapet.

## **9. Styrets arbeid**

Styret bør fastsette en årlig plan for sitt arbeid med særlig vekt på mål, strategi og gjennomføring. Styret bør fastsette instruksjoner for styret og for den daglige ledelsen med særlig vekt på klar intern ansvars- og oppgavefordeling.

Styret skal påse at selskapet har god intern kontroll i forhold til de bestemmelser som gjelder for virksomheten, herunder selskapets verdigrunnlag og etiske retningslinjer.

Styret bør informere i årsrapporten om hvordan internkontrollen er organisert.

Det bør velges en nestleder som kan fungere når styrelederen ikke kan eller bør lede styrets arbeid. Styret bør vurdere bruk av styrekomiteer for å bidra til grundig og uavhengig behandling av saker som gjelder finansiell rapportering og godtgjørelse til ledende ansatte. Slike komiteer bør bestå av styremedlemmer som er uavhengige av den daglige ledelsen. Styret bør informere om eventuell bruk av styrekomiteer i årsrapporten. Styret bør evaluere sitt arbeid og sin kompetanse årlig.

## **10. Godtgjørelse til styret**

Godtgjørelsen til styret bør reflektere styrets ansvar, kompetanse, tidsbruk og virksomhetens kompleksitet. Godtgjørelse til styret bør ikke være resultatavhengig. Opsjoner bør ikke utstedes til styremedlemmer. Styremedlemmer, eller selskaper som de er tilknyttet, bør ikke påta seg særskilte oppgaver for selskapet i tillegg til styrevervet. Dersom de likevel gjør det, bør hele styret være informert. Honorar for slike oppgaver bør godkjennes av styret. Det bør informeres om alle godtgjørelser til styremedlemmene i årsrapporten. Dersom det har vært gitt godtgjørelser utover vanlig styrehonorar, bør det spesifiseres.

## **11. Godtgjørelse til ledende ansatte**

Styret bør fastsette retningslinjer for godtgjørelse til ledende ansatte. Retningslinjene bør fremlegges for generalforsamlingen til orientering. Fastsetting av lønn og annen godtgjørelse til daglig leder bør foretas av styret i møte. Rammer for opsjonsordninger og ordninger om tildeling av aksjer til ansatte, bør forhåndsgodkjennes av generalforsamlingen. Forslag om opsjonsrammer bør omfatte tildelingskriterier, virkelig verdi av opsjonsordningene, regnskapsmessige konsekvenser for selskapet og potensielle utvanningseffekter. Alle elementer av godtgjørelse til daglig leder og samlet godtgjørelse for øvrige ledende ansatte bør fremgå av årsrapporten.

## **12. Informasjon og kommunikasjon**

Styret bør fastsette retningslinjer for selskapets rapportering av finansiell og annen informasjon basert på åpenhet og under hensyn til kravet om likebehandling av aktørene i verdipapirmarkedet. Selskapet bør årlig publisere oversikt over datoer for viktige hendelser som generalforsamling, publisering av delårsrapporter, åpne presentasjoner, utbetaling av eventuelt utbytte med mer. Informasjon til selskapets aksjeeiere bør legges ut på selskapets internettside samtidig som den sendes aksjeeierne. Styret bør fastsette retningslinjer for selskapets kontakt med aksjeeiere utenfor generalforsamlingen.

## **13. Overtakelse**

Styret bør ikke uten særlige grunner søke å forhindre eller vanskeliggjøre at noen fremsetter tilbud på selskapets virksomhet eller aksjer. Dersom det fremsettes et tilbud på selskapets aksjer, bør ikke selskapets styre utnytte emisjonsfullmakter eller treffe andre tiltak som søker å hindre gjennomføringen av tilbudet, uten at dette er godkjent av generalforsamlingen etter at tilbudet er kjent. Transaksjoner som i realiteten innebærer avhendelse av virksomheten bør besluttes av generalforsamlingen, bortsett fra i de tilfeller hvor disse beslutninger etter loven skal treffes av bedriftsforsamlingen.

