

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, vår 2010



NHH

Utredning i fordypningsområdet finansiell økonomi

Veileder: Eirik Gaard Kristiansen

Innvirkningen av familiekontroll på selskapets verdi og lønnsomhet

En studie innenfor shippingbransjen

Av

Henrik Lund

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne utredningen har jeg undersøkt hvilken innvirkning familiekontroll over et selskap har på dets selskapsverdi og lønnsomhet innen for shippingbransjen. Grunnen til at jeg spesifikt ser på dette i forbindelse med shippingbransjen er min interesse for shipping samt at dette er en kapitalintensiv og risikofylt bransje. En vanlig påstand om familiebedrifter er at de er mer risikoaverse enn andre bedrifter og i så måte vil gjøre det dårligere i bransjer som krever høy ekstern finansiering. Shipping er en slik bransje.

Oppgaven konkluderer med at familiebedrifter har en lavere selskapsverdi målt ut ifra Tobins q. Dette skyldes derimot at familiebedriftene som har gjennomgått ett eller flere generasjonsskifter har de klart laveste selskapsverdiene og dermed drar ned verdien for familieselskaper sett under ett. Familiebedrifter som ikke har gjennomgått et generasjonsskifte har derimot undersøkelsens høyeste selskapsverdier. Det konkluderes derfor videre med at selskapsverdien til familieselskaper innen shipping vil avta etter hvert som selskapet gjennomgår generasjonsskifter. Til slutt viser den empiriske undersøkelsen også at familieselskaper innen shipping er mer risikoaverse enn andre selskaper.

Forord

Denne oppgaven er mitt avsluttende arbeid på Norges Handelshøyskole. Oppgaven teller 30 studiepoeng og er skrevet innen fordypningsområdet finansiell økonomi.

Å skrive denne oppgaven har vært en modningsprosess der utfordringer og andre faktorer underveis har endret oppgavens innhold og struktur i forhold til utgangspunktet. Den største utfordringen knyttet seg til analysearbeidet hvor en god del repetisjon av økonometri og statistisk kunnskap har vært nødvendig. I tillegg har jeg satt meg inn i teori om corporate governance, som for meg var ukjent før jeg begynte på oppgaven. Jeg føler at jeg gjennom denne oppgaven har fått en bredere og bedre forståelse for corporate governance og ikke minst familiekontrollert eierstruktur. Videre har jeg fått en dypere forståelse av shippingbransjen som viste seg å være godt egnet som utgangspunkt for denne analysen.

Til slutt ønsker jeg å takke Postdoktor Aksel Mjøs ved Institutt for Foretaksøkonomi for hjelp med innsamling av datamaterialet samt gode innspill til de tekniske analysene og ikke minst min veileder Professor Eirik Gaard Kristiansen ved Institutt for Samfunnsøkonomi for faglig støtte og gode råd.

Bergen, Juni 2010

Henrik Lund

Innholdsfortegnelse

1	Introduksjon	6
1.1	Innledning og problemstilling	6
1.2	Motivasjon	9
1.3	Oppgavens oppbygning	9
2	Teori.....	11
2.1	Corporate governance	11
2.1.1	Prinsipal-agent teori	14
2.2	Definisjon av en familiebedrift.....	15
2.3	Corporate Governance i familiebedrifter	17
2.3.1	Utfordringer for familiebedrifter	17
3	Shipping	20
3.1	Eierstruktur i skipsfartsnæringen, et historisk perspektiv	20
3.2	Shippingmarkedet i dag	21
4	Tidligere forskning	25
5	Metode	27
5.1	Datamaterialet	27
5.2	T-test for sammenligning av to gjennomsnitt	28
5.2.1	Statistisk signifikans.....	28
5.2.2	P-verdi.....	29
5.2.3	Forutsetninger.....	29
5.2.4	Mann-Whitney test	29
5.3	Regresjonsanalyse	30
5.3.1	Minste kvadraters metode - OLS	32
5.3.2	Forutsetninger.....	32
5.4	Forklaring av variablene i regresjonen	34
5.4.1	Tobins Q.....	34
5.4.2	Dummy variabler	36
5.4.3	EBIT margin	37
5.4.4	Likviditetsgrad	37
5.4.5	Omsetning.....	38
5.4.6	Prosent av utenlandske investorer	38

5.4.7	Pris/bok verdi	38
6	Analyse.....	40
6.1	Forutsetninger for T-test ved sammenligning av to gjennomsnitt	40
6.2	Forutsetninger for regresjonsanalysen	41
6.2.1	Normalfordelte restledd.....	41
6.2.2	Ingen autokorrelasjon	41
6.2.3	Ingen perfekt multikolinearitet.....	42
6.2.4	Homoskedastisitet.....	42
6.3	Resultater.....	44
6.3.1	Tobins Q.....	46
6.3.2	EBIT margin	49
6.3.3	Likviditetsgrad.....	50
6.3.4	Omsetning.....	51
6.3.5	Prosent av utenlandske investorer	52
6.3.6	Pris/bok verdi	54
6.4	Svakheter ved analysen	55
7	Konklusjon.....	56
7.1	Svar på hypotesene	57
7.2	Forslag til videre forskning.....	59
8	Referanser.....	60
9	Appendiks	66

1 Introduksjon

1.1 Innledning

Familieselskaper spiller en viktig rolle i verdensøkonomien og majoriteten av alle selskaper kontrolleres av sine grunnleggere eller deres arvinger (La Porta, López-de-Silanes og Shleifer, 1999; Morck, Stangeland, og Yeung, 2000; Claessens, Fan, og Lang, 2000; Faccio og Lang, 2002). Til og med i USA hvor en svært spredt eierstruktur er vanlig (Berle og Means, 1932) har så mye som en trededel av selskapene relasjoner til grunnleggeren (Anderson og Reeb, 2003). Hvorvidt disse familieselskapene er mer verdt enn andre selskaper er fremdeles et åpent spørsmål. Ved å se på en mengde store selskaper i USA har Holderness og Sheehan (1988) funnet at familieselskaper har en lavere selskapsverdi målt ved Tobins q enn andre selskaper. Anderson og Reeb (2003) er blant mange som har funnet det motsatte. En gjennomgang av tidligere forskning på dette emnet, viser at nyere studier i større grad finner at familieselskaper har en høyere selskapsverdi kontra ikke-familiebedrifter enn hva eldre studier viser. Klein og Jaskiewicz (2008) har i sitt arbeid samlet 55 studier innenfor temaet familiebedrifter og hvordan de presterer i forhold til andre selskap. De finner at 46 % av disse studiene finner en merverdi knyttet til det å være en familiebedrift.

Norge har en lang tradisjon som skipsfartsnasjon, og denne bransjen har opp gjennom historien vært preget av store familiebedrifter. Likevel viser statistikk at antall shippingselskap har falt betraktelig de siste tiårene¹, og familiebedriftene har også blitt færre. I denne oppgaven ønsker jeg å undersøke hvilken rolle familiekontroll spiller for et selskaps verdi og utvikling i shippingbransjen.

1.2 Hypoteser

En hypotese hevder at familiebedrifter har en høyere risikoaversjon enn andre selskaper fordi den kontrollerende familien ofte sitter med en større del av sin formue investert i selskapet (Fama og Jensen, 1998). Agrawal og Nagarajan (1990) hevder at dette vil føre til tap for disse bedriftene da gode prosjekter og oppdrag kan gå tapt som følge av lite nyinvesteringer og evne til ekspansjon. Det innebærer at det kanskje er grunnlag for å si at familiebedrifter vil gjøre det dårligere i bransjer som er mer preget av stor lånefinansiering, volatil inntjening og derav høy risiko.

¹ *Kierulf's handbook of Norwegian Shares and Bonds*

Shippingbransjen er en meget kapitalintensivbransje, hvor store gjeldsandelere ofte preger selskapenes regnskaper som følge av finansiering av nye skip. I tillegg er shippingbransjen en meget volatil bransje der fraktrater og skipsverdier svinger enormt fra uke til uke og måned til måned. En kan derfor konstatere at shipping er en risikofylt bransje. Dersom hypotesen ovenfor stemmer er det naturlig å anta at familieselskaper i en bransje som shipping vil gjøre det dårligere enn andre bedrifter. Derfor vil en nærmere studie på dette gi andre resultater enn hva som er funnet om familiebedrifters prestasjoner i nyere tid. Dette er en interessant påstand og noe jeg ønsker å se nærmere på. Oppgavens første hypotese blir derfor som følger:

Familiebedrifter innen shipping vil ha en lavere selskapsverdi enn andre bedrifter innen shipping målt ved Tobins q?

Hvis denne hypotesen eventuelt skulle vise seg å være riktig vil det være interessant å se om en av årsakene faktisk skyldes større innslag av risikoaversjon blant familieselskaper. Dersom den første hypotesen viser seg å være sann vil dette være forventet. Oppgavens andre hypotese blir derfor:

Familieselskaper innen shipping er mer risikoaverse enn andre shippingsselskaper?

Et annet resultat som ser ut til å gå igjen i de ulike forskningsarbeidene er at familiebedriftenes verdi vil avta etter hvert som bedriften går i generasjoner (Morck et al., 1988, Anderson og Reeb, 2003, Villalonga og Amit, 2004 og Miller, LeBreton-Miller, Lester og Cannella, 2007). En mye brukt påstand om familiebedrifter er at etter tre generasjonsskift er det over og ut med selskapet (Ward, 1987).

Norge har lange tradisjoner innen skipsfart, og enkelte av selskapene har vært i bransjen i over hundre år og har overlevd i mange generasjoner. Likevel viser som sagt statistikk at antall shippingsselskap notert på Oslo Børs har falt betraktelig de siste tiårene. Siden den første hypotesen sier at familieselskap gjør det dårligere enn andre selskap på grunn av større risikoaversjon er det naturlig å anta at familieselskapene også vil ha en dårligere

overlevelsessevne. Oppgavens tredje og siste hypotese er derfor forenelig med nyere forskning og sier følgende;

Selskapsverdien til familieselskaper innen shipping vil avta etter hvert som selskapet gjennomgår generasjonsskifter?

Denne oppgavens formål er å teste disse hypotesene på shippingselskaper som var notert på Oslo Børs i perioden 1994 til 2007. Det er totalt 32 selskaper som er inkludert i analysen og disse er gjengitt i oversikten nedenfor.

Selskapene	
Aceryg	Golden Ocean Group
Aker American Shipping	Green Reefers
Belships	Havila Shipping ASA
BW Offshore	I M Skaugen
Camillo Eitzen & Co	Jinhui Shipping and Transportation
Deep Sea Supply	Odfjell SE
DOF	Petroleum Geo-Services
Dockwise	Royal Caribbean Cruises Ltd.
Eidesvik Offshore	SeaBird Exploration
Eidsiva Rederi	Siem Offshore
Farstad Shipping	Solstad Offshore
Fred. Olsen energy	Solvang
Frontline	Star Reefers Inc.
GC Rieber shipping	Stolt-Nielsen
Golar Ing	Subsea7
Global Geo Services	Wilh. Wilhelmsen

Tabell 1. Selskapene

1.3 Motivasjon

Utgangspunktet for denne masteroppgaven er min interesse for shipping og skipsfartsnæringen i Norge. Dette er en spennende og internasjonal bransje og Norge har en lang tradisjon som skipsfartsnasjon.

I det senere tid har det også vært en økende interesse for familieforetak og betydningen av familieforhold for lønnsomhet og bedriftsutvikling. Da næringsminister Trond Giske tidligere i vinter (2010) inviterte en gruppe, stort sett arvinger, til å diskutere hva Norge skal leve av i fremtiden, ble dette temaet også brakt frem i media. Slik ble min interesse for forskning rundt familiebedrifter vekket.

Min interesse for shipping samt denne introduksjonen til studier rundt familiebedrifter gjorde at jeg hadde lyst til å se nærmere på hvilken rolle familiebedrifter spiller i shippingbransjen. I tillegg hadde jeg en mistanke om at resultatene kanskje ville være noe annerledes for denne bransjen, da shippingbransjen er meget volatil og preget av risiko og familiebedrifter ble sagt å være mer risikoaverse enn andre bedrifter.

Det finnes flere tidligere masteroppgaver om shipping, men så vidt jeg vet dreier ingen av disse seg om hvorvidt familiekontroll påvirker lønnsomhet og selskapsutvikling for selskapene i denne bransjen. Jeg kjenner heller ikke til noe direkte forskning som ser på dette temaet i sammenheng med shippingbransjen. I så måte håper jeg denne oppgaven skal være et bidrag til litteraturen om skipsfartsnæringen samt forskningsarbeidet rundt familiebedrifter.

1.4 Oppgavens oppbygning

I oppgavens første kapittel har jeg presentert emnet og gjort rede for valg av tema. I dette kapitlet ble også oppgavens hypoteser og formål presentert.

I kapittel 2 har jeg valgt å presentere teorien som det legges vekt på for å belyse hypotesene. Kapitlet tar for seg teori om corporate governance på generelt grunnlag samt i lys av familiebedrifter. I tillegg blir en familiebedrift nærmere definert.

I kapittel 3 tar jeg en nærmere titt på shipping som bransje og bransjens betydning for norsk økonomi opp gjennom historien.

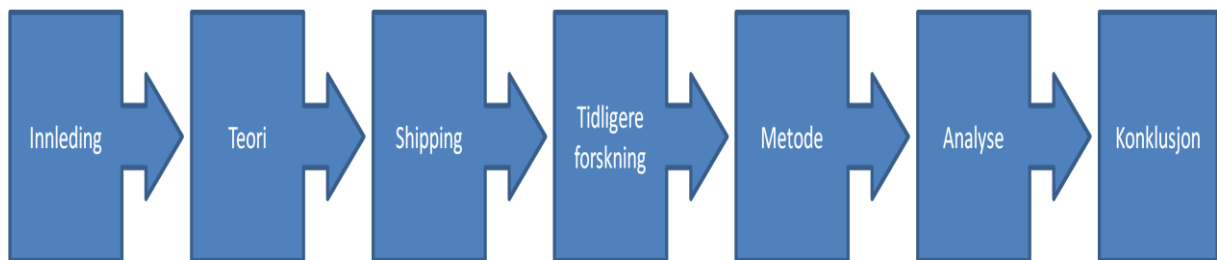
Kapittel 4 tar for seg tidligere forskning rundt temaet familiekontroll og hvilken innvirkning dette har på selskapsverdier, lønnsomhet og utvikling.

I kapittel 5 forklarer jeg hvordan jeg har tenkt å teste de ulike hypotesene som er lagt frem i kapittel 1. Her forklarer jeg teorien bak de ulike testene samt hvilke krav som testene må oppfylle for at de skal gi utfyllende resultater.

I kapittel 6 undersøker jeg først om testene som ble lagt frem i kapittel 5 oppfyller alle kravene som kreves for å gi forventningsrette resultater. Videre legger jeg også frem resultatene av de ulike testene i dette kapitlet. Resultatene blir analysert ved at hver variabel som har inngått i testene blir diskutert.

Kapittel 7 er det siste kapitlet og her konkluderer jeg basert på den gjennomførte analysen. Jeg ser på resultatene i forhold til de ulike hypotesene som ble stilt innledningsvis og i hvilken grad disse kan konkluderes med å være sanne eller ikke. Jeg vil også presentere forslag til videre forskning.

Oppgavens struktur er gjengitt i figuren nedenfor.



Figur 1. Oppgavens oppbygning.

2 Teori

2.1 Corporate governance

Corporate governance er et samlebegrep for eierskaputøvelse og virksomhetsstyring og det finnes få gode oversettelser av begrepet til norsk. Siden begrepet benyttes så mye internasjonalt og også benyttes av Norges Bank, har jeg valgt å bruke den internasjonale utgaven i denne oppgaven.

Definisjonene av corporate governance er mange og det finnes ingen entydig definisjon. Espen Eckbo definerer corporate governance på denne måten i sin artikkel i "penger og kreditt" (2/2006 s. 87-99)

"Et selskaps corporate governance-system er definert som summen av de beskrankninger selskapets interne organisasjon og eksterne kapitalmarked, samt rettsystemet, legger på muligheten for selskapets insidere til å beslaglegge verdier fra minoritetsaksjonærene"

I artikkelen referer Eckbo til insidere som personer som kan påvirke eller avgjøre selskapets disposisjoner. Det vil si toppledelsen og styremedlemmer, men også store eiere og kreditorer. Med beslagleggelse menes en verdioverføring til insidere uten tilstrekkelig kompensasjon.

Neubauer og Lank (1998) definerer begrepet på en noe enklere måte i sin bok *"The family business: Its governance for sustainability"* dedikert til corporate governance i familiebedrifter:

"a system of structures and processes to direct and control corporations and to account for them"

Dette viser noe av forskjellen og graden av kompleksitet i de mange definisjonene, og det er lett å bli forvirret i forsøket på å prøve å forstå corporate governance. Ser en litt forbi definisjonene og mer på hva de ulike studiene av corporate governance ønsker å forklare kan bildet bli noe klarere.

Det meste av studier innen corporate governance med et finansielt perspektiv prøver å kartlegge problemene som oppstår i et selskap som konsekvens av skille mellom eierskap og selskapskontroll samt hvordan disse skal håndteres. Grunnlaget for moderne corporate governance teori er basert på Berle og Means bok "*The Modern Corporation and Private Property*" (1932). Her påvises skille mellom eierskap og kontroll blant 200 selskaper i USA og at dette er en potensiell kilde til tap av aksjonærverdier ved at lederne ikke arbeider for aksjonærenes interesser.