## **14. Revisor**

Revisor bør årlig fremlegge for styret hovedtrekkene i en plan for gjennomføring av revisjonsarbeidet. Revisor bør delta i styremøter som behandler årsregnskapet. I møtene bør revisor gjennomgå eventuelle vesentlige endringer i selskapets regnskapsprinsipper, vurdering av vesentlige regnskapsestimater og alle vesentlige forhold hvor det har vært uenighet mellom revisor og administrasjonen. Revisor bør minst en gang i året gjennomgå med styret selskapets interne kontroll, herunder identifiserte svakheter og forslag til forbedringer. Styret og revisor bør ha minst ett møte i året uten at daglig leder eller andre fra den daglige ledelsen er til stede. Styret bør fastsette retningslinjer for den daglige ledelsens adgang til å benytte revisor til andre tjenester enn revisjon. Revisor bør årlig gi styret en skriftlig bekreftelse på at revisor oppfyller fastsatte uavhengighetskrav. I tillegg bør revisor gi styret en oversikt over andre tjenester enn revisjon som er levert til selskapet. I ordinær generalforsamling bør styret orientere om revisors godtgjørelse fordelt på revisjon og andre tjenester.

## **Appendiks 4: Eierforums 10 bud for godt styrearbeid**

1. Styrets rolle skal bygge på prinsippet om uavhengighet i forhold til administrasjonen.
2. Styrets rolle skal bygge på prinsippet om likebehandling og ansvarlighet overfor alle aksjonærer.
3. Formålsparagrafen skal være veldefinert i selskapets vedtekter. Styret har et spesielt ansvar for å etablere mål, foreta strategiske veivalg og evaluere oppnåelsen av disse.
4. Styret bør på selvstendig grunnlag kartlegge og dokumentere hvilken kompetanse styret som helhet, og de enkelte styremedlemmer, bør ha og formidle dette til relevante aksjonærorganer. Styret bør etablere målsetninger for styrets og de enkelte medlemmers arbeid og jevnlig evaluere arbeidet opp mot disse målsetninger. Ethvert styremedlem plikter å være bevisst i vurdering av egen inhabilitet og skal opplyse styret om mulige interessekonflikter.
5. Styrets og administrasjonens kompensasjon bør både i form og størrelse reflektere deres ansvar og bidrag til den langsiktige verdiskapning på en hensiktsmessig måte.
6. Selskapets aksjer bør være fritt omsettelige. Aktiviteter som styrker likviditeten i selskapets aksjer vurderes som positive og bør baseres på prinsippet om én aksje - én stemme.
7. Ved mulige oppkjøps- og restruktureringssituasjoner påhviler det styret særlig aktsomhet slik at samtlige aksjonærers verdier og interesser blir ivaretatt.
8. Det er en hovedoppgave for styret å påse at virksomheten drives på grunnlag av en optimal kapitalstruktur. Egenkapitaltransaksjoner, herunder emisjonsfullmakter, skal være vel begrunnet når det gjelder omfang, form og valg av tidspunkt. Utbyttepolitikken skal være forutsigbar.
9. Styret skal påse at selskapets informasjonspolitikk er slik at det blir offentliggjort korrekt, utfyllende og tidsriktig informasjon om selskapet. Dette vil underlette prisingen av selskapets aksje og gi aksjonærene et best mulig grunnlag for deres beslutning om stemmegivning i generalforsamlinger.
10. Styret skal minimum én gang årlig behandle og protokollføre styrets holdninger og handlinger i henhold til eierprinsippene. Styret skal gjennom sin kontakt med aksjonærene avstemme om selskapet oppfyller aksjonærenes forventninger til og normer for eierprinsipper.