En viktig tankegang innen finans er at alle positive nåverdiprojekt skal gjennomføres. Slike prosjekter vil fremme velfreden i samfunnet grunnet dets evne til å gi mer verdi tilbake til samfunnet enn det prosjektet konsumerer. Å finansiere slike prosjekter er likevel ikke uproblematisk på grunn av friksjoner i det finansielle markedet. En stor del av forskningen og studier innen corporate finance forsøker å forstå og også overvinne slike friksjoner slik at flere prosjekter med positiv nåverdi kan iverksettes.

Skille mellom eierskap og kontroll i et selskap representerer en slik finansiell friksjon. Et større selskap er ofte styrt av en leder som har en mindre eierandel i selskapet. En stor del av provenyet fra et positivt nåverdiprojekt tilfaller derfor ikke lederen eller ledelsen av selskapet men utestående investorer. Dette kan skape problemer for selskapet i form av at ledelsen, med sjefen i spissen, kan velge å overse positive nåverdiprojekt til fordel for prosjekter med negativ nåverdi som heller gagnar dem selv. Denne bekymringen kan føre til at investorer velger å holde igjen finansiering til selskapet og kalles i teorien et prinsipal-agent problem (se avsnitt 2.1.1).

På den annen side kan markedet for selskapskontroll virke disiplinerende på ledelsen av et selskap i de tilfeller hvor oppkjøp, fusjoner eller andre former for restrukturering er en mulig trussel. Denne tankegangen ble først presentert av Manne (1965) som argumenterte med at Berle og Means (1932) tok feil da de fremstilte ledelsen som grådige diktatorer isolert fra aksjonærene. Manne mente at en bedrift som underpresterte ville oppleve et stort fall i aksjeprisen, som igjen ville gjøre selskapet til et mer yndig oppkjøpsobjekt. Det essensielle her er at ledelsen har få effektive virkemidler til å hindre en oppkjøper som er villig til å by en finansielt attraktiv pris for aksjene.

Selskaps- og markedsreguleringene i Norge legger stort sett til rette for at selskaper kan kjøpes opp på effektive måter som likebehandler aksjonærene. Litteraturen som sammenligner ulike corporate governance forhold globalt definerer Skandinavia som en region som preges av både høy eierkonsentrasjon og relativt aksjonærvennlig reguleringer².

Det er flere faktorer som spiller inn for at corporate governance skal være av betydning og det kan være hensiktsmessig å se litt nærmere på disse for å få en bedre forståelse av hva corporate governance er. For det første vil tøffere markeds konkurranse gi ledelsen et mindre spillerom og færre muligheter til å "sløse" med ressurser fordi dette vil bety selskapets undergang. For det andre vil en høy gjeldsgrad tvinge ledelsen til kontinuerlig press om å innfri nedbetaling på lån og renter, som igjen vil begrense muligheten til bruk av ressurser imot aksjonærenes vilje. Følgelig vil det oppstå størst problemer, eller sagt på en annen måte, skille mellom eierskap og kontroll vil være størst når et selskaps inntjening er god samtidig som det opplever betydelig finansielt slakk. Jensen (1986) kaller denne situasjonen "the agency cost of free cash flow". Jensen illustrerte gjennom situasjonen som petroleumsindustrien opplevde på 1980-tallet, at stor profitt og lave gjeldsnivåer kan ha fristet ledelsen til å overinvestere i utvinning og ekspansjon av oljefelt, samt å delta i verdiødeleggende oppkjøp og fusjoner i stedet for å øke utbytte.

I de siste 10-15 årene har det vært en økning i studier og utviklingen av standarder for god corporate governance. Blant de viktigste bidragene i nyere tid kan Cadbury-rapporten fra Storbritannia i 1992 nevnes. Her blir corporate governance definert på følgende måte; *"Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled"*. Calpers' (USA) standarder fra omkring 1995 og Sarbanes-Oxley loven (USA) i 2002 er også viktige milepæler.

I Norge har Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse (NUES) samlet flere tidligere initiativer til det de har kalt "Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse". Denne kom første gang i 2004 og har som formål å definere standarder for åpenhet og god styring, samt hvordan aksjonærer skal kunne påvirke driften i selskapet.

² Et eksempel er: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes og A. Shleifer: "Corporate Ownership around the world", Journal of Finance, April 1999.

Det finnes også noe litteratur på hvordan corporate governance påvirker økonomiske og finansielle størrelser. Det er blant annet blitt gjennomført undersøkelser av Gomper, Ishii og Metrick på 1500 selskaper og deres avkastning på 1990-tallet som viser store sammenhenger mellom corporate governance og avkastning. Selskapene rangeres etter en engenkompontert indeks for god corporate governance og ut fra denne gjennomføres en handelsstrategi som kjøper de beste og selger de dårligste selskapene. Denne strategien viser seg å gi en signifikant avkastning på 8.5 % årlig. I tillegg finner de bevis for forskjell i prising målt ved Tobins q. Dette står i kontrast til teorien om markedseffisiens og indikerer at informasjonen om corporate governance ikke er reflektert i markedet.

En annen undersøkelse gjennomført av Bruno og Acrot i 2006 viser at selskaper som mekanisk etterfølger "optimal" corporate governance ikke alltid presterer bedre enn andre selskaper. Derimot finner de at selskaper som tilpasser det anbefalte regelverket overpresterer i forhold til andre. Dette viser at det ikke er bare en riktig måte å gjennomføre corporate governance på men at en må tilpasse et regelverk til hvert enkelt selskap.

2.1.1 Prinsipal-agent teori

Helt siden Berle og Means (1933) presenterte problematiseringen av forholdet mellom bedriftsledere og aksjonærer som et forhold mellom eiendom og kontroll, har prinsipal-agent teorien nærmest hvert enerådende. Teorien tydeliggjør at privat eiendomsrett består av to ulike rettigheter. Det første er retten til å benytte eiendommen for og nå bestemte mål. Den andre er retten på gevinsten som eiendommen gir. Konkretisert dreier prinsipal-agent problemet seg om hvorvidt den daglige ledelsen i et aksjeselskap (agenten) benytter den første typen rettigheter på en slik måte at også den andre typen rettigheter blir realisert. Det vil si at eierne av eiendommen, aksjonærene, faktisk får høstet fruktene av ledelsens bruk av eiendommen³.

Teorien deler altså aksjonærene og ledelsen inn i henholdsvis prinsipaler og agenter, der ledelsen av et selskap fungerer som agenter for aksjonærene. For aksjonærene blir problemet hvordan man til enhver tid best kan sørge for at ledelsen foretar valg som er i samsvar med deres kortsiktige og langsiktige interesser. Siden markedsmekanismen i liten

³ Bjørn Andersen (2003): Institusjonelle investorer, Makt og avmakt i akjsemarkedet.

grad antas å virke disiplinerende ovenfor ledelsen, ligger mulighetene til rette for ledelsen til å følge andre målsetninger drevet av egne interesser kontra aksjonærenes. Dette problemet forsterkes ved at ledelsen kan tenkes å handle på basis av privat informasjon som aksjonærene ikke har tilgang til.

Løsningen ligger i å finne et belønningssystem som i størst mulig grad likestiller aksjonærenes og ledelsens interesser og målsetninger for selskapet.

2.2 Definisjon av en familiebedrift

Før jeg ser nærmere på hvordan corporate governance fungerer i familiebedrifter kan det være hensiktsmessig å klare opp i hva som faktisk menes med en familiebedrift. Som for corporate governance finnes det ingen enerådige definisjon av dette begrepet og i tidligere studier varierer definisjonen bemerkelsesverdig mellom singel og multivariable definisjoner. Selv når den samme variabelen som for eksempel familiens eierandel blir brukt, er det store forskjeller med tanke på hvor stor eierposten må være. Noen mener at en eierpost på mer enn 5 % er tilstrekkelig mens andre benytter krav helt opp mot 50 % av aksjene. Likevel legger de fleste studier vekt på enten at familien innehar en styreposisjon eller størrelsen på familiens eierpost. Eldre forskning gjorde i hovedsak studier på familiebedrifter uten å dele opp denne definisjonen nærmere. Nye studier viser derimot, som nevnt ovenfor, at det kan være hensiktsmessig å dele familiebedriften videre inn i ulike underklasser. Her er det igjen mange ulike innfalsvinkler. Gjennomgående er det dog vanlig å skille på størrelsen av familiens eierandel av selskapet, om familien har gjennomgått et generasjonsskifte samt hvorvidt familien er det vi kaller "aktiv eier" som betyr at den har representanter i enten ledelsen eller styret.

I denne oppgaven har jeg valgt å definere familiebedrifter i tråd med studier av Anderson og Reeb (2003) og Villalonga og Amit (2004) hvor grunnleggeren eller et medlem av hans eller hennes familie, enten ved blodsband eller ekteskap, innehar en lederrolle, styreposisjon eller eierpost i selskapet. Videre har jeg valgt å sette minimumsgrensen på eierkontroll til 20 % av aksjene som er noe høyere enn de to omtalte studiene. Dette har jeg gjort fordi jeg kun ser på norske selskaper og i Norge har, som sagt, selskapene en høyere eierkonsentrasjon enn i andre land. Derfor blir det naturlig å sette ett noe "strengere" krav til hva som defineres som familiebedrift.

Jeg ønsker også å undersøke hva som skjer med resultatene dersom jeg videre deler familiebedrifter inn etter hvorvidt de har gjennomgått et generasjonsskifte eller ikke. Det har jeg valgt å gjøre siden mye av den siste forskningen viser til signifikante forskjeller blant disse selskapene. Dette vil også være nødvendig for å teste oppgavens tredje hypotese. En nærmere forklaring av inndelingen av familieselskapene blir gitt under fremleggelsen av variablene som er inkludert i regresjonsanalysen i avsnitt 5.4.2.

Definisjonen av en familiebedrift gir følgende selskapsinndeling:

Ikke familie	Familie alle	Familie flere generasjoner	Familie første generasjon
Aceryg	Camillo Eitzen & Co	Camillo Eitzen & Co	Belships
Aker american shipping	Eidesvik Offshore	Eidesvik Offshore	DOF
BW Offshore	Farstad Shipping	Farstad Shipping	Green Reefers
Deep Sea Supply	Fred. Olsen energy	Fred. Olsen energy	Siem Offshore
Dockwise	GC Rieber shipping	GC Rieber shipping	Stolt-Nielsen
Eidsiva Rederi	I M Skaugen	I M Skaugen	Solvang
Frontline	Odfjell SE	Odfjell SE	Subsea7
Golar Ing	Solstad Offshore	Solstad Offshore	
Global Geo Services	Wilh. Wilhelmsen	Wilh. Wilhelmsen	
Golden Ocean Group	Belships		
Havila Shipping ASA	DOF		
Jinhui Shipping and Transportation	Green Reefers		
Petroleum Geo-Services	Siem Offshore		
Royal Caribbean Cruises Ltd.	Stolt-Nielsen		
SeaBird Exploration	Solvang		
Star Reefers Inc.	Subsea7		

Tabell 2. Selskapsinndelingen

2.3 Corporate Governance i familiebedrifter

Corporate governance funksjonene beskrevet ovenfor gjelder selvfølgelig også for familiekontrollerte bedrifter. Det er likevel gjort mindre forskning på corporate governance i familiebedrifter tidligere, men en ser en viss økning de siste årene. Dette skyldes en økende interesse rundt eierstruktur rundt familiebedrifter samt corporate governance generelt.

Selv om en familiekontrollert bedrift i bunn og grunn burde kunne følge mange av de samme retningslinjene for corporate governance som et hvilket som helst annen type selskap, står et familieselskap ovenfor mange særegne problemer.

En vanskelig oppgave i en familiebedrift er å finne den riktige balansegangen mellom familiens og bedriftens beste (Carlock and Ward, 2001). Det viser seg at viktige forretningsavgjørelser kan bli tatt med familiens interesser og verdier i bakhodet i stedet for det som er optimalt forretningsmessig (Johannisson and Huse, 2000).

Også når viktige avgjørelser blir tatt, skiller familiekontrollerte selskaper seg ut fra andre typer selskaper. Det hevdes at styremøter og andre viktige møter holdes hyppigere i familieselskaper. Det som refereres til her er møter som holdes rundt middagsbordet, i familieselskaper og andre familietilstelninger. Slike diskusjonsfora kan være en viktig del familiebedrifters selskapsstyring og i så måte representerer det et område hvor slike bedrifter skiller seg fra andre typer bedrifter.

2.3.1 utfordringer for familiebedrifter

Blant de mange nyoppstartede selskapene er det kun et få tall som overlever til neste generasjon og de fleste er nedlagt i løpet av de første fem årene. Men det finnes alltid selskaper som klarer seg gjennom den tøffe oppstartsperioden og blant disse finner vi også familiebedrifter. Når slike bedrifter styres gjennom generasjoner oppstår særegne utfordringer (Guldbrandsen og Lange, 2009).

Det hevdes ofte at familiekontrollerte bedrifter bærer et større preg av risikoaversjon enn andre bedrifter (Fama og Jensen, 1983). En grunn til dette er at eierfamilien har en høy andel av deres formue investert i bedriften, som gir en høy konsentrasjon av finansiell risiko. Dårlige år med økonomiske tap for bedriften vil følgelig gå hardere ut over eierfamilien enn andre eiere som gjerne har investert i en mer diversifisert portefølje. Dette vil gjøre familiebedrifter mer forsiktige når det kommer til nyinvesteringer samt opptak av gjeld

(Agrawal og Nagarajan, 1990). En slik passiv strategi vil kunne hindre bedriften i å ekspandere, erobre kunder, utvikle nye produkter og markeder som igjen vil gjøre den utsatt for hard konkurranse og til slutt nedleggelse.

Risikoaversjonen kan også komme av familiens sterke ønske om å beholde kontroll over bedriften. Mange eiere av familiekontrollerte bedrifter ønsker å beholde kontrollen av selskapet innen familiens grenser og på den måten vegrer seg for å gi bort for stort ansvar til eksterne medarbeidere (Schein, 1995). Ønske om kontroll kan knyttes til argumentet ovenfor, da det er forståelig at en ønsker å kontrollere kostnader og investeringer dersom en har en høy andel av egen formue investert i bedriften. Videre er det ofte slik at en familiebedrift er påtenkt å føres videre nedover i familiens generasjoner slik at en er skeptisk til å la andre få for mye makt. Som et resultat vil eierne være motvillige til å ta opp for mye ekstern kapital samt gi dyktige eksterne medarbeidere større ansvarsområder. Dette igjen vil tilsa at familiebedrifter egner seg dårlig i kapitalintensiv industri hvor en er mer avhengig av tilskudd av kapital og eksterne investorer.

Ofte ser man at den øverste sjefen i en familiebedrift er et medlem av eierfamilien. Dette er en vanlig form for selskapsstyring i familiebedrifter som henger sammen med ønske om å opprettholde kontrollen over selskapet. Likevel kan det diskuteres hvorvidt dette er den optimale løsningen. Hvis det er slik at familien ønsker å opprettholde kontrollen over selskapets daglige drift gjennom å besitte lederposisjonen betyr dette at enhver leder må rekrutteres internt i familien. Dette gir et vesentlig mindre utvalg av aktuelle kandidater å velge mellom. Det hevdes at dette fører til lavere kvalitet blant ledere i familiebedrifter som igjen kan hindre vekst i bedriften (Coleman, 1990 og Burkart, Panunzi og Shleifer, 2003)

En annen utfordring familiebedrifter kan stå ovenfor er mangelen på disiplinerte tiltak ovenfor ledelsen ved dårlige resultater (Schulze, Lubatkin og Dino, 2003). Det hevdes at foreldres godhet eller kjærlighet ovenfor sine egne barn kan hindre dem i en effektiv og profittmaksimerende overvåking av selskapet. En far som styrleder kan fort bli for tolerant ovenfor sitt barn som er daglig leder i selskapet. Dette kan også gå utover lønnsomheten til selskapet.

Hvis en familiebedrift klarer å takle de nevnte utfordringene, kan forretningene drives lønnsomt i flere generasjoner. En siste utfordring vil da oppstå på grunn av antall

familiemedlemmer som har eierandeler i selskapet. Etterkommere av den opprinnelige gründeren vil bare øke etter hvert som flere generasjoner vokser opp og problemet blir da å holde dem alle interessert i å holde selskapet sammen. Risikoen ligger her i at flere familiemedlemmer ønsker å gå sine egne veier slik at selskapet blir delt opp i flere uavhengige enheter.

2.3.2 Mål og verdier i familiebedrifter

I følge enkel markedsteoretisk tankegang er hoveddrivkraften bak økonomisk utvikling aktørenes ønske om gevinst. Prinsippal-agent teori sier at eiere vil ønske å påvirke til større lønnsomhet slik at deres eiendeler øker i verdi. Det viser seg dog at virkeligheten kan avvike noe fra disse teoriene. I realiteten styrer eiere av familiebedriften også etter andre mål i sin daglige ledelse av bedriften. Det er for eksempel vanlig at familiebedriftene både er opptatt av og stolte over de produkter og/eller tjenester som bedriften selger, slik at det å opprettholde det tradisjonelle merkenavnet eller kvalitetssikringen også spiller en stor rolle. Videre kan familiebedrifter legge stor vekt på å ta vare på de ansatte eller ta ansvar for sysselsettingen i lokalsamfunnet. De kan også ha et ønske om å bidra til næringsutviklingen i lokalsamfunnet. Underliggende for dette er trolig viktigheten av å ha et godt rykte slik at familienavnet kan bæres med stolthet. I alle tilfellene nevnt ovenfor har familiebedriftene mål for sin virksomhet som går utover ren profittmaksimering.

3 Shipping

Før jeg tar til på den videre analysen, kan den være en god ide og få innsikt i shippingbransjen og hvordan denne er delt inn i ulike markeder. Skipsfart har eksistert i tusenvis av år og er i så måte en næring som har fått oppleve en utrolig utvikling fra den ble opprettet.

3.1 Eierstruktur i skipsfartsnæringen, et historisk perspektiv

Norge er en liten åpen økonomi hvor import og eksport har bidratt med 30-40 % av brutto nasjonal produkt (BNP) det meste av de siste to århundrer. Siden andre halvdel av det attende århundre har skipsfart bidratt med nærmere halvparten av Norges utenlandsinntjening, og den representerte 10 % av BNP på midten av 1900-tallet (Gulbrandsen og Lange, 2009). Inntil den store oljeepoken startet på 1970-tallet var handelsflåten et symbol på nasjonal stolthet og en viktig kilde til sysselsetting både i skipsfartsindustrien og andre relaterte industrier. Norge har hele tiden vært blant de fem ledende skipsfartsnasjonene i verden siden 1870-tallet, noe som gjør næringen til landets mest suksessfulle private næring (Bergh et al. 1981).

I Norge er den private sektor delt i to. På den ene siden finnes et stort antall små og unoterte selskaper spredt rundt i landet. Disse selskapene er ofte eid av deres grunnleggere eller deres familie. På den andre side finnes et mindre antall store børsnoterte selskaper med en mer spredt eierstruktur. I Norge har den offentlige sektor gjennom historien vært aktiv på eierfronten i selskaper og er det også den dag i dag. For eksempel eide den offentlige sektor ca 30 % av alle listede selskaper på Oslo børs i 2007⁴. Denne offentlige involveringen i større selskaper kan spores tilbake til begynnelsen av industrialiseringen på slutten av 1800-tallet. Norge hadde en svak borgerklasse og private selskaper var deretter små med liten finansiell kapasitet. Den offentlige sektor måtte derfor forsikre industrier i utvikling ved å investere i infrastruktur og i opprettelsen av et nasjonalt banksystem.

I kontrast til andre industrier har skipsfart vært relativt fri for statlige inngrep. Dette kan sees i sammenheng med at næringen har nytt godt av spesialbehandlingen den har fått fra det offentlige. Skattesystem som næringen har blitt pålagt har vært svært gunstig for å tilpasse den internasjonale konkurransen samt gi insentiver til investeringer. Det er flere grunner til å tilpasse et slikt gunstig skattesystem for skipsfartsnæringen. For det første har dets

⁴ Folketrygdfondets årsrapport (2008): Eierstrukturen på Oslo Børs, Tema artikkel.

inntjening i utenlandsk valuta vært viktig for den norske økonomi. Videre har næringen vært en viktig sysselsetter samt gitt god grobunn for skipsverft.

Den vanlige selskapsformen for norske skipseiere har vært å sette opp et aksjeselskap som eier et eller flere skip. Aksjonærer bidro så med den kapitalen som trengtes for å kjøpe og å drive skipene. Hovedeieren eller grunnleggeren av selskapet organiserte sine aksjeandeler i de individuelle shippingselskapene i et holdingselskap, i tillegg til at han hadde ansvarskontroll over de ulike skipene i de ulike selskapene.

Ser man på utviklingen i antall shippingselskaper i Norge i perioden 1960 til 2000, har dette antallet sunket betraktelig⁵. Noe av denne nedgangen kan forklares ved at mange shippingselskaper reorganiserte seg på 1980-tallet. Flere mindre selskaper som bare hadde et eller et par skip ble slått sammen til større shippingselskaper. For eksempel kunne Kierulfs håndbok rapportere i 1980 at Wilh. Wilhelmsen eide syv forskjellige selskaper, mens i utgivelsen i 2000 sto det kun oppført ett Wilh. Wilhemsens selskap.

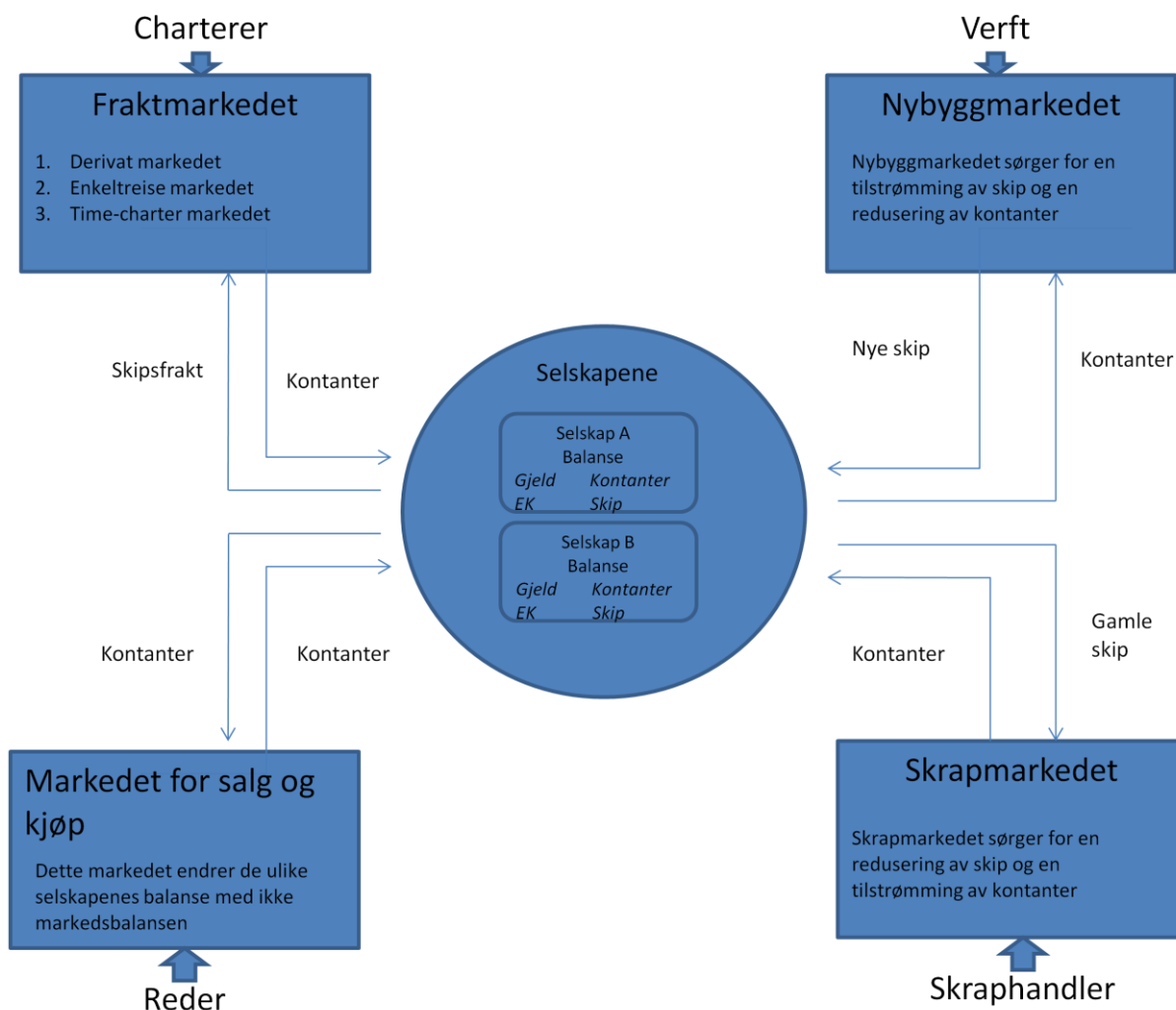
3.2 Shippingmarkedet i dag

I dag er shipping en internasjonal bransje og en meget volatil bransje som sådan. Som en del av et globalt marked er shipping meget påvirket av det økonomiske verdensbilde. I dette avsnittet vil jeg se litt nærmere på hva som driver shippingbransjen og hvordan den kan deles inn i ulike markedsplasser eller sektorer.

Shipping er i dag delt inn i fire meget relaterte markeder som alle handler i forskjellige varer. I fraktmarkedet handles det i sjøtransport, i kjøp og salg markedet handles det i andrehåndsskip, i nybyggmarkedet handles det i nye skip og i skrapmarkedet handles det i skrapverdier på eldre skip.

En skipseier eller reder vil operere i alle de ulike markedene da disse som sagt har høy korrelasjon. Når fraktratene øker eller faller, vil dette nokså raskt påvirke andrehåndsprisene på skip som igjen skaper ringvirkninger inn i nybyggmarkedet.

⁵ Kierulf's handbook of Norwegian Shares and Bonds (forgjengeren til dagens Oslo Børs Informasjon AS OBI)



Figur 2. De fire shippingmarkedene. Kilde: Martin Stopfort; Maritime Economics.

I figur 2. kan man se linken mellom de fire ulike markedene. Figurens midtpunkt er industriens balanse som er en sammenslåing av alle aktørene i shippingbransjens balanse. Penger strømmer inn og ut av de ulike selskapenes balanser etter hvert som de operer i de ulike markedene som igjen påvirkes av opp og nedgangssyklus i økonomien.

Fraktmarkedet skaper hovedkilden til inntjening for shippingselskaper. Dette markedet deles videre inn i tre deler. Enkeltreisemarkedet (spotkursmarkedet) hvor det kun forhandles i betingelsene rundt en enkeltreise basert på dagens markedssituasjon; time charter markedet hvor et skip blir leid ut for en bestemt periode og fraktderivat markedet hvor det handles i forward kontrakter målt opp mot en indeks. Fraktratene som tjenes i disse markedene er hovedmotivasjonen for aktivitetene til ulike skipsredere.

En annen viktig kilde til inntjening for reder er skrapverdien av hvert skip. Dette markedes betydning gjør seg spesielt gjellende i dårlige tider hvor det kan være vanskelig å oppnå en god pris på skip i andrehåndsmarkedet eller i verste fall å finne en kjøper i det hele tatt.

Andrehåndsmarkedet har en litt mer komplisert rolle. En investering i et andrehåndsskip innebærer en transaksjon mellom en skipseier og en investor. Fordi denne investoren som regel er en annen skipseier, betyr det at pengene kun bytter hånd uten å ha noen effekt på den totale pengebeholdningen innad i bransjen. Et salg av en oljetanker til 30 millioner dollar vil kun flytte 30 millioner dollar fra en shippingkonto til en annen og i så måte representerer dette markedet et nullsumspill.

Nybyggmarkedet representerer et marked hvor penger går ut av shippingindustrien. Penger investert i nybygg går ikke til andre skipsredere men til verftsindustrien som igjen bruker pengene på materialer, arbeidskraft og egen profitt.

For å oppsummere, kan en enkelt si at av de fire shippingmarkedene er det først og fremst sjøtransport gjennom fraktrater som generer den største verdiskapningen innad i industrien. Denne verdiskapningen brukes så på investeringer i andrehåndsskip som gjør at verdiskapningen beholdes innad i shippingindustrien eller på å bygge nye skip som tapper industrien for verdiskapning.

Disse pengestrømmene mellom de fire markedene driver syklene i shippingbransjen. I begynnelsen av en slik sykel kan vi se for oss at fraktratene begynner å ta seg opp og penger strømmer inn til skipsrederne. Det øker investeringslysten og redere begynner å se seg om etter skip i andrehåndsmarkedet. Ettersom etterspørselen og derfor også prisene vil øke i andrehåndsmarkedet vil investorene etter hvert henvende seg til nybyggmarkedet da dette markedet blir mer og mer attraktivt. Den økende optimismen og stadig voksende pengebøker blant rederne gjør at flere og flere skip bestilles. Noen år senere når disse skipene entrer markedet, vil dette snu opp ned på prosessen beskrevet over på grunn av for stort tilbud av skip. Først vil fraktratene starte og falle ettersom tilbudet av tonnasje er stort og befrakterne kan presse fraktratene ned. Dette strammer inn inntjenning til shippingsselskapene som fremdeles har store nedbetalinger på bestilte skip. Dette tvinger dem til å selge skip på andrehåndsmarkedet som presser prisene i dette markedet ned. Det er denne situasjonen som skaper grobunn for det så kalte "asset play" markedet. For de

rederne som fremdeles har en god balanse og penger å bruke, skaper et slikt markedspress gode muligheter til å gjøre gode kjøp av relativt billige skip. Dette gjelder kun for et fåtall av skip og disse er som regel av nyere dato. Det gjør at mange må ta tiltakke med skarpverdien for sine skip for å hente inn den sårt trengte kapitalen til nedbetalingene. Ettersom flere og flere skip havner hos skraphandleren, flere redere kansellerer nybygg og investeringsnivået i nybygg holdes på et lavt nivå vil antall skip i markedet etter hvert tynnes ut. Fraktratene vil igjen sakte men sikkert begynne å stige og prosessen begynner forfra igjen.

Hele prosessen styres av pengestrømmen mellom de ulike markedene som ble beskrevet over. Dette betyr at uansett om de liker det eller ikke, er rederne en del av prosessen som er med på å styre prisene på skipene de eier. En viktig del av denne prosessen er aspektet av konkurranse den fører med seg. I oppgangstider er det selvfølgelig fristende å hive seg på karusellen da det er store penger å hente hvis timingen er god. Inngangsbarrierene er heller ikke så mye å snakke om da en i gode tider har bedre tilgang på lån slik at en kan gå til innkjøp av en brukt båt og et mannskap. Likevel er nedgangstidene nådeløse og kun de sterkeste, de med den beste balansen, vil unngå konkurs eller oppkjøp. Slik sørger shippingsyklene for at ineffektive selskaper blir luket bort og at andre kan prøve lykken. I det lange løp er det kun de mest effektive, lønnsomme og de med den beste forretningsteften som sitter igjen.

4 Tidligere forskning

I dette avsnittet ser jeg nærmere på hva som er gjort av tidligere studier på familiebedrifters avkastning og selskapsverdi kontra andre eierstrukturer. Dette vil være relevant i forhold til sammenligningen av mine egne resultater.

Som nevnt i innledningen er det vanlig både i USA og i Europa at store selskaper er familiekontrollerte. Anderson og Reeb (2003) viser at så mye som en tredjedel av selskapene registret på S&P 500 kan klassifiseres som familiekontrollerte. I Vest Europa er majoriteten av børsnoterte selskaper familiekontrollerte (La Porta et al., 1999; Faccio og Lang, 2002). Dette viser at familiekontrollerte selskaper kontrollerer en stor del av kapitalen i markedet og utgjør en betydelig selskapsform. Dette står i kontrast til hva Berle og Means (1932) forstilte seg at det moderne foretaket skulle se ut, da de mente at fremtidens selskap ville ha eierskap spredt blant mange minoritetsaksjonærer. Hvorvidt familiekontrollerte selskaper skaper en merverdi for aksjonærene og om denne typen eierstruktur er mer lønnsom enn andre er det likevel stor uenighet om.

I USA viser det seg at familiekontrollerte selskaper ofte har høyere verdi og profitabilitet enn ikke-familiekontrollerte selskaper (McConaughy et al., 1998; Anderson and Reeb, 2003). I følge Martikainen, Nikkinen og Vähämaa (2008) kommer den positive effekten av familieeierskap og kontroll av at produktiviteten er høyere i USA sine familiekontrollerte selskap enn i selskap med en mer spredt eierstruktur. Anderson og Reeb (2003) påpeker at fortjenesten som kommer fra en slik familiekontroll begynner å avta når eierandelen overgår 30 %. Holderness og Sheehan (1988) finner en tendens i sine studier som viser at lønnsomheten er lavere i familiekontrollerte selskaper enn selskaper med flere små eiere.

Et annet interessant spørsmål som det har vært gjort noen studier på, er hvorvidt aktivt eierskap gir bedre avkastning enn passivt eierskap. Villalonga og Amit (2004) finner at selskap hvor enten sjefen eller styreformann er et medlem av den kontrollerende familien oppnår en høyere verdsetting. De argumenterer med at eier-sjef agent problemet er større i ikke-familiekontrollerte selskaper enn problemene mellom eierfamilien og minoritetsaksjonærene er.

Morck et al. (1988) påpeker at det kun er i nyere selskaper at aktivt eierskap skaper større verdi og at i eldre selskaper hvor sjefsrollen har gått i arv, vil dette føre til en lavere verdi av

selskapet. I tråd med dette konkluderer Miller, LeBreton-Miller, Lester og Cannella (2007) med at kun "lone founder businesses" gjør det bedre enn andre amerikanske selskaper, mens "true family businesses" ikke viser en økning av markedsverdi⁶.