Kilde: Styreinfo.no

## **Appendiks 5: Statens 10 prinsipper for godt eierskap**

1. Aksjonærer skal likebehandles.
2. Det skal være åpenhet knyttet til statens eierskap i selskapene.
3. Eierbeslutninger og vedtak skal foretas på generalforsamlingen.
4. Staten vil, eventuelt sammen med andre eiere, sette resultatmål for selskapene, styret er ansvarlig for realiseringen av målene.
5. Kapitalstrukturen i selskapet skal være tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon.
6. Styresammensetningen skal være kjennetegnet av kompetanse, kapasitet og mangfold ut fra det enkelte selskapets egenart.
7. Lønns- og insentivordninger bør utformes slik at de fremmer verdiskapningen i selskapene og fremstår som rimelige.
8. Styret skal ivareta en uavhengig kontrollfunksjon overfor selskapets ledelse på vegne av eierne.
9. Styret bør ha en plan for eget arbeid og arbeide aktivt med egen kompetanseutvikling. Styrets virksomhet skal evalueres.
10. Selskapet skal være bevisst sitt samfunnsansvar. St.meld. 22 (2001-2002) april 2002, kapittel 1.2.5.

Kilde: Styreinfo.no

## **Appendiks 6: Oversikt over corporate governance mekanismer** (Gugler 2001)

- Eierstruktur
- Finansierings politikk
  - Lånefinansiering
  - Dividende utbetaling
  - Aksjeemisjoner
- Incentivsystemer for ledelsen
  - Systemer for bonus
  - Systemer for aksjer og opsjoner
- Konkurransen i markedet for et selskaps produkter
- Legalt regime
- Markedet for selskapskontroll
- Omdømme i arbeidsmarkedet for ledere
- Regnskaps- og revisjonssystemer
- Styresammensetning

## Appendiks 7: Skjematisk oversikt over veien til fusjon (AMA – KVI)

Tidspunkt		Hendelse	Kurs KVI (NOK)
2000	Juli	Aker Maritime (AMA) kjøper 26% i Kværner (KVI)	110
	Aug/sept	KVI med tilbud på hele AMA (4,5 BNOK)	80-85
	Sept/okt	AMA selger Deepwater Company til Coflexship (5 BNOK)	70-75
	Okt/nov	AMA selger seismikk-delen til CGG (0,5 BNOK)	75-80
2001	28. feb	Aker RGI/AMA presenterer sitt forslag til en sammenslåing av AMA og KVI Oil & Gas for investorer, media og markedet	55
	Mai	Generalforsamling KVI. Sammenslåing og Aker RGIs forslag til nytt styre nedstemt	60
	Sommer	KVI får finansielle problemer	
	12. sept	KVI får avslag fra bank-konsortium om refinansiering. Betydelige finansielle problemer	36
	Okt	Yukos Oil Company kjøper KVI enhetene Hydrocarbons og Process Technology for ca 0,8 BNOK	ca 10
	Okt/nov	KVI i intense forhandlinger med banker, Aker, Yukos og andre om redningsplan for selskapet	Helt nede i 5
	Nov/des	Oppnås løsning mellom Aker og KVI. Bank-konsortium kommer i orden	ca 11
	Des	Utskiftning av styre, ny CEO og fusjonsplan utarbeides. Emisjon av aksjer til 8 NOK per aksje	ca 10
2002	Mars	Fusjonsplan iverksettes	8-9
	Mai	Forretningsplan presenteres til bank-konsortium. Gode kvartalstall presenteres. Selskapet på vei ut av krisen	9

## Appendiks 8: Resultater fra Bøhren og Ødegaard (2001b)

Tabellen oppsummerer resultatene fra Bøhren og Ødegaard sine analyser på sammenhengen mellom eierandelen til største aksjonær og Tobin's Q.