Teoretiske modeller på arv og etterfølgere av lederstillinger antyder at profesjonelle kandidater vil være mer lønnsomme og effektive enn en kandidat rekruttert internt i familien. I tillegg sier teorien at rekruttering av en profesjonell kandidat kan skape interessekonflikter og større friksjon mellom ledere og eiere av selskapet (Bhattacharya og Ravikumar, 2002; Burkart et al., 2003)

Videre er det interessant at Cronqvist og Nilsson (2003) og Barth, Gulbrandsen og Schøne (2005) finner at familiært eierskap kan være uheldig for minoritetsaksjonærer i henholdsvis Sverige og Norge. Disse argumenterer for at prinsipal-agent kostnader vil ha en negativ effekt for familieselskapene samt at en mindre optimal investeringskultur vil legge en demper på verdiskapningen i selskapene. Anderson og Reeb (2003) argumenterer mot dette og for at familiekontrollerte bedrifter i børsnoterte selskap som operer i et velregulert og transparent marked, som Norge, reduserer agentkostnader. Studier av Faccio et al. (2001) viser at politisk mektige familier har utnyttet minoritetsaksjonærene i Øst-Asia hvor markedet er mindre transparent. Disse studiene viser altså at det økonomiske og juridiske miljøet i et land kan ha påvirkning på om familiekontroll er gunstig eller ikke.

⁶ Disse forfatterne definerer "lone founder businesses" som en bedrift hvor et individ er en av grunnleggerne samt innehar en ledende posisjon eller en stor eierpost i selskapet. "true family businesses" derimot defineres som et selskap hvor flere familiemedlemmer er involvert i den daglige ledelsen av selskapet.

5 Metode

I dette avsnittet tar jeg for meg hvordan jeg vil gjennomføre analysen, hvilke fremgangsmåter jeg velger å benytte samt teorien rundt disse metodene. Jeg har valgt å gjøre t-tester på forskjellene i de ulike forholdstallene mellom de ulike populasjonene (familie, ikke familie osv). Dette vil gi gode indikasjoner på om det faktisk eksisterer forskjeller i lønnsomhet og verdiskapning mellom familie og ikke-familiebedrifter. I tillegg har jeg valgt å bruke OLS regresjoner for å undersøke i hvilke grad eierskap og andre finansielle forholdstall påvirker selskapsverdi.

5.1 Datamaterialet

Mitt datamateriale er i hovedsak innhentet fra to kilder. Det første og kanskje det viktigste datasettet i denne oppgaven er levert av Verdi Papir Sentralen (VPS) via Oslo Market Solutions AS. Disse dataene inneholder kvartalsvise data, fra og med januar 1994 til og med desember 2007, av eierstrukturen for alle selskaper som er hovedregistrert på Oslo Børs. Jeg fikk ikke tak i komplett eiersammensetning for delregistrerte selskaper og det har derfor vært noe vanskelig å finne prosentvis andel utenlandske investorer for disse selskapene. Disse selskapene har blitt utelatt i tester hvor denne variabelen benyttes. Dataene er fordelt i sektorstatistikk for markedet samlet og eierfordeling for det enkelte selskap.

Sektorstatistikken sorterer investorene etter Statistisk Sentral Byrås (SSB)institusjonelle sektorer⁷. Denne statistikken gir også tilgang på samlet markedsverdi av selskapene på Oslo Børs, fordeling av verdi på enkeltsektorene og tall for hvor mange aksjonærer som inngår i sektoren.

Eierfordelingsstatistikken lister opp de 50 største aksjonærene i hvert selskap med beholdning, verdi av investering, investorsektor og et anonymt løpenummer.

I tillegg ble ulike regnskapstall for hvert selskap hentet fra Børsdatabasen ved Norges Handelshøyskole. Børsdatabasen er en kilde til finansielle markedsdata som er åpen for studenter og ansatte ved høyskolen. Amadeus 2.0 er windows klienten som benyttes.

⁷ <http://www.ssb.no/vis/emner/10/13/isgrp/main.html>

5.2 T-test for sammenligning av to gjennomsnitt

En t-test er en statistisk metode som brukes for å teste om det er signifikant forskjell mellom gjennomsnittet av to datasett. Testen utføres ved å sette opp en nullhypotese som sier at det ikke eksisterer forskjell i de to gjennomsnittene.

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

Denne nullhypotesen testes i t-testen. Dersom gjennomsnittet i dataene er like i følge t-testen, beholder vi hypotesen. I motsatt fall forkaster vi hypotesen og sier at det eksisterer forskjeller mellom de to datasettene. Hvis vi forkaster nullhypotesen, sier vi at forskjellen mellom dataene er statistisk signifikant. Det er altså lite trolig at forskjeller mellom datasettene skyldes tilfeldigheter.

Det finnes to typer t-tester som tester forskjell mellom gjennomsnittet av to datasett. De to er t-test med ulik varians og t-test med lik varians. Forskjellen på disse testene, er som navnet tilsier, hvorvidt variansen til de to populasjonene antas å være like eller ulike. For å avgjøre hvilken test som skal benyttes, må en annen test utføres. En test som tester variansen til populasjonen kalles en f-test. Igjen setter vi opp en nullhypotese:

$$H_0: \frac{\sigma_1^2}{\sigma_2^2} = 1$$

$$H_1: \frac{\sigma_1^2}{\sigma_2^2} \neq 1$$

Testen er F-fordelt med frihetsgrader $v_1 = n_1 - 1$ og $v_2 = n_2 - 2$. Vi forkaster nullhypotesen om at populasjonens varians er lik dersom F verdien er svært høy eller lav.

5.2.1 Statistisk signifikans

Statistisk signifikans indikerer sannsynligheten for at den observerte forskjellen mellom datasettene skyldes tilfeldigheter. Et resultat av en statistisk analyse betegnes som statistisk signifikant dersom det er lite sannsynlig at resultatet har oppstått tilfeldig. Når vi skal ta stilling til om en hypotese skal forkastes eller ikke, må vi velge et nivå for hvor stor forkastningsfeil vi er villig til å akseptere. Det er vanlig å velge 5 % signifikansnivå, $\alpha = 0,05$. Hvis nullhypotesen er riktig godtar vi 5 % sjanse for å gjøre en forkastningsfeil.

5.2.2 P-verdi

T-testen gir oss en p-verdi. P-verdien er sannsynligheten for at forskjellen mellom de to datasettene skyldes tilfeldigheter dersom nullhypotesen er sann.

Hvis $p < \alpha$ forkaster vi nullhypotesen. Med andre ord, dersom $p < 0,05$ forkastes hypotesen, og det er sannsynlig at det er forskjell mellom populasjonene, og at det ikke skyldes tilfeldigheter. Jo mindre P-verdien er, jo sikrere kan vi være på at forskjellene ikke skyldes tilfeldigheter.

5.2.3 Forutsetninger

Både t-tester med lik og ulik varians krever at populasjonene er normalfordelt. Dette kan testes på flere måter. Enkleste måte å finne ut om en populasjon er normalfordelt, er å tegne et histogram med dataene. Normalfordelte data skal ha en bjelleliknet figur med toppunktet midt i grafen og med tilnærmet like lange "haler".

Man kan også gjennomføre en såkalt Anderson-Darling test. Testen måler hvor godt data følger en bestemt fordeling, i dette tilfelle en normalfordeling:

H_0 : Dataen følger en bestemt fordeling

H_1 : Dataene følger ikke en bestemt fordeling

Hvis testens p-verdi er lavere enn det bestemte signifikant nivået (vanligvis 0.05 eller 0.10), kan man konkludere med at dataene ikke følger noen bestemt form for fordeling.

Dersom det viser seg at dataen ikke er normalfordelt, vil ikke t-test gi valide resultater. Man kan da benytte en ikke-parametrisk teknikk kalt en Mann-Whitney test.

5.2.4 Mann-Whitney test

Denne testen tester det samme som en t-test men krever ikke at dataen skal være normalfordelt. Denne testen brukes derfor ofte til sammenligning av to populasjoner når disse populasjonene ikke er normalfordelt. Det gjennomføres da en ikke-parametrisk hypotesetest for å bestemme om to populasjoner har sammen median eller ikke. Altså sammenligner testen medianen til dataene i stedet for selve gjennomsnittet. Testens nullhypotese sier at de to populasjonenes median er like, mens den alternative hypotesen kan være venstresidet ($\eta_1 < \eta_2$), høyresidet ($\eta_1 > \eta_2$) eller tosidig ($\eta_1 \neq \eta_2$). Nullhypotesen forkastes på 10 % signifikansnivå.

I min analyse ble slike tester gjennomført der dataene ikke viste seg å være normalfordelt.

5.3 Regresjonsanalyse

Regresjonsanalysen som jeg kommer til å bruke som beregningsmetode er *lineær regresjonsanalyse*. Lineær regresjonsanalyse forklarer sammenhengen mellom en avhengig variabel gjennom en eller flere forklaringsvariabler. På generell matematisk form skrives modellen som følger:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1,t} + \beta_2 X_{2,t} + \dots + \beta_r X_{r,t} + u_t$$

Hvor:

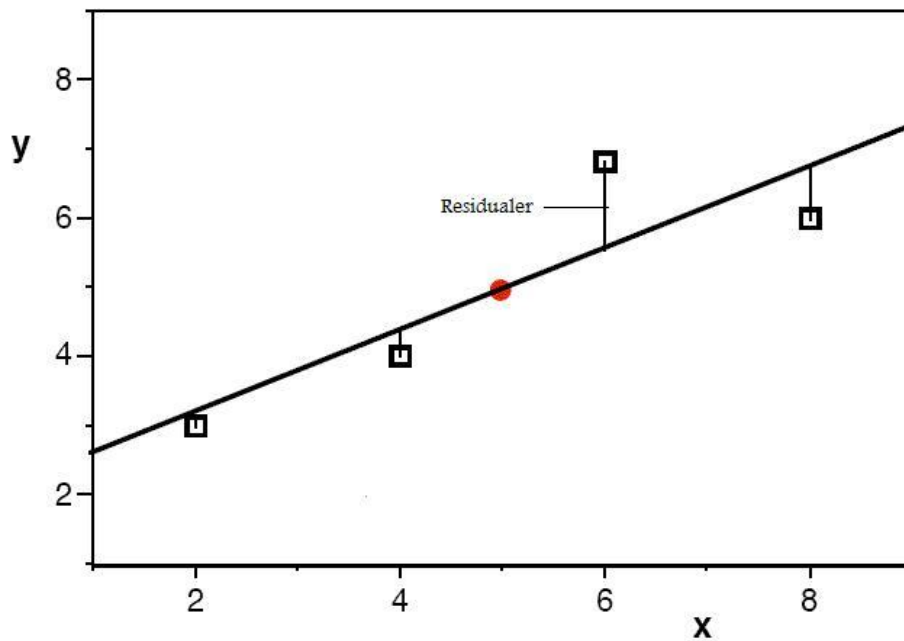
Y_t = Avhengig variabel

β_t = Forklaringsvariablenes konstanter

X_t = Modellens forklaringsvariable

u_t = Modellens feilledd

Modellens avhengige variabel, Y_t , er uttrykt som en funksjon av forklaringsvariablene $X_{1,t}$, $X_{2,t}$, ..., $X_{r,t}$, forklaringsvariablenes konstanter, β , samt modellens feilledd, u_t . Betaene beregnes gjennom regresjonsanalysen og uttrykker den effekten deres respektive forklaringsvariable har på den avhengige variabelen. β_0 er konstantleddet som angir skjæringspunktet med Y-aksen.



Figur 3. Regresjonsanalyse

I min analyse er Tobins q den forklarte variabelen, mens forklaringsvariablene vil være EBIT margin, likviditetsgrad, omsetning, og prosentandel av utenlandske investorer i hvert selskap. I tillegg vil jeg legge til ulike dummy variabler for ulike typer eierstruktur (se forklaring av de ulike variablene). Når jeg kjører regresjonene med dummyvariablene som skiller mellom forskjell i eierstruktur blant familieselskaper, vil disse kun måles opp mot selskaper som ikke er familiekontrollerte. Dersom jeg ikke gjør dette vil for eksempel førstegenerasjons familiebedrifter sammenlignes mot ikke-familiebedrifter samt familiebedrifter som har gjennomgått et generasjonsskifte. Dersom det viser seg at førstegenerasjons familiebedrifter har en positiv effekt på Tobins q, blir det vanskelig å si om dette skyldes at denne gruppen har høyere selskapsverdi enn andre bedrifter generelt eller om det skyldes at familiebedrifter som har gjennomgått et generasjonsskifte har veldig lave Tobins q verdier. Dersom det er slik at familiebedrifter som har gjennomgått et generasjonsskifte viser seg å ha lavere gjennomsnittlig Tobins q enn de andre bedriftene, vil dette mest sannsynlig føre til at regresjonene vil vise at førstegenerasjons familiebedrifter vil ha en høyere Tobins q enn andre bedrifter. Dette gjør det vanskeligere å si noe konkret om effekten et generasjonsskifte har på selskapsverdien til familiebedrifter og jeg har derfor valgt å måle de ulike familiebedriftskategoriene opp mot kun ikke-familiebedrifter.

5.3.1 Minste kvadraters metode - OLS

For å estimere regresjonslinjen kommer jeg til å benytte minste kvadraters metode eller *ordinary least squares method* (OLS). Teknikken går ut på å minimere summen av kvaderte feilledd, og er derfor en modell som gir god forklaring av historiske data. I utregningen kommer jeg til å benytte Stata til å foreta estimering av de ulike parameterne. Matematisk uttrykkes minimeringsproblemet som følger:

$$\text{Min } \sum (Y_t - (\beta_0 + \beta_1 X_{1,t} + \beta_2 X_{2,t} + \dots + \beta_r X_{r,t}))^2$$

Dette innebærer at modellen velger en slik løsning at spriket mellom observasjonene og løsningen er minst mulig. Med andre ord velger man den løsningen som gir at summen til kvadratene av avvikene fra de gitte betingelsene blir minimert.

5.3.2 Forutsetninger

Det finnes flere forutsetninger som må være oppfylt for at OLS regresjonen skal gi pålitelige resultater. I dette avsnittet skal jeg presentere disse forutsetningene, si litt om hvordan man kan undersøke hvorvidt regresjonen oppfyller kravene, hvilke konsekvenser brudd på forutsetningen kan ha for analysen samt hvordan man eventuelt kan fjerne problemer som oppstår som følge av brudd på enkelte forutsetninger.

5.3.2.1 Feilleddene har forventning lik null, $E(u_t) = 0$

Den første forutsetningen sier at faktorer som ikke eksplisitt er inkludert i modellen ikke skal påvirke den avhengige variabelen på systematisk måte. Denne forutsetningen er i praksis ikke noe problem og vil derfor ikke bli håndtert mer grundig i denne oppgaven.

5.3.2.2 Normalfordelte restledd, $N(0, \sigma^2)$

At restleddene er normalfordelte er en viktig forutsetning for at standardfeilene og testverdiene skal gi riktig inferens i analysen. Det finnes, som nevnt tidligere, flere måter å teste om et datasett er normalfordelt. I denne oppgaven bruker jeg en Anderson-Darling test som er forklart ovenfor.

5.3.2.3 Ingen autokorrelasjon, $\text{corr}(u_t, u_s) = 0$ for alle $t \neq s$

Ingen autokorrelasjon er først og fremst et problem ved tidsserieanalyser. Forutsetningen går ut på at det ikke skal være noe korrelasjon mellom feilleddene, altså ingen autokorrelasjon. Når korrelasjonen mellom to feilledd ikke er lik null, har vi autokorrelasjon.

En enkel måte å finne ut om modellen vår inneholder autokorrelasjon er å kjøre en Durbin-Watson test. Testen forutsetter tre ting:

- At regresjonen har konstantledd
- At vi har første-ordens autokorrelasjon, AR(1)
- At modellen ikke inneholder en lagget avhengig variabel

I en Durbin-Watson test beregnes teststatistikken slik: $d = \frac{\sum_{t=2}^T (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^T e_t^2}$

Den forventede d-verdien er 2, og d kan variere i verdi fra 0 til 4. En tommelfinger regel er at en d-verdi mindre en 1 er grunn til bekymring. Da mine analyser ikke er tidsserieanalyser, er det lite sannsynlig at problemet med autokorrelasjon oppstår. I mine validitetstester har jeg likevel valgt å gjøre Durbin-Watson tester for å kontrollsjekke variablene for autokorrelasjon.

5.3.2.4 Ingen perfekt multikolaritet, $Corr(X_{t1}, X_{tk}) = 0$

En annen forutsetning ved minste kvadraters metode er at de uavhengige variablene ikke er korrelerte. Det vil si at koeffisientene til de uavhengige variablene ikke forandres selv om en legger til eller fjerner en variabel. Multikolaritet oppstår altså når to eller flere uavhengige variabler har sterk samvariasjon. Et typisk tegn på multikolaritet er at modellens t-verdier ikke er signifikante mens f-testen for regresjonen er signifikant og forklaringsgraden er høy. En måte å oppdage multikolaritet på er å se på korrelasjonsmatrisen mellom variablene. De variablene som har høyest korrelasjon er de variablene en kan forvente at gir problemer med multikolaritet. Dersom det viser seg at noen av de uavhengige variablene har en sterk samvariasjon og dermed måler det samme, vil OLS metoden ha problemer med å identifisere forklaringsvariabelens individuelle effekt på Tobins q. Løsningen blir derfor og fjerne de variablene som korrelerer.