### Regresjonslikninger:

Enkel lineær regresjon:  $Q_i = b_1 + b_2 x_i + u_i$

Kvadratisk regresjon:  $Q_i = b_1 + b_2 x_i + b_3 x_i^2 + u_i$ ,

Analyse av sammenheng mellom konsentrert eierskap og performance								
Analyse	Beta -1	P-verdi	Beta -2	P-verdi	Beta -3	P-verdi	R-kvadrat	Antall
<b><u>Lineær</u></b>								
1989 - 1997	1.76	0.00	0.97	0.00	N/A	N/A	0.03	1068
<b><u>Kvadratisk</u></b>								
1989 - 1997	1.88	0.00	-1.89	0.55	1.14	0.01	0.03	1068



## Appendiks 9: Analyseutskrifter – variansanalyser

### Alle grupper (2001-2004)

#### Variansanalyse: en-faktor

##### SAMMENDRAG

Grupper	Antall	Sum	Gjennomsnitt	Varians
A	22	3 780	171,84	10 790
B	44	8 222	186,87	23 580
C	18	4 712	261,78	125 644
D	16	3 506	219,14	65 023

##### Variansanalyse

Variasjonskilde	SK	fa	GK	F	P-verdi	F-krit
Mellom grupper	99 101	3	33 034	0,7287	0,5373	2,6994
Innenfor grupper	4 351 816	96	45 331			
Totalt	4 450 917	99				

#### Deskriptiv analyse

	A	B	C	D
Gjennomsnitt	171,84	194,42	261,78	219,14
Standardfeil	22,15	23,86	83,55	63,75
Median	147,77	136,64	152,57	150,41
Modus	#I/T	#I/T	#I/T	#I/T
Standardavvik	103,88	160,03	354,46	255,00
Utvalgsvarians	10 790,38	25 608,70	125 643,54	65 022,84
Kurstosis	2,81	1,73	11,49	9,65
Skjevhet	1,41	1,45	3,30	2,94
Område	436,53	705,46	1 500,58	1 054,41
Minimum	53,80	19,00	54,21	29,35
Maksimum	490,33	724,47	1 554,79	1 083,76
Sum	3 780,48	8 748,69	4 711,97	3 506,19
Antall	22	45	18	16
Størst(1)	490,33	724,47	1 554,79	1 083,76
Minste(1)	53,80	19,00	54,21	29,35
Konfidenskoeffisient(95.0%)	46,06	48,08	176,27	135,88

**Sammenslåtte grupper (2001-2004)****Variansanalyse: en-faktor**

## SAMMENDRAG

<i>Grupper</i>	<i>Antall</i>	<i>Sum</i>	<i>Gjennomsnitt</i>	<i>Varians</i>
A+B	67	12 529	187,00	20 620
C+D	34	8 218	241,71	94 748

## Variansanalyse

<i>Variasjonskilde</i>	<i>SK</i>	<i>fg</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>P-verdi</i>	<i>F-krit</i>
Mellom grupper	67 505	1	67 505	1,4892	0,2252	3,9371
Innenfor grupper	4 487 595	99	45 329			
<b>Totalt</b>	<b>4 555 099</b>	<b>100</b>				

**Deskriptiv analyse**

	<i>A+B</i>	<i>C+D</i>
Gjennomsnitt	187,00	241,71
Standardfeil	17,54	52,79
Median	137,98	152,57
Modus	#I/T	#I/T
Standardavvik	143,60	307,81
Utvalgsvarians	20 619,87	94 747,98
Kurstosis	2,42	11,04
Skjevhet	1,55	3,22
Område	705,46	1 525,44
Minimum	19,00	29,35
Maksimum	724,47	1 554,79
Sum	12 529,18	8 218,16
Antall	67	34
Størst(1)	724,47	1 554,79
Minste(1)	19,00	29,35
Konfidenskoeffisient(95.0%)	35,03	107,40

**Alle grupper (2002-2004)****Variansanalyse: en-faktor**

## SAMMENDRAG

Grupper	Antall	Sum	Gjennomsnitt	Varians
A	25	13 853	554,12	597 659
B	52	36 195	696,06	2 135 470
C	22	7 441	338,21	200 788
D	17	8 284	487,32	955 165