5.3.2.5 Homoskedastisitet, $var(u_t|x_{t1}, \dots, x_{tk}) = \sigma^2$ for $t = 1, 2, \dots, n$

Homoskedastisitet betyr at feilleddene har konstant varians, og er en annen forutsetning for at minste kvadraters metode skal gi gode resultater. Dersom feilleddene ikke har konstant varians har vi heteroskedastisitet. Dersom modellen for øvrig er korrekt spesifisert, vil konsekvensen av heteroskedastisitet være at parameterestimatene forblir forventningsrette

mens standardfeilen blir feilaktig. Det blir derfor vanskeligere å si hvor forventningsrett parameterestimatet er.

En god måte å oppdage heteroskedastisitet på er å plote feilleddene fra en regresjon mot de ulike uavhengige variablene. En ser da etter hvorvidt variansen endrer systematisk eller usystematisk med variabelen. Siden homoskedastisitet er kravet om at feilleddene har konstant varians er et bilde uten et tydelig mønster ønskelig.

Det kan oppstå vanskeligheter ved en slik skjønnsmessig avgjørelse av et plott og en klar avgjørelse kan kun tas dersom plottet viser et tydelig mønster. Dette er ikke alltid tilfelle og en mer konkret test kan derfor være nyttig.

En slik test er Breusch-Pagan testen. Denne tester hvorvidt de estimerte feilleddenes varians avhenger av verdiene til de uavhengige variablene. Nullhypotesen som testes er at feilleddene har konstant varians. Den alternative hypotesen blir da at variablene ikke har konstant varians. Heteroskedastisitet er et problem dersom H_0 blir avvist på 5 % nivå.

Skulle det vise seg at datamaterialet er heteroskedastisk kan dette løses ved å kjøre en såkalt "weighted least square" regresjon. Her vil observasjoner med høye feilledd enten bli sett bort fra eller vektet slik at de får mindre betydning. Denne metoden er best egnet dersom en har et stort antall observasjoner, hvilket ikke er tilfelle i denne analysen.

En annen måte å løse problemet på er å skrive variablene om til den naturlige logaritmen. Ved å skrive om variablene til den naturlige logaritmen, vil ekstreme verdier bli "trukket inn" slik at avviket ikke blir så stort.

5.4 Forklaring av variablene i regresjonen

I dette avsnittet vil jeg presentere de ulike variablene jeg har sett på som skal være med på å forklare selskapsverdien målt ved Tobins q i regresjonsanalysen. Variablene er presentert ut ifra teori og hvorfor jeg har valgt å inkludere variabelen i min modell. Variablene er valgt ut i troen på at de har en betydning for selskapenes Tobins q verdi.

5.4.1 Tobins Q

Som mål på selskapsverdi, og den forklarte variabelen i regresjonsanalysen, har jeg valgt å bruke Tobins q. Dette er et vanlig mål på et selskaps merverdier og som ofte benyttes i studier av hvordan ulike faktorer, som blant annet eierstruktur, spiller inn på et selskaps

verdi. Holderness og Sheehan (1988), Anderson og Reeb (2003), Villalonga og Amit (2004), Benjamin Maury (2005) bruker alle Tobins q i sine studier.

En høy verdi av Tobins q tilsier at det er lønnsomt å investere i nye produksjonsmidler. Mer konkret vil det være lønnsomt å investere i fornyelse av hele produksjonskapasiteten dersom q er over 1, og man bør følgelig utsette slike investeringer dersom verdien er under 1. Måletallet sier altså at dersom q er over 1, vil den investerte kapitalen som viser seg i bokverdien, lønne seg. Dette fordi den forventet verdi, altså markedsverdien, er høyere enn anskaffelsesverdien. Selskapet har da merverdi. Når q derimot er under 1 vil den investerte kapitalen ikke klare å gi tilstrekkelig avkastning til å forsvare gjenanskaffelse. Da vil det være mer hensiktsmessig å betale ut selskapets midler til aksjonærene enn å investere i ulønnsomme prosjekter. En viktig ting å merke seg er at Tobins q måler de finansielle prestasjonene ved å gjenanskaffe dagens produksjonskapasitet og ikke den finansielle prestasjonen av eksisterende investeringer.

Som følge av at Tobins q er et mye brukt måletall, finnes det også mange ulike måter å beregne q på. Gjennomgående for dem alle er at Tobins q er definert som markedsverdien av selskapet delt på gjenanskaffelseskosten av selskapets aktiva. Variasjonen ligger i vanskeligheten av å måle gjenanskaffelseskost og dette blir også sett på som en svakhet ved måleenheten. Dette er blant annet en av grunnene til at flere bruker en justert form av q , hvor man i hovedsak benytter anleggsmidler og varelager som gjenanskaffelseskost. Dette fører imidlertid til skjevhet i datamaterialet og er et dårlig mål på kostnaden ved gjenanskaffelse ettersom man ikke tar hensyn til immaterielle eiendelene. Kumar et al. (2004) peker på dette problemet og antyder at selskaper med mange immaterielle eiendeler vil vise til bedre presentasjoner ettersom man i Tobins q benytter markedsverdi over bokverdi. Det betyr at man vil inkludere de immaterielle eiendelene i teller ved at man diskonterer de forventede kontantstrømmene selskapet vil skape, mens disse verdiene vil ekskluderes fra nevner. Demsetz og Villalonga (2001) sier i forbindelse med dette at forskjeller i selskapers avhengighet av immaterielle eiendeler vil påvirke sammenligning av lønnsomhet mellom selskaper.

Tobins q som måletall er en kombinasjon mellom regnskapsbaserte instrumenter som totalkapital og return on assets (ROA) og markedsbaserte måleinstrumenter som return on

sales (ROS). En følge av dette er at Tobins q tar med seg styrker og svakheter fra begge disse metodene. Likevel viser studier at Tobins q er det målet på selskapsverdi som faktisk gir flest signifikante resultater. Dette sees blant annet i studiene til Bøhren og Ødegaard (2001) hvor de benytter ulike måletall for å forklare sine resultater. Q er det av måletallene som er mest signifikant igjennom alle testene som Bøhren og Ødegaard gjennomfører.

Jeg har valgt å definere Tobins q som summen av markedsverdien av aksjer og bokverdien av gjelden, dividert med bokverdien av totale eiendeler. Dette er i tråd hvordan Minguez og Martin-Ugedo (2003) definerer Tobins q i sine studier.

$$\text{Tobins } q = \frac{\text{Markedsverdi} + \text{Total gjeld}}{\text{Totale eiendeler}}$$

5.4.2 Dummy variabler

Dummy variabler er kvalitative variabler som beskriver nærvær eller fravær av en kvalitet eller effekt. En dummy variabel er en variabel med bare to mulige verdier; 0 og 1. Variabelen er konstruert slik at en enhet har verdien 1 om den tilhører en bestemt gruppe, og 0 om den ikke tilhører denne gruppen. Jeg har konstruert tre ulike dummys ut ifra ulike typer familieeierskap:

Familie_Alle: Er en dummy variabel med verdi = 1 dersom en av selskapets eiere tilhører familien som stiftet selskapet og eier mer enn 10 % av selskapet. Denne dummy variabelen skiller ikke på hvorvidt familien har gjennomgått et generasjonsskifte eller ikke.

Familie_flere_generasjoner: Er en dummy variabel som har verdi = 1 dersom en av selskapets eiere tilhører familien som stiftet selskapet og eier mer enn 10 % samt at denne eier er arving eller etterkommer av personen som stiftet selskapet. Det vil si et selskap som har en familie som har opplevd et eller flere generasjonsskifter som eier.

Familie_første_generasjon: Er en dummy variabel som har verdi = 1 dersom en av selskapets eiere tilhører familien som stiftet selskapet og eier mer enn 10 % samt at denne eieren er den samme som startet selskapet. Det vil si et selskap som har en familie som ikke har opplevd et generasjonsskifte som eier.

5.4.3 EBIT margin

EBIT margin er et lønnsomhetsmål som er nyttig når en skal sammenligne flere selskaper, spesielt innenfor en sektor eller type næring. EBIT margin defineres som selskapets EBIT (earnings before interest and taxes) dividert med totale inntekter. Et selskaps EBIT vil si dets inntjening før finansposter og skatt, og måler et selskaps inntjeningsstyrke før renter og skatt betales. EBIT blir også kalt operasjonsprofitt.

$$EBIT\ margin = \frac{EBIT}{Totale\ inntekter}$$

EBIT margin er tatt med som forklarende variabel da det vil være interessant og måle om de ulike eierstrukturene vil påvirke et selskaps lønnsomhet. Spennende resultater vil innbære forskjeller i lønnsomhet blant familieselskaper mot ikke familieselskaper samt hvorvidt det er forskjell i lønnsomheten hos familiebedrifter som har gjennomgått et generasjonsskifte kontra de familiebedriftene som ikke har det.

5.4.4 Likviditetsgrad

Likviditetsgrad eller "current ratio" måler bedriftens evne til å dekke sine betalingsforpliktelser etter hvert som disse forfaller. Likviditetsgrad kan måles på tre forskjellige måter og jeg har valgt å benytte likviditetsgrad 1. Den måles ved å dividere omløpsmidler på kortsiktig gjeld, slik at høyere likviditetsgrad vil gjengi hvor likvid selskapet er.

$$Likviditetsgrad\ 1 = \frac{Omløpsmidler}{Kortsiktig\ gjeld}$$

Hvis omløpsmidlene til et selskap er mer enn dobbelt så store som dets kortsiktige gjeld kan en si at selskapet har en god kortsiktig finansiell styrke, dvs. en likviditetsgrad større enn 2. Hvis derimot kortsiktig gjeld overgår omløpsmidlene, har selskapet problemer med å innfri lånebetingelsene på kortsiktig gjeld.

Jeg har valgt å ta med likviditetsgrad som en forklarende variabel da dette vil være med på å gi en pekepinn på hvorvidt hypotesen om at familieselskaper tar mindre risiko enn andre selskaper stemmer. Dersom denne hypotesen er riktig vil et familieselskap være mer forsiktige med å ta opp gjeld og mer opptatt av å være et likvid selskap enn de ikke familiestyrt selskapene. Hypotesen sier som sagt at vi vil observere høyere likviditetsgradverdier for familieselskapene.

5.4.5 Omsetning

Omsetning er tatt med som et mål på selskapsstørrelse. Dette har jeg gjort først og fremst for å få en indikator på om familiebedrifter er forskjellige fra ikke familiebedrifter når det gjelder selskapsstørrelse. I tillegg kan det være interessant å se denne variabelen sammenlignet med andre variabler. For eksempel hvorvidt utenlandske investorer trekkes mot store eller små selskaper. Omsetning er definert som salgsinntekter av varer og tjenester.

5.4.6 Prosent av utenlandske investorer

En annen variabel som er inkludert er selskapets prosentandel av utenlandske eiere. Denne variabelen er definert som følgende:

$$\% \text{ Utenlandske investorer} = \frac{\text{Samlet akjseverdi for utenlandske investorer}}{\text{Samlet akjseverdi}}$$

Denne variabelen har jeg valgt å ta med da jeg mener det vil være spennende å se på hvorvidt det er noe mønster i om utenlandske investorer trekkes mot noen bestemt form for eierstruktur, og hvis så er tilfelle vil en diskusjon rundt hvorfor et slikt resultat oppstår være interessant.

5.4.7 Pris/bok verdi

Pris/bok verdi (P/B) er et finansielt mål som brukes til å sammenligne et selskaps bokførte verdier mot dets faktiske markedsverdi. Et selskaps bokførte verdier er et regnskapstall som gjengir hvor stor del av selskapet som eies av aksjonærene. Det vil si et selskaps totale eiendeler minus gjeld og andre forpliktelser, også kalt selskapets egenkapital. Pris/bok-forholdet refereres derfor også ofte som pris/egenkapital-forholdet, som ikke må forveksles med P/E da dette er "price to earnings". Pris/bok-forholdet kan gi et bilde på om en aksje er dyr eller ikke, men med det forbehold om at bokført egenkapital ofte kan være misvisende. Pris/bok er også et uttrykk for markedets vurdering av selskapets fremtidige verdiskapningsevne. For mindre selskaper kan dog spekulasjon om enkeltprosjekter gi høye midlertidige utslag. Men jo større selskapet er, og jo lengre det har vist konsistent gode resultater, jo sikrere er dette et reelt uttrykk for de immaterielle verdier som ligger i selskapet.

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Totale eiendeler-gjeld}}$$

Ut fra formlene kan en se klare sammenhenger mellom de to prestasjonsmålene P/B og Tobins q. Forskjellen ligger i at i tider med inflasjon, vil q være lavere enn P/B. Det er fordi i perioder med høy inflasjon så vil ikke den bokførte verdien reflektere de virkelige kostnadene av å erstatte selskapets eiendeler. Dette kommer av at de inflaterte prisene av eiendelene ikke vil være reflektert i selskapets balanse.

Siden P/B ligner i så stor grad på Tobins q vil det være naturlig å forvente å se en klar sammenheng mellom disse målene i den påfølgende analysen. En høy Tobins q verdi skal implisere en høy P/B verdi. Denne sammenhengen er nyttig som en kontrollsjekk på at de Tobins q verdiene jeg kommer frem til er korrekte og av den grunn er P/B målet den siste variabelen som er inkludert i t-testene. I regresjonsmodellen derimot, gjør likheten mellom Tobins q og P/B at det ut fra økonomisk forstand ikke vil være hensiktsmessig å inkludere dette målet i modellen da variasjonene mellom disse vil være tilnærmet lik hverandre. Dette kommer av at jeg bruker bokførte verdier av gjelden i begge forholdstallene slik at det som varierer i begge forholdstall blir markedsverdien av egenkapitalen. I denne utredningen har jeg derfor gjort regresjonsanalysene slik at P/B er ekskludert fra modellen.

6 Analyse

I denne delen av oppgaven vil jeg presentere resultatene av mine analyser. Oppbygningen i dette avsnittet er i hovedsak lagt opp slik som i metodedelen. Jeg vil først presentere validitetstester av t-testene for sammenligning av to populasjoner. Deretter testes forutsetningen for regresjonsmodellen, før de endelige resultatene av disse testene presenteres. P/B variabelen er inkludert i validitetstestene av t-testene, men ikke i testene tilhørende regresjonsanalysen i henhold til diskusjonen ovenfor.

6.1 Forutsetninger for t-test ved sammenligning av to gjennomsnitt

Som nevnt i metodedelen er kravet til gjennomføring av t-tester at populasjonsdataene som testes er normalfordelte. Jeg valgte å gjennomføre en Anderson-Darling test på samtlige populasjoner for å se hvor godt de fulgte en normalfordeling. Dersom det viser seg at dataen man ønsker å teste ikke er normalfordelt, vil ikke t-testene lenger gi valide resultater. Det var derfor viktig for meg å undersøke variablenes fordeling nærmere slik at jeg ved en eventuell ikke-normalfordeling kunne bruke en annen test for å oppnå fullgode resultater. Av de ulike variablene, var det "Likviditetsgrad", "EBIT margin" og "% utenlandske investorer" som var normalfordelte. De andre tre variablene viste seg ikke å være normalfordelte. Under følger en tabell som viser hver variabel sin Anderson-Darling verdi samt testens p verdi.

Test av normalfordeling	AD-verdi	p-verdi
Tobins q	2,414	0
EBIT margin	0,348	0,456
Likviditetsgrad	0,444	0,267
Omsetning	5,900	0
P/B	2,345	0
% utenlandske investorer	0,567	0,207

Tabell 1. Test av normalfordeling

Disse fordelingstestene førte til at sammenligningen av de ulike variablenes gjennomsnitt ble gjort på to ulike måter. For de normalfordelte variablene brukte jeg t-tester, mens for de ikke-normalfordelte variablene ble en Mann-Whitney test benyttet.

6.2 Forutsetninger for regresjonsanalysen

I denne delen av oppgaven går jeg igjennom de ulike testene som ble gjennomført for å forsikre at den riktige regresjonsmodellen ble brukt samt teste hvorvidt forutsetningene for denne modellen innfris.

6.2.1 Normalfordelte restledd

Anderson-Darling tester ble brukt for å kontrollere at feilleddene til regresjonene var normalfordelte. Testen kan brukes for å se om et datasett følger en bestemt fordeling, i dette tilfelle normalfordeling. Hvis testens p-verdi er lavere enn det bestemte signifikant nivået (vanligvis 0,05 eller 0,10), kan man konkludere med at dataene ikke følger en normalfordeling. Resultatene er gjengitt i tabellen nedenfor.

Test av normalfordeling	AD-verdi	p-verdi
Familie alle	0,431	0,28
Familie flere generasjoner	0,504	0,20
Familie første generasjon	0,374	0,40

Tabell 3. Test av normalfordeling

Som tabellen viser, er feilleddene i alle de tre regresjonene normalfordelte da alle har p-verdi over 0,05. Et normalfordelingsplott ble også tegnet som kontrollsjekk. Her viste det seg at en av observasjonene har verdi et godt stykke unna normalen. Dette er selskapet SubSea 7, som har en meget høy Tobins q. Ved å kjøre regresjonene på nytt og utelate dette selskapet ble feilleddene mer normalfordelte samt at graden av kurtosis, som indikerer "tunge" haler i normalfordelingsplottet, ble noe mindre. Likevel har jeg ikke valgt å utelate selskapet, da selve regresjonsresultatene ikke ble betydelig forandret og kravene tross alt er oppfylt selv med SubSea 7 inkludert. Et annet argument for å beholde selskapet i analysen er at det allerede noe mangelfulle antall observasjoner vil bli ytterligere redusert.

6.2.2 Ingen autokorrelasjon

Regresjonene oppfylder kravene til gjennomføring av en Durbin-Watson test for autokorrelasjon. Tabellen under viser resultater fra de ulike Durbin-Watson testene. Samtlige regresjoner oppfylder kravet om ingen autokorrelasjon da testverdien er over fareverdien på $d=1$.

Test for autokorrelasjon	Durbin-Watson statistikk
Familie alle	2,03
Familie flere generasjoner	2,13
Familie første generasjon	2,28

Tabell 4. test for autokorrelasjon

6.2.3 Ingen perfekt multikolaritet

Testen for å kontrollere at ingen av de uavhengige variablene korrelerer ble gjennomført ved å sette opp en korrelasjonsmatrise. Matrisen er gjengitt under og viser at ingen av variablene korrelerer med hverandre i den grad det kan kalles høy korrelasjon. Kravet om ingen multikolaritet er derfor oppfylt.

Test for multikolaritet	Ebit margin	Likviditetsgrad	Omsetning
Ebit margin	1.000		
Likviditetsgrad	0.285	1.000	
Omsetning	-0.179	-0.293	1.000

Tabell 3. Test for multikolaritet

6.2.4 Homoskedastisitet

Det siste kravet for at OLS regresjonen skal være robust er at feilleddene har konstant varians. Ved å plote feilleddene fra regresjonene mot de ulike uavhengige variablene viste det seg at det trolig fantes innslag av heteroskedastisitet. For å undersøke dette nærmere valgte jeg å gjennomføre en Breusch-Pagan test. Testens nullhypotese er at materialet er homoskedastisk og den alternative hypotesen at datamaterialet er heteroskedastisk.

Tabellen under viser resultatet av testen.

Breusch-Pagan test	Chi2	Prob > chi2
Familie Alle	21.14	0.0008
Familie flere generasjoner	20.56	0.001
Familie første generasjon	25.32	0.0001

Tabell 6. Breusch-Pagan test

Ut fra testens p-verdier ser man at testen viser statistisk signifikante testverdier på 5 % signifikansnivå og nullhypotesen om homoskedastisitet må derfor forkastes. Mistanken om heteroskedastisitet er derfor bekreftet. En mulig løsning på dette problemet er å kjøre en

robust regresjonsmodell, som forklart i metodedelen. Problemet med denne fremgangsmåten er at den krever et større antall observasjoner. Da antall observasjoner i denne analysen ikke kan anses som tilstrekkelig velger jeg å se bort fra denne løsningen.

Problemet med heteroskedastisitet skyldes trolig at en del av observasjonene inneholder ekstreme observasjoner som ligger langt fra gjennomsnittet. Ved å skrive om variablene til den naturlige logaritmen vil ekstreme verdier bli "trukket" inn slik at avviket ikke blir så stort. Resultatene av de nye Breusch-Pagan testene er vist i tabellen under.

Breusch-Pagan test	Chi2	Prob > chi2
Familie Alle	6.94	0.1391
Familie flere generasjoner	4.97	0.29
Familie første generasjon	1.5	0.8262

Tabell 5. Breusch-Pagan test

Resultatene viser ikke lenger statistisk signifikante testverdier og man kan altså ikke forkaste nullhypotesen om homoskedastisitet. Ved å skrive om variablene til den naturlige logaritmen er dermed problemet med heteroskedastisitet unngått.

Vi kan dermed konkludere med at feilleddene har konstant varians og at samtlige av kravene for gjennomføring av OLS regresjoner er oppfylt. Den endelige regresjonsmodellen som vil benyttes i analysene ser da slik ut;

$$\ln_tobins\ q_t = \ln_ebitmargin_t + \ln_likviditetsgrad_t + \ln_omsetning_t + \ln_ \%_utenlandske_t + dummy$$

6.3 Resultater

Tabell 6. viser resultatene av Mann-Whitney og t-testene. Resultatene som er oppgitt på formen $p = x$ er resultater fra Mann-Whitney tester.

De andre er oppgitt med t-verdier. Tabell 7. er en oversikt over resultatene av de ulike regresjonene. Jeg vil i det påfølgende drøfte resultatene til hver enkelt variabel.

Oppsummerende statistikk etter eierskap

Variabel	Familie	Familie flere generasjoner	Familie første generasjon	Ikke familie	Fam vs. ikke Fam	Flere gen vs. Ikke Fam	Første gen vs. Ikke fam	Flere gen vs. Første gen
	Gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Signifikans	Signifikans	Signifikans	Signifikans
Tobins q	1.162	1.064	1.288	1.235	p = 0.055*	p = 0.017**	p=0.57	p=0.56
EBIT margin	0.203	0.203	0.203	0.228	-0.58	-0.53	-0.44	0
Likviditetsgrad	2.820	2.344	3.432	1.763	2,19**	1,32*	2,06**	-1,31*
Omsetning	2612751.4	2088172.7	3287209.6	3656266.8	p = 0.82	p = 0.99	p = 0.72	p = 0.83
% Utenlandske investorer	6.566	5.860	7.625	19.165	-1,92**	-2,04**	-1,60*	-0.51
P/B	2.09	2.04	2.42	2.10	p = 0.98	p = 0.95	p = 0.87	p = 0.75

*, **, *** er signifikant på hhv 1 %, 5 % og 10 % nivå

Tabell 6. Oppsummerende statistikk etter eierskap

Tabell 7. viser som sagt resultatene av regresjonsanalysene. Legg merke til variabelen "%_utenlandske" står i kursiv. Dette kommer av at jeg ikke hadde tilgjengelig informasjon om andelen av utenlandske investorer til samtlige selskaper. Disse verdiene er derfor et resultat av regresjoner hvor selskapene hvor denne informasjonen manglet er utelatt. I tillegg er bare selskaper som har gjennomgått ett eller flere generasjonsskift inkludert av familieselskapene i regresjon 2. Det samme gjelder for familieselskaper som ikke har gjennomgått et generasjonsskifte og regresjon 3.

Variabler	1	2	3
	<i>Tobins q</i>	<i>Tobins q</i>	<i>Tobins q</i>
Konstant	-0.2946 (-0.62)	-0.0960 (-0.2)	-0.0420 (-0.07)
Familie	-0.0182 (-0.22)		
Familie_flere_generasjoner		-0.1390* (-1.76)	
Familie_første_generasjon			0.2019* (1.85)
EBIT_margin	0.0544 (1.28)	0.01364 (0.33)	0.1837** (2.71)
Likviditetsgrad	0.0235 (0.32)	-0.0209 (-0.29)	-0.0437 (-0.44)
Omsetning	0.0386 (1.25)	0.02326(0.754)	0.0369 (1.01)
<i>%_utenlandske</i>	0.186**	0.128*	0.160**
R ²	13.76 %	24.55 %	40.41 %

*, **, *** er signifikant på hhv 10 %, 5 % og 1 % nivå

Tabell 7. OLS regresjoner av Tobins q

6.3.1 Tobins Q

Som sagt er ikke datamateriale på Tobins Q normalfordelt og forskjeller i dette måleinstrumentet er derfor målt ved Mann-Whitney tester. Det mest oppsiktsvekkende resultatet her er at familiebedrifter gjør det signifikant dårligere (ca 6,5 %) enn ikke familiekontrollerte bedrifter. Dette er i tråd med studier av Holderness og Sheehan (1988), Chen, Hexter og Hu (1993) og Randøy og Dibrell (2003). Årsakene til dette resultatet kan være mange. Først og fremst kan resultatet komme av at familiebedrifter har en større risikoaversjon enn andre bedrifter (se analysen av likviditetsgrad). Som Fama og Jensen (1998) påpeker har eierfamilier ofte store deler av sin kapital investert i bedriften og vil derfor være mer forsiktig med tanke på opptak av gjeld. Agrawal og Nagarajan (1990) argumenterer for det samme og legger til at familiebedrifter også er mindre eksponert mot nyinvesteringer. Disse argumentene antyder at familiebedrifter, på grunn av sin risikoaversjon og forsiktighet, kan gå glipp av selskapsvekst, gode prosjekter og kunder og derfor kommer dårligere ut enn andre bedrifter i mine analyser. Et annen viktig poeng i denne sammenhengen er at mine undersøkelser ser på selskaper innen shipping. Som forklart er dette en meget kapitalintensiv bransje hvor selskapene ofte besitter store lån. Muligens kan familiebedriftenes risikoaversjon gjøre at de gjør det dårligere i en slik kapitalintensiv bransje. Vi kan derimot ikke si dette sikkert uten å ha sett nærmere på tolkningen av selskapenes likviditetsgrad.

Et annet argument for dårligere resultater for familiebedrifter kan være at de familiebedriftene som er med i denne oppgaven sitter på veldig store eierposter. Anderson og Reeb (2003) påviser riktignok at familiebedrifter har en høyere Tobins q enn ikke-familiebedrifter men at dette avtar i takt med størrelsen på familiens eierposisjoner. Da jeg ikke har undersøkt de ulike familienes eierandeler i størrelse, kan jeg ikke med sikkerhet si at dette er en årsak. Likevel er det en sannsynlig årsak.

En nærmere titt på tabell 6. viser dog at familiebedrifter som har gjennomgått et generasjonsskifte har klart lavest gjennomsnittlig Tobins q verdier (ca. 13,5 % dårligere enn ikke-familiebedrifter). En nærmere studie av regresjonsanalysen viser det samme. Her forklarer variabelen som indikerer et generasjonsskifte en signifikant nedgang i logaritmen til Tobins q verdien på 13.9 %. Dette kan være en forklaring på familiebedriftenes svake resultater da dette er en generell variabel som inneholder både bedrifter som har

gjennomgått et generasjonsskifte og de familiebedriftene som ikke har det. At familiebedrifter hvor første generasjon fortsatt er aktive gjør det bedre enn familiebedrifter sett under ett samt bedre enn ikke-familiebedrifter underbygger dette.

Dette er også resultatet i en rekke andre studier av familiekontrollerte selskaper, Morck et al (1988), Anderson og Reeb (2003), Villalonga og Amit (2004) og Miller, LeBreton-Miller, Lester og Cannella (2007). En årsak til verditapet gjennom generasjoner kan komme av at de øverste lederrollene blir værende i familien. Det vil si at ledelsen av selskapet går i arv slik at tankegang, metoder og visjoner har større sjanse for å forbli uforandret. Dette kan slå negativt ut dersom enkelte metoder og angrepsvinkler viser seg ikke å være optimale eller mer sannsynlig har gått ut på dato. Teoretiske modeller på arv og etterfølgere av lederstillinger antyder at profesjonelle kandidater vil være mer lønnsomme og effektive enn en kandidat rekruttert internt i familien (Bhattacharya og Ravikumar, 2002 og Burkart et al., 2003). Likevel skulle en tro at en familierepresentant i ledelsen ville redusere interessekonflikter mellom ledere og eiere av selskapet.

Schulze, Lubatkin og Dino(2003) peker på et annet problem som oppstår når familiebedriften gjennomgår et generasjonsskifte. Disse argumenterer for at foreldrenes godhet ovenfor sine barn vil hindre dem i en hensiktsmessig overvåking av selskapet. Tanken er at feilavgjørelser og dårligere resultater blir mer godtatt i slike bedrifter slik at dette kan forekomme i større grad. Videre fører dette oss inn på prinsipal-agent problemet. Dersom Schulze, Lubatkin og Dino har rett, vil det si at familieselskapets leder har et større spillerom hvor feil godtas i større grad og kan derfor gi større mulighet til å utøve handlinger etter egen interesse. Motsigende til dette er teorien til Fama og Jensen (1983) som sier at et hvert familiemedlem har store eiendeler investert i selskapet og derfor blir lederens interesse den samme som eiernes interesse.

Et annet problem med internrekruttering innad i familien er at utvalget av aktuelle kandidater å velge mellom blir vesentlig mindre. Det hevdes at dette fører til lavere kvalitet blant ledere i familiebedrifter som igjen fører til dårligere resultater (Burkart, Panunzi og Shleifer, 2003).

Dersom det er slik at det er familiebedriftene som har gjennomgått et generasjonsskifte som drar ned den gjennomsnittlige Tobins q verdien for alle familieselskaper, må det innebære at familiebedrifter med en aktiv førstegenerasjon gjør det relativt bra. Dette er også resultatet i mine analyser. Gjennomsnittlig har førstegenerasjonsbedriftene ca 17,5 % høyere Tobins q verdi enn familiebedrifter som har gjennomgått generasjonsskifte. Disse bedriftene viser seg også å ha ca 4 % høyere Tobins q enn ikke-familiebedrifter, noe som gjør de til den gruppen bedrifter med høyest gjennomsnittlig Tobins q. Disse resultatene er dog ikke signifikante men stemmer overens med studier av Morck et al. (1988) og Miller, LeBreton-Miller, Lester og Cannella (2007). Den siste studiens resultater har spesifikt sett på forskjellen i verdiskapning mellom førstegenerasjons familiebedrifter og flergenerasjonsbedrifter og resultatene viser at kun førstegenerasjons familiebedrifter viser en økning i markedsverdi. Regresjonsanalysen viser at familiebedrifter som ikke har gjennomgått et generasjonsskifte øker den logaritmiske verdien til Tobins Q med ca 20 % kontra ikke-familiebedrifter. Dette resultatet er signifikant på 10 % signifikansnivå.

Sammenfallet med mine resultater og tidligere studier underbygger teorien om at familiebedriftenes svake resultat kontra ikke-familiebedrifter stammer fra meget svake Tobins q verdier fra familiebedrifter som har gjennomgått et eller flere generasjonsskifter. Det vil si at en påstand om at familiebedrifter generelt gjør det dårligere enn ikke-familiebedrifter stemmer, men at det er viktig å dele familiebedrifter videre inn i grupper basert på ytterligere informasjon om eierstrukturen. Analysen viser at en kategorisering av familiebedrifter som en generell gruppe kan gi resultater som lett kan mistolkes. De tydelige forskjellene mellom de to ulike kategoriene av familiebedrifter gir god grunn til å konkludere med at flergenerasjonsbedrifter har negativ effekt på selskapsverdien og at førstegenerasjons familiebedrifter gjør det bedre enn flergenerasjonsbedrifter. I mine analyser av familiebedrifter er 57 % familiebedrifter som har gjennomgått et eller flere generasjonsskifter mens de resterende 43 % er førstegenerasjons familiebedrifter. Det er også med på å forklare hvorfor familiebedrifter generelt gjør det dårligere, da den gruppen av familiebedrifter som gjør det klart dårligst blir mest vektlagt.

Litt vanskeligere blir det å slå fast at førstegenerasjonsbedriftene gjør det bedre enn ikke-familiebedriftene. Dette fordi resultatene fra Mann-Whitney testene ikke er signifikante.

Likevel viser regresjonsanalysen at førstegenerasjons familiebedrifter har en positiv effekt på den logaritmiske verdien til Tobins q. I tillegg tyder tidligere forskning på at en slik hypotese også kan være korrekt.

Et viktig aspekt, og en mulig svakhet med denne analysen, er at Tobins q vil være positivt korrelert med vekstutsikter. Dette kan bety at en høyere Tobins q verdi for noen typer selskaper kan skyldes forskjeller i vekststadier. Problemet forsterkes ved at analysen ser på selskapene i perioden fra 1994 – 2007, som er en periode med meget god økonomiskvekst.

6.3.2 EBIT margin

Datamaterialet på EBIT marginen er normalfordelt, og de ulike forskjellene i dette lønnsomhetsmålet er testet ved t-tester. Som tabellen viser, er det svært liten forskjell på de ulike selskapsklassifiseringene når det kommer til lønnsomhet. Dette er i tråd med studier gjort av Klein og Jaskiewicz (2008). Deres arbeid går ut på å samle resultater fra 55 ulike studier som ser på familieselskapers lønnsomhet. Hele 46 % av disse studiene viser seg å finne resultater som viser at familiebedrifter gjør det bedre enn andre selskaper målt ved Tobins q. Når det derimot kommer til lønnsomhet, viser flesteparten av de relevante studiene ingen signifikant forskjell mellom de ulike eierskapsstrukturene. I mine studier har ikke-familiebedriftene en svakt høyere gjennomsnittlig EBIT margin enn sine motparter. Dette er derimot ingen signifikant forskjell.

Bedre lønnsomhet burde gjenspeile bedre resultat og inntjening. I følge finansiell teori er aksjekurser et estimat på dagens verdier pluss fremtidig neddiskontert inntjening. Dette skulle bety at høy lønnsomhet er forenelig med en høy Tobins q verdi. Regresjonsanalysen viser en signifikant sammenheng mellom disse måleenhetene, der høyere EBIT margin slår ut i høyere verdi av den naturlige logaritmen til Tobins q.

Resonnementet over kan vi derimot ikke finne igjen i tabell 6. Førstegenerasjons familiebedrifter har ikke markert høyere EBIT margin enn familiebedrifter som har gjennomgått et generasjonsskifte selv om disse selskapene har betydelig høyere Tobins q. Det kan derfor tyde på at det er andre forhold som gir forskjeller i Tobins q verdier utover lønnsomhet.