## Variansanalyse

Variasjonskilde	SK	fg	GK	F	P-verdi	F-krit
Mellom grupper	2 129 814	3	709 938	0,5570	0,6445	2,6856
Innenfor grupper	142 751 980	112	1 274 571			
Totalt	144 881 795	115				

**Deskriptiv analyse**

	A	B	C	D
Gjennomsnitt	554,12	696,06	338,21	487,32
Standardfeil	154,62	202,65	95,53	237,04
Median	214,78	238,65	176,88	201,44
Modus	#I/T	#I/T	#I/T	#I/T
Standardavvik	773,08	1 461,32	448,09	977,33
Utvalgsvarians	597 658,51	2 135 470,50	200 787,95	955 164,61
Kurstosis	5,24	14,84	15,59	14,34
Skjevhet	2,48	3,84	3,75	3,72
Område	2 693,65	7 822,72	2 135,84	4 107,64
Minimum	164,60	66,76	66,89	41,75
Maksimum	2 858,25	7 889,48	2 202,73	4 149,39
Sum	13 852,99	36 195,25	7 440,66	8 284,46
Antall	25	52	22	17
Størst(1)	2 858,25	7 889,48	2 202,73	4 149,39
Minste(1)	164,60	66,76	66,89	41,75
Konfidenskoeffisient(95.0%)	319,11	406,84	198,67	502,49

**Sammenslåtte grupper (2002-2004)****Variansanalyse: en-faktor**

## SAMMENDRAG

<i>Grupper</i>	<i>Antall</i>	<i>Sum</i>	<i>Gjennomsnitt</i>	<i>Varians</i>
A+B	77	50 048	649,98	1 626 223
C+D	39	15 725	403,21	518 747

## Variansanalyse

<i>Variasjonskilde</i>	<i>SK</i>	<i>fg</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>P-verdi</i>	<i>F-krit</i>
Mellom grupper	1 576 443	1	1 576 443	1,2541	0,2651	3,9243
Innenfor grupper	143 305 352	114	1 257 064			
Totalt	144 881 795	115				

**Deskriptiv analyse**

	<i>A+B</i>	<i>C+D</i>
Gjennomsnitt	649,98	403,21
Standardfeil	145,33	115,33
Median	238,42	193,33
Modus	200,00	#I/T
Standardavvik	1 275,23	720,24
Utvalgsvarians	1 626 223,12	518 747,22
Kurstosis	17,80	20,57
Skjevhet	4,06	4,34
Område	7 822,72	4 107,64
Minimum	66,76	41,75
Maksimum	7 889,48	4 149,39
Sum	50 048,24	15 725,12
Antall	77	39
Størst(1)	7 889,48	4 149,39
Minste(1)	66,76	41,75
Konfidenskoeffisient(95.0%)	289,44	233,48

**Alle grupper (2003-2004)****Variansanalyse: en-faktor****SAMMENDRAG**

Grupper	Antall	Sum	Gjennomsnitt	Varians
A	26	5 105	196,34	27 572
B	57	9 125	160,08	15 373
C	22	4 072	185,08	38 692
D	16	2 386	149,12	5 698

**Variansanalyse**

Variasjonskilde	SK	fg	GK	F	P-verdi	F-krit
Mellom grupper	35 514	3	11 838	0,5658	0,6387	2,6821
Innenfor grupper	2 448 171	117	20 925			
<b>Totalt</b>	<b>2 483 685</b>	<b>120</b>				

**Deskriptiv analyse**

	A	B	C	D
Gjennomsnitt	196,34	160,08	185,08	149,12
Standardfeil	32,56	16,42	41,94	18,87
Median	140,20	130,77	123,15	124,64
Modus	#I/T	#I/T	#I/T	#I/T
Standardavvik	166,05	123,99	196,70	75,49
Utvalgsvarians	27 572,13	15 372,71	38 691,54	5 698,25
Kurstosis	5,92	18,01	14,98	8,70
Skjevhet	2,51	3,67	3,72	2,76
Område	679,32	813,72	941,14	315,78
Minimum	53,76	44,15	54,18	84,43
Maksimum	733,09	857,86	995,32	400,21
Sum	5 104,83	9 124,60	4 071,77	2 385,87
Antall	26	57	22	16
Størst(1)	733,09	857,86	995,32	400,21
Minste(1)	53,76	44,15	54,18	84,43
Konfidenskoeffisient(95.0%)	67,07	32,90	87,21	40,22

## Sammenslåtte grupper (2003-2004)

### Variansanalyse: en-faktor

#### SAMMENDRAG

<i>Grupper</i>	<i>Antall</i>	<i>Sum</i>	<i>Gjennomsnitt</i>	<i>Varians</i>
A+B	83	14 229	171,44	19 191
C+D	38	6 458	169,94	24 594

#### Variansanalyse

<i>Variasjonskilde</i>	<i>SK</i>	<i>fq</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>P-verdi</i>	<i>F-krit</i>
Mellom grupper	59	1	59	0,0028	0,9578	3,9208
Innenfor grupper	2 483 627	119	20 871			
<b>Totalt</b>	<b>2 483 685</b>	<b>120</b>				

### Deskriptiv analyse

	<i>A+B</i>	<i>C+D</i>
Gjennomsnitt	171,44	169,94
Standardfeil	15,21	25,44
Median	132,55	124,64
Modus	#I/T	#I/T
Standardavvik	138,53	156,82
Utvalgsvarians	19 190,85	24 593,97
Kurstosis	11,26	21,58
Skjevhet	3,13	4,34
Område	813,72	941,14
Minimum	44,15	54,18
Maksimum	857,86	995,32
Sum	14 229,44	6 457,63
Antall	83	38
Størst(1)	857,86	995,32
Minste(1)	44,15	54,18
Konfidenskoeffisient(95.0%)	30,25	51,55

## Appendiks 10: Analyseutskrifter – regresjonsanalyser

Deskriptiv statistikk							
5 largest		3 largest		Largest		Tobins Q	
Gjennomsnitt	0,45	Gjennomsnitt	0,38	Gjennomsnitt	0,24	Gjennomsnitt	1,95
Standardfeil	0,01	Standardfeil	0,01	Standardfeil	0,01	Standardfeil	0,11
Median	0,41	Median	0,34	Median	0,18	Median	1,36
Modus	0,83	Modus	0,72	Modus	0,40	Modus	#I/T
Standardavvik	0,24	Standardavvik	0,23	Standardavvik	0,19	Standardavvik	1,98
Utvalgsvarians	0,06	Utvalgsvarians	0,05	Utvalgsvarians	0,04	Utvalgsvarians	3,93
Kurtosis	- 0,87	Kurtosis	- 0,66	Kurtosis	0,42	Kurtosis	29,16
Skjevhet	0,30	Skjevhet	0,52	Skjevhet	0,99	Skjevhet	4,57
Område	0,98	Område	0,96	Område	0,84	Område	19,38
Minimum	0,01	Minimum	0,01	Minimum	0,00	Minimum	0,27
Maksimum	0,99	Maksimum	0,97	Maksimum	0,84	Maksimum	19,65
Sum	143,57	Sum	122,32	Sum	77,31	Sum	623,58
Antall	319,00	Antall	319,00	Antall	319,00	Antall	319,00
Størst(1)	0,99	Størst(1)	0,97	Størst(1)	0,84	Størst(1)	19,65
Minste(1)	0,01	Minste(1)	0,01	Minste(1)	0,00	Minste(1)	0,27
Konfidenskoeffisient	0,03	Konfidenskoeffisient	0,03	Konfidenskoeffisient	0,02	Konfidenskoeffisient	0,22