Et slikt forhold kan være holdning til risiko som jeg kommer tilbake til når variabelen "likviditetsgrad" skal tolkes. Et annet forhold kan være at familiebedrifter i stor grad har en "låst" eierstruktur. Det vil si at aksjene til selskapet er mindre likvide da en stor andel av disse er eid av familiemedlemmer som ikke vil selge. En lite likvid aksje er lite attraktiv for investorer som ofte er avhengig av å utløse posisjoner når de trenger kapital. I tillegg gjør dette familieselskaper til mindre aktuelle oppkjøpskandidater, hvilket er negativt for aksjonærene da et oppkjøp ofte gir svært gode gevinster.

I tidligere studier (Morck et al. 1988, Palia og Ravid, 2002, Adams et al., 2003 og Fahlenbrach, 2004) argumenteres det for at en familiedominert eierstruktur kan redusere prinsippal-agent problemer. Dersom dette er riktig er det rimelig å anta at det vil gjenspeiles i selskapets produktivitet og derav lønnsomhet. Resultatene fra analysen viser ingen støtte for en slik hypotese. I mine analyser viser det seg at det er bedriftene som ikke er kontrollert av en familie som er mest lønnsomme målt ut ifra EBIT margin. Dette gir dermed støtte til hypotesen om at en profesjonell ledelse som er rekruttert fra et stort utvalg kvalifiserte kandidater vil gjøre det bedre enn en ledelse der flere stillinger besittes av internrekrutterte familiemedlemmer (Caselli og Gennaioli, 2002; Burkart et al., 2003).

6.3.3 Likviditetsgrad

Datamaterialet på Likviditetsgrad er normalfordelt, og de ulike forskjellene i dette lønnsomhetsmålet er testet ved t-tester. Som følge av at familier ofte har store deler av sin formue investert i familiebedriften, sier en hypotese at slike bedrifter vil være mindre villige til å ta risiko. Risiko referer her til selskapets evne til å møte kortsiktige lånebetingelser og vi forventer derfor å observere høyere likviditetsgrad for familieselskapene. Resultatene fra analysen støtter opp om denne hypotesen og er forenelige med undersøkelsene til Agrawl og Nagarajan (1990) og Fama og Jensen (1998). Vi ser at familiebedrifter på generelt grunnlag har ca 60 % høyere likviditetsgrad enn ikke familieselskaper. Familieselskapene har i tillegg en likviditetsgrad over 2. Omløpsmidlene er altså mer enn dobbelt så store som den kortsiktige gjelden, som jeg tidligere i oppgaven definerte som et likvid selskap. Ikke-familie bedriftene kan, ut ifra denne definisjonen, ikke karakteriseres som likvide. De er derimot med god margin over faregrensen på 1.

En interessant observasjon er at den høye likviditetsgraden ikke ser ut til å ha en negativ effekt på Tobins q verdiene. Familiebedriftene som ikke har gjennomgått et

generasjonsskifte har både høyeste Tobins q verdier samt høyeste likviditetsgrad. Agrawal og Nagarajan (1990) argumenterer for at familieselskapenes risikoaversjon vil hindre ekspansjonsmuligheter og profitable nyinvesteringer og at dette vil kunne føre til en lavere verdi av disse selskapene. Disse påstandene sammenfaller altså ikke med mine resultater ved sammenligning av gjennomsnittsverdiene for de ulike selskapsstrukturene.

Regresjonsanalysen derimot viser at en høyere logaritmisk verdi av likviditetsgrad vil føre til lavere verdier av den naturlige logaritmen til Tobins q for både familiebedrifter som har gjennomgått et eller flere generasjonsskifter samt for de som ikke har det. At de to ulike testene er noe motsigende i dette tilfelle, kan komme av at antall observasjoner er en tanke lavt og at usedvanlige høye eller lave observasjoner vil få stor betydning selv om variablene er skrevet om til den naturlige logaritmen.

På tross av disse svakhetene kan resultatene sies å underbygge hypotesen om en større grad av risikoaversjon hos familieselskapene. Dette ønsket om å være likvid og rustet for dårligere tider viser derimot liten effekt på selskapsverdien i mine analyser. Det kan likevel tenkes å spille inn på andre områder som for eksempel hvor attraktivt selskapene fremstår for utenlandske investorer.

6.3.4 Omsetning

Datamaterialet på omsetning er ikke normalfordelt, og de ulike forskjellene i dette størrelsesmålet er følgelig testet ved Mann-Whitney tester. Ut ifra tabell 6. kan vi lese at de største selskapene er de ikke-familiekontrollerte selskapene. Disse er i snitt ca 40 % større enn familiebedriftene sett under ett. Tabellen viser også at størrelsen på selskapene ser ut til å avta etter hvert som familieselskapene gjennomgår et generasjonsskifte.

Førstegenerasjons familiebedrifter er ca 55 % større enn familiebedrifter som har gjennomgått et generasjonsskifte. Dette er en interessant observasjon og kan knyttes opp mot tolkningen av de tidligere variablene. I analysen av de ulike Tobins q verdiene har jeg kommet frem til at selskapsverdien vil avta etter hvert som familieselskaper gjennomgår ett eller flere generasjonsskifter. Det kan derfor trekkes en sammenheng mellom fallende Tobins q og fallende selskapsstørrelse. Dette virker logisk da en lavere lønnsomhet mest sannsynlig vil føre til en lavere selskapsvekst. Følgelig vil familieselskaper som har gjennomgått et eller flere generasjonsskifter vokse saktere eller, sagt på en annen måte,

oppleve avtagende vekst. Regresjonsanalysen viser også til en høyere logaritmisk verdi av Tobins q for økende selskapsstørrelse.

En annen variabel som kan være med på å forklare disse størrelsesforskjellen er likviditetsgrad. Her konkluderte jeg med at familieselskapene hadde en større risikoaversjon enn ikke-familiebedrifter og selv om dette ikke hadde direkte effekt på selskapsverdien, ville det kunne føre til lavere vilje til ekspansjon og nyinvesteringer. Dette stemmer overens med funnene om selskapsstørrelse da familieselskapene generelt er mindre enn ikke-familieselskaper. Sammenhengen er ikke helt entydig da førstegenerasjons familiebedrifter har en høyere likviditetsgrad (risikoaversjon) enn familiebedrifter som har gjennomgått ett generasjonsskifte og i tillegg er større målt i omsetning.

Legg merke til at forskjellene i omsetning ikke er signifikante.

6.3.5 Prosent av utenlandske investorer

Datamaterialet på andel av utenlandske investorer er normalfordelt og de ulike forskjellene i dette størrelsesmålet er følgelig testet ved t-tester. Andelen av utenlandske investorer har økt betraktelig i årene fra 1994 til 2007. I en rapport utformet av Døskeland og Mjøs⁸ vises det til en spesielt rask vekst av utenlandske investorer i perioden fra 2004 til 2007. Denne endringen sammenfaller med perioden med sterk økning i oljeprisen og det hevdes at dette kan være en del av forklaringen.

Vi ser av tabell 6. at det eksisterer en mye større andel av utenlandske investorer i selskapene som ikke er kontrollert av en familie. Andelen eid av utenlandske investorer er nesten tre ganger så stor i disse selskapene som i familiebedrifter sett under ett. Disse forskjellene er signifikante.

Det er likevel en interessant observasjon at utenlandske investorer i større grad ser ut til å unngå selskaper med en familie som største eier.

Statistikk fra statistisk sentral byrå⁹ viser at utenlandsk eierskap er sterkest konsentrert i større selskaper. Tolkningen om at utenlandske investorer unngår familiekontrollerte selskaper kan derfor være noe rask og muligens feil. Statistikk viser altså at utenlandske

⁸ SNF-rapport nr. 14/08, Utvikling av eierstrukturen på Oslo Børs En beskrivelse av eierstrukturutviklingen for børsnoterte selskaper i perioden 1994 – 2007 Trond Døskeland og Aksel Mjøs

⁹ <http://www.regjeringen.no/nou/dep/fin/dok/nouer/2003/nou-2003-9/21.html?id=382064>

investorer foretrekker selskaper av en viss størrelse. Tidligere har vi sett at selskapene som er størst målt etter omsetning, er selskapene som ikke er familiekontrollerte. Dette kan derfor være en årsak til en høyere eierandel blant utenlandske investorer i disse selskapene.

Samme statistikk viser til at utenlandske eiere tilpasser seg med en lavere egenkapitalandel enn norske eiere og det debatteres om hvorvidt utenlandske foretak i større grad finansierer ekspansjon med låneopptak. Det er her snakk om hele selskaper og ikke enkelt investorer, men dersom vi antar at dette er en forskjell som også kan finnes igjen blant norske og utenlandske investorer, er dette også en mulig forklaring på skjevfordeling av utenlandske investorer blant selskapene i mine analyser. Under diskusjonen av forskjellene i likviditetsgrad blant selskapsformene i analysen, vises det til en betydelig lavere likviditetsgrad blant ikke-familiekontrollerte selskaper. I tråd med statistikken fra statistisk sentralbyrå viser mine analyser at utenlandske investorer er sterkest konsentrert i selskaper som i større grad finansierer ekspansjon med låneopptak.

En annen, noe enklere men likevel sannsynlig, forklaring på en mindre andel av utenlandske investorer blant familieselskaper er mangel på informasjon om selskapene og om familiene som driver de. Det er naturlig å anta at norske investorer har mer kjennskap til familier som Stolt-Nielsen, Wilhelmsen og Odfjell enn utenlandske investorer. Dette kan gjøre at de utenlandske investorene er mer skeptiske til å gå inn på eiersiden i disse selskapene. En norsk investor derimot vet sannsynligvis mer om familienes forretningshistorie, lederstil og tidligere resultater og dette kan bidra til økte investeringsinsentiver.

Ut fra regresjonsanalysen ser vi signifikante verdier på at den logaritmiske verdien til Tobins q vil øke med andelen av utenlandske investorer. Dette kan indikere at utenlandske investorer generelt vil øke selskapsverdien, selv om det finnes lite bevis for en slik sammenheng.

For utenlandske investorer er et viktig aspekt ved investeringer i andre land hvordan myndighetene og staten opptrer og bevarer selskapers og aksjonærenes rettigheter. I Norge generelt må det sies at disse forholdene er godt ivaretatt. Likevel har det i nyere tid oppstått en konflikt mellom flere norske rederier og den norske stat som kan være interessant for utviklingen av andelen utenlandske investorer i shippingbransjen i fremtiden.

Staten har krevd at rederiene skal tilbakebetale en skatteregning på hele 21 milliarder. Rederiene på sin side hevder at dette er i strid med grunnlovens paragraf 97. om tilbakevirkende kraft. Dette er et godt eksempel på uroligheter som svekker troverdigheten til den norske stat internasjonalt og som kan få følger for investeringslysten til utenlandske investorer. Blant redere og analytikere hersker det liten tvil om at dette har gjort utenlandske investorer mer skeptiske til norske rammebetingelser.

I en artikkel på nettutgaven til Aftenposten 12.01.10, sier shippinganalytiker Martin Korsvold i meglerhuset Pareto følgende:

” For shipping som helhet er diskusjonene og rettssakene rundt rederiskatten veldig negativt. Alle slike saker gjør det vanskeligere å få utlendinger til å investere i norskregistrerte skipseiende selskaper. Rettssaken som pågår nå bekrefter påstandene som ligger der ute at norske rammebetingelser ikke er forutsigbare over tid”¹⁰.

Selv om denne hendelsen ligger utenfor min analyseperiode er det viktig å være klar over at et lands rammebetingelser spiller en stor rolle for hvorvidt utenlandske investorer ser på norske selskap som attraktive. I shipping generelt konkurreres det i et internasjonalt marked om oppdrag og de norske rammebetingelsene burde derfor utarbeides i samsvar med internasjonale standarder. Saken om denne skatteregningen har gjort utenlandske investorer usikre på hvor stabile de norske rammebetingelsene er og hvorvidt norske myndigheter er til å stole på. Som følge av dette kan andelen av utenlandske investorer falle i fremtiden. Dette er negativt for den norske shippingnæring da tilgang på kapital blir mindre.

At shippingbransjen er internasjonal og både familieselskapene og ikke-familieselskapene driver mye av sin virksomhet internasjonalt skulle kanskje tilsi at skjevheten av utenlandske investorer blant de ulike selskapsformene skulle være mindre. Likevel må det sies å være klare indikasjoner på at det i denne bransjen er mindre utenlandske investorer blant familiebedriftene.

6.3.6 Pris/bok verdi

Datamaterialet på Likviditetsgrad er ikke normalfordelt, og de ulike forskjellene i dette størrelsesmålet er følgelig testet ved Mann-Whitney tester. Når det gjelder pris/bok

¹⁰ <http://www.aftenposten.no/okonomi/article3459953.ece>

variablene er denne tatt med som en kontrollvariabel. Dersom beregningene av Tobins q er riktige, er det rimelig å anta at man vil se klare likheter mellom resultatene til Tobins q og pris/bok verdiene da definisjonen av disse måleenhetene er relativt like. Dette er også tilfelle i mine analyser. Rangeringen fra høyeste til laveste verdi for de to målene er like. Det var også en signifikant sammenheng mellom høy pris/bok verdi og høy logaritmisk Tobins q verdi, noe som underbygger dette. Likheter mellom forholdstallene gjorde at jeg valgte å utelate pris/bok fra regresjonsmodellen.

Tolkningen av forskjeller i gjennomsnittsverdier for dette målet blir derfor meget lik som tolkningen av forskjeller i Tobins q .

6.4 Svakheter ved analysen

Problemer som har oppstått underveis er forsøkt å løses på best mulig måte. Jeg har likevel gjennom analysen påpekt enkelte svakheter som har påvirkning på resultatene i denne utredning.

Først og fremst er undersøkelsene gjort på et lite antall observasjoner. Datamaterialet er stort med hele 13 år med observasjoner fordelt på 32 selskaper, men siden analysen sammenligner gjennomsnittsverdiene for hver variabel blir det kun 32 observasjoner av hver variabel. Likevel har en del av resultatene vist seg å være signifikante, selv om andelen signifikante resultater nok vil vært større med et større antall observasjoner.

Denne første svakheten gir grunnlag for en annen mindre svakhet, problemet med heteroskedastisitet. Her gjør det lille antallet observasjoner at ekstreme verdier får mer å si i forhold til de normale verdiene. Dette gjør det vanskeligere å få konstant varians blant variablene. Dersom vi har heteroskedastisitet, vil dette ha en påvirkning på resultatene av t -testene. Breusch-Pagan testene viste at dersom vi skrev variablene om til den naturlige logaritmen, vil dette løse problemet. Likevel viste disse testene verdier svært nære forkastningsgrensen av nullhypotesen om homoskedastisitet. Man skal derfor være klar over at små endringer i modellen kan føre til heteroskedastisitet.

7 Konklusjon

Utledningen har hatt som formål å se på hvorvidt det eksisterer forskjeller i selskapsverdien til familiebedrifter kontra ikke-familiebedrifter innenfor shipping. Selskapsverdi er i denne oppgaven målt ut fra selskapets Tobins q. EBIT margin, likviditetsgrad, omsetning, pris/bok verdi og prosentandel av utenlandske eiere ble brukt som forklarende faktorer på Tobins q verdien.

Funnene viste at det er forskjeller i Tobins q verdiene mellom familiebedrifter og ikke-familiebedrifter. Flere årsaker til dette ble diskutert og jeg kom frem til at inndelingen av familiebedrift på generelt grunnlag ble noe misvisende for resultatet. I tråd med studier av Morck et al (1988), Villalonga og Amit (2004) og Miller, LeBreton-Miller, Lester og Cannella (2007), viste det seg at det var store forskjeller i selskapsverdier mellom familiebedrifter der grunnlegger fremdeles var aktiv i selskapet og de selskaper hvor ledelsen av selskapet var gått i arv. Jeg konkluderer derfor med at førstegenerasjons bedrifter gjør det bedre enn familiebedrifter som har gjennomgått et generasjonsskifte. Videre kan jeg konkludere med at familiebedrifter generelt gjør det dårligere enn andre bedrifter i shippingnæringen, men at dette trolig kommer av at familiebedrifter som har gjennomgått et generasjonsskifte er overrepresentert når vi ser på familiebedrifter sett under ett.

Til tross for forskjeller i Tobins q, fant jeg lite forskjeller blant selskapskategoriene når det kom til lønnsomhet. Lønnsomhet er i denne oppgaven målt ut fra EBIT marginen til selskapene. Det viser seg at dette er et resultat som går igjen i liknende forskning. Konklusjonen blir derfor at det er andre forhold som spiller en større rolle for forskjellene i Tobins q enn lønnsomheten.

Ett slikt forhold er likviditetsgraden til selskapene. Her viste det seg at familiebedriftene hadde en betydelig høyere likviditetsgrad enn ikke-familiebedriftene (ca 60 %). Jeg konkluderer derfor ut fra dette med at familiebedriftene kan sies å være mer risikoaverse enn de andre selskapene. Jeg argumenterte så videre med at dette kunne ha en effekt på Tobins q i form av tapte investerings- og ekspansjonsmuligheter som følge av mindre lyst til nyinvesteringer og risikotaking.