Variansanalyse: en-faktor				
SAMMENDRAG				
Grupper	Antall	Sum	Gjennomsnitt	Varians
Largest	319	77,30863	0,2423468	0,035330765
Tobins Q	319	623,583005	1,95480566	3,929640741

Variansanalyse						
Variasjonskilde	SK	fg	GK	F	P-verdi	F-krit
Mellom grupper	467,736196	1	467,736196	235,9342028	1,6129E-45	3,856115427
Innenfor grupper	1260,86094	636	1,98248575			
Totalt	1728,59713	637				

Korrelasjonsanalyse largest vs Tobins Q (all years)		
	Largest	Tobins Q
Largest	1	
Tobins Q	-0,15528248	1

Kovariasjonsanalyse largest vs Tobins Q (all years)		
	Largest	Tobins Q
Largest	0,03522001	
Tobins Q	-0,05767822	3,917322118

**Regresjon largest vs Tobins Q (00-04)**

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>						
Multippel R		0,155				
R-kvadrat		0,024				
Justert R-kvadrat		0,021				
Standardfeil		1,961				
Observasjoner		319				
<i>Variansanalyse</i>						
	<i>f<sub>q</sub></i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	30,132	30,132	7,833	0,005	
Residualer	317	1219,494	3,847			
Totalt	318	1249,626				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	2,352	0,179	13,112	0,000	1,999	2,705
Largest	-1,638	0,585	-2,799	0,005	-2,789	-0,486

**Regresjon 3 largest vs Tobins Q (00-04)**

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>						
Multippel R		0,143				
R-kvadrat		0,020				
Justert R-kvadrat		0,017				
Standardfeil		1,965				
Observasjoner		319				
<i>Variansanalyse</i>						
	<i>f<sub>q</sub></i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	25,394	25,394	6,575	0,011	
Residualer	317	1224,232	3,862			
Totalt	318	1249,626				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	2,422	0,213	11,379	0,000	2,003	2,841
3 largest	-1,219	0,475	-2,564	0,011	-2,153	-0,284

**Regresjon 5 largest vs Tobins Q (00-04)**

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>						
Multippel R		0,117				
R-kvadrat		0,014				
Justert R-kvadrat		0,011				
Standardfeil		1,972				
Observasjoner		319				
<i>Variansanalyse</i>						
	<i>f<sub>q</sub></i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	17,167	17,167	4,416	0,036	
Residualer	317	1232,459	3,888			
Totalt	318	1249,626				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	2,387	0,233	10,231	0,000	1,928	2,846
5 largest	-0,959	0,457	-2,101	0,036	-1,858	-0,061



**Regresjon largest vs Tobins Q (02-04)**

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,153
R-kvadrat	0,024
Justert R-kvadrat	0,019
Standardfeil	1,675
Observasjoner	232

## Variansanalyse

	<i>f<sub>q</sub></i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	15,568	15,568	5,547	0,019
Residualer	230	645,463	2,806		
Totalt	231	661,031			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	2,269	0,187	12,130	0,000	1,901	2,638
Largest	-1,413	0,600	-2,355	0,019	-2,594	-0,231

**Regresjon 3 largest vs Tobins Q (02-04)**

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,134
R-kvadrat	0,018
Justert R-kvadrat	0,014
Standardfeil	1,680
Observasjoner	232

## Variansanalyse

	<i>f<sub>q</sub></i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	11,921	11,921	4,224	0,041
Residualer	230	649,110	2,822		
Totalt	231	661,031			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	2,321	0,227	10,220	0,000	1,873	2,768
3 largest	-1,015	0,494	-2,055	0,041	-1,989	-0,042

**Regresjon 5 largest vs Tobins Q (02-04)**

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,108
R-kvadrat	0,012
Justert R-kvadrat	0,007
Standardfeil	1,685
Observasjoner	232