Analysen viste også at de største selskapene tilhørte ikke-familieselskapene. Størrelsen på selskapene ble i denne oppgaven målt ut fra selskapenes omsetning. Det ble vist til en

sammenheng hvor Tobins q verdien var økende med størrelsen på selskapene. Ergo var familieselskaper som har gjennomgått ett eller flere generasjonsskifter de minste selskapene målt ut fra omsetning. En årsak til denne sammenhengen kan være at avtagende selskapsverdi er positivt korrelert med avtagende selskapsvekst. En annen forklaring kan være at mindre grad av risikotaking vil føre til lavere selskapsvekst. Den siste forklaringen er logisk, men får mindre støtte i mine resultater da første generasjons familiebedrifter som har høyest Tobins q verdier også har den høyeste verdien av gjennomsnittlig likviditetsgrad.

En interessant observasjon er at utenlandske investorer ser ut til å trekkes bort fra familiekontrollerte selskaper når de skal investerer i shippingselskaper. Andelen av utenlandske investorer er nesten tre ganger så stor i selskaper som ikke er kontrollert av en familie enn i de som er det. Statistikk fra Statistisk sentralbyrå viser derimot at dette kan først og fremst kan skyldes at de utenlandske investorene trekkes mot store selskaper som gjerne har en høy gjeldsgrad og ikke et primært ønske om å unngå familiebedrifter. Det er likevel en interessant observasjon og det legges til at mangel på informasjon om de ulike norske eierfamiliene kan være en mulig årsak til en mindre andel av utenlandske investorer blant disse selskapene. Skattesaken mellom norske rederiene og staten blir også trukket frem som eksempel på rollen som rammebetingelsene i hvert enkelt land for selskaper og aksjoner spiller for investeringslysten til utlendinger.

Til slutt er resultatene for Pris/bok sammenfallende med resultatene for Tobins q, noe som øker sannsynligheten for at resultatene er riktige da disse to målene er relativt likt definert.

7.1 Svar på hypotesene

Innledningsvis satte jeg opp tre hypoteser som jeg ønsket å se nærmere på. Når jeg nå har gjort ferdig analysen ønsker jeg å undersøke nærmere hvorvidt disse hypotesene viste seg å være sanne eller ikke.

Den første hypotesen sa følgende:

Familiebedrifter innen shipping vil ha en lavere selskapsverdi enn andre bedrifter innen shipping målt ved Tobins q?

Ut fra resultatene kan jeg si at denne hypotesen er sann, da det viste seg å være en signifikant lavere Tobins q verdi hos familiebedriftene kontra ikke-familiebedriftene. En

nærmere inndeling av familiebedriftene viste dog at dette kunne skyldes svært lave Tobins q observasjoner blant familieselskaper som hadde gjennomgått ett eller flere generasjonsskifter. Det er likevel en interessant observasjon og hypotese nummer en må sies å være sann, selv om årsakene kanskje ikke er hundre prosent forenelig med årsakene som i første omgang gjorde at jeg satte opp hypotesen. Hypotesen ble i første omgang utarbeidet på grunnlag av at en høyere risikoaversjon blant familieselskapene i shippingbransjen vil føre til lavere Tobins q verdier for disse selskapene. Siden førstegenerasjons familiebedrifter har både den høyeste observerte gjennomsnittlige Tobins q verdien og den høyeste gjennomsnittlige likviditetsgraden, kan vi ikke konkludere med at høy risikoaversjon er ødeleggende for selskapsverdien.

Det er likevel naturlig å anta at familieselskaper har høyere risikoaversjon på grunn av at de har større andel av sin formue investert i selskapet, selv om dette viste seg å ha mindre effekt på selskapsverdien enn først antatt. Hypotese nummer to var derfor følgende:

Familieselskaper innen shipping er mer risikoaverse enn andre shippingsselskaper?

Resultatene her viser at også denne hypotesen kan sies å være sann. Familieselskapene sett under ett har ca 60 % høyere likviditetsgrad enn ikke-familieselskapene og både familieselskaper som har gjennomgått et generasjonsskifte og førstegenerasjons familiebedrifter har høyere likviditetsgrad enn ikke-familieselskaper. Hypotesen om at familiebedrifter i shippingbransjen er mer risikoaverse enn andre shippingsselskaper er altså sann.

Den tredje og siste hypotesen som ble undersøkt i denne oppgaven var:

Selskapsverdien til familieselskaper innen shipping vil avta etter hvert som selskapet gjennomgår generasjonsskifter?

Resultatene viser en signifikant dårligere Tobins q verdi for familieselskaper som har gjennomgått ett eller flere generasjonsskifter kontra familieselskaper som ikke har det. Den tredje hypotesen kan derfor også sies å være sann. Det at denne hypotesen er sann, samt at

førstegenerasjons familiebedrifter har høyere gjennomsnittlig Tobins q verdi enn ikke-familiebedrifter, er som sagt årsaken til at den første hypotesen kun blir erklært sann under tvil.

7.2 Forslag til videre forskning

Familieforetak og betydningen av familieforhold for lønnsomhet og bedriftsutvikling er et emne med uttalige alternativer for videre forskning siden området er forholdsvis nytt.

Muligheter for videre arbeid med min oppgave er blant annet å gjennomføre tilsvarende tester hvor shippingselskaper fra andre land inkluderes. For eksempel kunne en inkludert selskaper fra Skandinavia eller USA for å øke antall observasjoner. På den måte kan en undersøke med mer sikkerhet om risikoaversjon faktisk gjør familieselskaper dårligere stilt i denne bransjen.

Videre kunne det være interessant og gjennomføre tilsvarende tester der man også inkluderer en variabel for selskapsvekst. Først og fremst vil dette være interessant da Tobins q ofte er positivt korrelert med vekst. Man kunne da eventuelt se om forskjeller i Tobins q verdier blant selskapene blant annet skyldes forskjeller i vekststadier. For det andre kunne det også være interessant og se om de ulike selskapene vokser forskjellig i ulike perioder og om det er større innslag av "sunn vekst" blant noen av selskapskategoriene. Med "sunn vekst" mener jeg selskapsvekst i de riktige tidene, altså når inntjening er stor.

8 Referanser

Arcot, S.R., og Bruno, V.G. (2006): *“One size does not fit all, after all: Evidence from corporate governance”*. Mimeo Financial Markets Group

Anderson, R.C. og Reeb, D.M. (2003): *“Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500”*. Journal of Finance, 58:3, 1301-1328

Agrawal, A. og Nagarajan, N. J. (1990): *“Corporate Capital Structure, Agency Costs and Ownership Control: The Case of All-Equity Firm”*. Journal of Finance, XLV, No 4 (1990), 1325-1331.

Barth, E. Gulbrandsen, T. og Schone, P. (2005): *“Family ownership and productivity: The role of owner-management”*. Journal of Corporate Finance, 11:1-2, 107-127.

Bergh, T. et al (1981): *“Growth and Development. The Norwegian Experience 1830-1980”*. Norwegian foreign policy studies no 37. Oslo

Berle, A.A. og Means, G.C. (1932): *“The Modern Corporation and Private Property”*. New York, NY: MacMillan

Bhattacharya, U. og Ravikumar, B. (2002): *“From Cronies to Professionals: The Evolution of Family Firms”*. University of Indiana. Mimeo Financial Markets Group

Andersen, B. (2003): *“Institusjonelle investorer; Makt og avmakt i aksjemarkedet”*. Rapport nr. 75. Oslo: Makt- og demokratiutredningen.

Breusch, T.S. og Pagan, A., (1980): *“The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics”*. The Review of Economic Studies, 47:1, 239–253.

Burkart, M., Panunzi, F. og Shleifer, A. (2003): *“Family firms”*. Journal of Finance, 58:5, 2167–2210.

Bøhren, Ø. og B.A. Ødegaard (2001): *“Corporate governance and economic performance in*

Norwegian listed firms". Norwegian School of Management BI, November 2001

<http://finance.bi.no/~finance/>

Caselli, F. og Gennaioli, N. (2002): "*Dynastic management*". Unpublished working paper. Harvard University.

Cadbury, A. (2000): "*The Corporate Governance Agenda*", Corporate Governance, Vol.8 (1), pp.7-15.

Carlock, R.S. og Ward, J.S. (2001): "*Strategic planning for the family business: Parallel planning to unify the family and business*". MacMillan, Limited.

Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992) "*Report with Code of Best Practice*", [Cadbury Report], London: Gee Publishing.

Chen, H., Hexter, J. L. og Hu, M. Y. (1993): "*Management Ownership and Corporate Value*". Managerial and Decision Economics, 14:4, 335-346.

Claessens, S., Djankov, S. og Lang, L.H.P. (2000): "*Separation of ownership from control of East Asian firms*". Journal of Financial Economics 58:1-2, 81–112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. og Lang, L.H.P. (2002): "*Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*". Journal of Finance 57:6, 2741–2772.

Coleman J.S. (1990): "*Foundations of Social Theory*". Cambridge, MA; Belknap Press.

Cronqvist, H. og Nilsson, M. (2003): "*Agency costs of controlling minority shareholders*". Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38:4, 695-719.

Demsetz, H. og Villalonga, B. (2001): "*Ownership structure and corporate performance*". Journal of Corporate Finance, 7:3, 209-233.

Døskeland, T. og Mjøs, A. (2008): "*Utvikling av eierstrukturen på Oslo Børs; En beskrivelse av eierstrukturutviklingen for børsnoterte selskaper i perioden 1994 – 2007*", SNF-rapport nr. 14/08,

Eckbo, E. (2006): "*Corporate governance – i et nøtteskall*", Penger og kreditt, 34:2, 87-99.

Fama, F. og Jensen, M. (1983): "*Separation of Ownership and Control*". Journal of Law and Economics, 26:2, 301-325, reprinted in Jensen, M. (1998); Foundations of Organizational Strategy. Cambridge, MA, 175-198.

Faccio, M. og Lang, L.H.P. (2002): "*The ultimate ownership of Western European corporations*". Journal of Financial Economics, 65:3, 365–395.

Fahlenbrach, R. (2004): "*Founder-CEOs and stock market performance*". Unpublished working paper. Wharton School, University of Pennsylvania.

Folketrygdfondets årsrapport (2008): "*Eierstrukturen på Oslo Børs*". Temaartikkel

Gompers, P. Ishii, J. og Metrick, A. (2003): "*Corporate governance and equity prices*". Quarterly Journal of Economics, 118:1, 107–155.

Goel, S., Randøy, T. og Blanco, V. (2007): "*The effect of diffusion of founding family influence and insider holding on firm value: The Modera effect of pyramidal ownership*"

Gulbrandsen, T. og Lange, T. (2009): "*The survival of Family Dynasties in Shipping*".

International journal of maritime history (2009). 21:1, 175-201

Holderness, C.G. og Sheehan, D.P. (1988): "*The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis*". Journal of Financial Economics, 20, 317–346.

Johannisson, B. og Huse. M. (2000): *“Recruiting outside board members in the small family business: an ideological challenge”*. Entrepreneurship & Regional Development, 12:4, 353-378

Klein, S. B. og Jaskiewicz, P. (2008): *“Family Influence and Performance ; Theoretical Concepts and Empirical Results”*

Kumar, J. (2004): *“Does Ownership Structure Influence Firm Value?: Evidence from India”*. Working Paper, Indira Gandhi Institute of Development Research, *JEL Classification: G32; G34*, 1-31.

Manne, H. (1965): *“Mergers and the Market for Corporate Control”*. Journal of Political Economy, 73:2, 110-120.

Maury, B. (2005): *“Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations”*. Journal of Corporate Finance, 12:2, 321– 341

McConaughy, D.L., Walker, M.C., Henderson, G.V. og Mishra, C.S. (1998): *“Founding family controlled firms: efficiency and value”*. Review of Financial Economics, 7, 1 –19.

Martikainen, M.; Nikkinen, J. og Vähämaa, S. (2008): *“Production functions and productivity of family firms: Evidence from the S&P 500”*, Quarterly Review of Economics and Finance.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H. og Cannella, A.A. (2007): *“Are family firms really superior performers?”*. Journal of Corporate Finance, 13:5, 829-858.

Minguez-Vera, A. og Martin-Ugedo, J. F. (2003): *“Does ownership structure affect value?; Evidence from the Spanish capital market”*. Journal Economic Analysis Working Papers , 2, 1-34

Morck, R., Shleifer, A. og Vishny, R. (1988): *“Management ownership and market valuation: an empirical analysis”*. Journal of Financial Economics, 20, 293–315.

Morck, R.K., Stangeland, D.A. og Yeung, B. (2000): *"Inherited wealth, corporate control, and economic growth. The Canadian disease?"* In: Morck, R.K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago, IL: University of Chicago Press, 319–369.

Neubauer, F. F. og Lank, A. G. (1998): *"The family business: Its governance for sustainability"*. New York: Routledge.

Palia, D. og Ravid, S.A. (2002): *"The role of founders in large companies: Entrenchment or valuable human capital?"* Unpublished working paper. Rutgers University.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. og Shleifer, A. (1999): *"Corporate Ownership around the world"*, *Journal of Finance*, 54, 471-517

Randøy, T. og Dibrell, C. (2004): *"Founding Family Leadership, Product Market Competition, and Firm Performance Among Publicly Traded Firms"*. FMA European Conference Program, 2-4 June 2004, Zurich, Switzerland.

Schein, E. H. (1995): *"The Role of the Founders in Creating Organizational Culture"*. *Family Business Review*, 8:3, 221-238.

Schulze, W.S, Lubatkin, M.H. og Dino, R.N. (2003): *"Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms"*, *Journal of Business Venturing*, XVIII, No. 2 (2003), 473-490.

Stopford, M. (2009): *"Maritime Economics"*, 3rd. edition. London: Routledge

Villalonga, B. og Amit, R., (2004): *"How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?"* Working paper. B. Maury / *Journal of Corporate Finance*, 12, 321–341

Ward, J. L. (1987): *"Keeping the Family Business Healthy"*. San Francisco: Jossey-Bass.

Internet:

<http://www.ssb.no/vis/emner/10/13/isgrp/main.html>

<http://www.regjeringen.no/nn/dep/fin/dok/nouer/2003/nou-2003-9/21.html?id=382064>

<http://www.aftenposten.no/okonomi/article3459953.ece>, Grete de Lange, lest: 20.04.2010

<http://www.nues.no>

9 Appendiks

Regresjoner med breusch-pagan test

```
. reg logtobins familiealle logebit logcurrent logomsetning
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	32
Model	.183317764	4	.045829441	F(4, 27) =	1.08
Residual	1.14936165	27	.04256895	Prob > F =	0.3875
Total	1.33267941	31	.042989658	R-squared =	0.1376
				Adj R-squared =	0.0098
				Root MSE =	.20632

logtobins	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
familiealle	-.0182645	.0826514	-0.22	0.827	-.1878512 .1513222
logebit	.0544578	.0424422	1.28	0.210	-.0326263 .1415419
logcurrent	.0235956	.0747309	0.32	0.755	-.1297395 .1769308
logomsetning	.0386074	.0308818	1.25	0.222	-.0247569 .1019716
_cons	-.2946416	.47678	-0.62	0.542	-1.272913 .6836301

```
. hettest familiealle logebit logcurrent logomsetning
```

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
 Ho: Constant variance
 Variables: familiealle logebit logcurrent logomsetning

chi2(4) = 6.94
 Prob > chi2 = 0.1391

```
. reg logtobins familie1gen logebit logcurrent logomsetning
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	22
Model	.484645683	4	.121161421	F(4, 17) =	2.88
Residual	.714645663	17	.04203798	Prob > F =	0.0544
Total	1.19929135	21	.057109112	R-squared =	0.4041
				Adj R-squared =	0.2639
				Root MSE =	.20503

logtobins	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
familie1gen	.2019733	.1093426	1.85	0.082	-.0287193 .432666
logebit	.1837653	.067862	2.71	0.015	.040589 .3269416
logcurrent	-.0437312	.0987169	-0.44	0.663	-.2520057 .1645433
logomsetning	.0369363	.0364989	1.01	0.326	-.0400696 .1139422
_cons	-.0420087	.5872605	-0.07	0.944	-1.28102 1.197003

```
. hettest familie1gen logebit logcurrent logomsetning
```

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
 Ho: Constant variance
 Variables: familie1gen logebit logcurrent logomsetning

chi2(4) = 1.50
 Prob > chi2 = 0.8262

```
. reg logtobins familief1regen logebit logcurrent logomsetning
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	24
Model	.188889464	4	.047222366	F(4, 19) =	1.55
Residual	.580653195	19	.030560694	Prob > F =	0.2294
Total	.769542659	23	.033458376	R-squared =	0.2455
				Adj R-squared =	0.0866
				Root MSE =	.17482

logtobins	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
familief1-n	-.1390925	.0788168	-1.76	0.094	-.3040579 .0258728
logebit	.0136493	.0414083	0.33	0.745	-.0730192 .1003179
logcurrent	-.0209502	.0718132	-0.29	0.774	-.171257 .1293565
logomsetning	.0232676	.0311716	0.75	0.465	-.0419752 .0885105
_cons	-.0960246	.4798322	-0.20	0.844	-1.100325 .9082758

```
. hettest familief1regen logebit logcurrent logomsetning
```

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
 Ho: Constant variance
 Variables: familief1regen logebit logcurrent logomsetning

chi2(4) = 4.97
 Prob > chi2 = 0.2900