## Variansanalyse

	<i>f<sub>q</sub></i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	7,644	7,644	2,691	0,102
Residualer	230	653,387	2,841		
Totalt	231	661,031			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	2,284	0,252	9,066	0,000	1,788	2,780
5 largest	-0,786	0,479	-1,640	0,102	-1,729	0,158

**Regresjon largest vs Tobins Q (02)**

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,115
R-kvadrat	0,013
Justert R-kvadrat	-0,005
Standardfeil	0,672
Observasjoner	56

## Variansanalyse

	<i>f<sub>q</sub></i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,325	0,325	0,722	0,399
Residualer	54	24,354	0,451		
Totalt	55	24,679			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	1,320	0,145	9,088	0,000	1,029	1,612
Largest	-0,376	0,442	-0,849	0,399	-1,262	0,511

**Regresjon largest vs Tobins Q (03)**

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,174
R-kvadrat	0,030
Justert R-kvadrat	0,013
Standardfeil	1,841
Observasjoner	59

## Variansanalyse

	<i>f<sub>q</sub></i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	6,032	6,032	1,780	0,187
Residualer	57	193,143	3,388		
Totalt	58	199,175			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	2,337	0,404	5,779	0,000	1,527	3,147
Largest	-1,642	1,231	-1,334	0,187	-4,107	0,823

**Regresjon largest vs Tobins Q (04)**

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,164
R-kvadrat	0,027
Justert R-kvadrat	0,018
Standardfeil	1,834
Observasjoner	117

## Variansanalyse

	<i>f<sub>q</sub></i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	10,676	10,676	3,175	0,077
Residualer	115	386,734	3,363		
Totalt	116	397,410			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	2,690	0,300	8,956	0,000	2,095	3,285
Largest	-1,816	1,019	-1,782	0,077	-3,835	0,203

<b>Test</b>	<b>Polynomial regression</b>				
<b>Fit</b>	All years (00-04): Largest v Tobins Q				
<b>Performed by</b>	Frederik J. Halvorsen				
<b>n</b>	319				
<b>R<sup>2</sup></b>	0,02				
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	0,02				
<b>SE</b>	1,9645				
<b>Term</b>	<b>Coefficient</b>	<b>SE</b>	<b>p</b>	<b>95% CI of Coefficient</b>	
Intercept	2,3532	0,2533	<0.0001	1,8548 to 2,8515	
All years (00-04) - Largest	-1,6524	1,8455	0,3713	-5,2835 to 1,9787	
All years (00-04) - Largest^2	0,0220	2,6134	0,9933	-5,1199 to 5,1640	
<b>Source of variation</b>	<b>SSq</b>	<b>DF</b>	<b>MSq</b>	<b>F</b>	<b>p</b>
Due to regression	30,132	2	15,066	3,90	0,0211
About regression	1219,494	316	3,859		
Total	1249,626	318			

<b>Test</b>	<b>Polynomial regression</b>				
<b>Fit</b>	(02-04): Largest v Tobins Q				
<b>Performed by</b>	Frederik J. Halvorsen				
<b>n</b>	232				
<b>R<sup>2</sup></b>	0,02				
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	0,02				
<b>SE</b>	1,6788				
<b>Term</b>	<b>Coefficient</b>	<b>SE</b>	<b>p</b>	<b>95% CI of Coefficient</b>	
Intercept	2,2466	0,2732	<0.0001	1,7082 to 2,7849	
Largest	-1,2048	1,9196	0,5309	-4,9871 to 2,5775	
Largest^2	-0,3061	2,6851	0,9093	-5,5967 to 4,9845	
<b>Source of variation</b>	<b>SSq</b>	<b>DF</b>	<b>MSq</b>	<b>F</b>	<b>p</b>
Due to regression	15,605	2	7,802	2,77	0,0649
About regression	645,426	229	2,818		
Total	661,031	231			