

Eierstyring i Asia

Hvilke eierstyringsutfordringer møter institusjonelle investorer i fremvoksende markeder i Asia?

Sigbjørn Groven

Veileder: Professor Alexander Wright Cappelen

Masterutredning i økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne masteroppgaven ser på eierstyring og hvilke utfordringer som institusjonelle investorer møter ved å investere i selskaper i fremvoksende markeder i Asia. Oppgaven er basert på Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utviklings, OECD (2004), prinsipper for god eierstyring, mens det er benyttet et bredere kildemateriale i selve analysen.

Oppgaven starter med en generell presentasjon av eierstyringsteori, og hvordan statusen er på dette i Asia. Underveis blir det sett nærmere på de gjennomgående enkeltemnene innenfor eierstyring som oppgaven fokuserer på. Disse emnene er eierstruktur, aksjonærrettigheter, og institusjonelle investorer. Case-eksempler av eierstyring i to enkeltland og to enkeltelskaper, blir brukt til å belyse disse emnene grundigere. Med bakgrunn i analysen av de to landene og deres selskaper, blir det gitt et mer grundig innblikk i Asias status, og hvordan den er i forhold til OECDs prinsipper for god eierstyring. Det blir også estimert en videre trend for eierstyring i Asia.

Undersøkelsen viser at det er langt igjen for å nå OECDs kriterier for god eierstyring, og at det er store forskjeller mellom enkeltland i Asia. Hovedutfordringen i regionen er ekspropriering og utnyttelse av minoritetsaksjonærer fra kontrollerende eiere. Den videre trenden i Asias fremvoksende markeder vil i stor grad bli preget av hva aksjonærene vil foreta seg. Dette gjelder spesielt institusjonelle investorers engasjement, og deres bruk av aksjonærrettigheter til å løse utfordringene og forbedre Asias eierstyring.

Forord

Denne oppgaven er siste ledd i min femårige utdanning ved Norges Handelshøyskole og masterstudiet i økonomisk styring.

Det valgte emnet kobler min interesse for styring av selskaper og aksjeforvaltning. I oppgaven har jeg brukt en rekke fag som grunnlag, samtidig som prosessen har ført til at hovedvekten av arbeidet for meg har vært ny kunnskap. Ved å skrive en praktisk rettet oppgave basert på teoretisk bakgrunn, har jeg fått en verdifull erfaring til det virkelige arbeidslivet som venter.

Det har vært utfordrende å arbeide med oppgaven, særlig med tanke på struktur og valg av tema. Flere utfordringer knyttet til eierstyring burde vært undersøkt nærmere. Arbeidsprosessen har vært krevende ved at all tid har gått med til å jobbe målrettet med én spesifikk oppgave, men samtidig har det vært lærerikt.

Jeg har lært mye av Skagen Fondene ved Trygve Meyer og Knut Harald Nilsson. Jeg er veldig takknemlig for at dere har bistått meg med kunnskap i valg av emne og interessante problemsstillinger. Jeg vil også takke professor Alexander Wright Cappelen, som tente den første gnisten om utfordringer relatert til eierstyring, og som har veiledet meg i oppgaveskrivingen.

Stavanger, juni 2012

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHALDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	6
1.1 BAKGRUNN	6
1.2 PROBLEMSTILLING	7
1.3 AVGRENSING.....	7
1.4 OPPBYGNING.....	8
2. TEORI OM EIERSTYRING	9
2.2 KORT OM UTVIKLINGEN INNEN EIERSTYRING	9
2.3 HVA ER EGENTLIG MÅLET MED EIERSTYRING?	11
2.3.1 <i>OECDs prinsipper for eierstyring</i>	11
2.4 SAMMENLIGNING: ASIA OG USA	12
2.5 EIERSTRUKTUR.....	15
2.5.2 <i>Ulike eierstrukturer</i>	16
2.6 AKSJONÆRRETTIGHETER.....	19
2.6.1 <i>Hvorfor er aksjonærrettigheter viktig?</i>	19
2.6.2 <i>Ulike aksjonærrettigheter</i>	20
2.6.3 <i>Grunnlaget for utøvelse av aksjonærrettigheter</i>	21
2.6.4 <i>Aksjonærrettigheter knyttet til generalforsamlingen</i>	21
2.6.5 <i>Aksjonærrettigheter knyttet til søksmål</i>	24
2.6.6 <i>Oppsummering aksjonærrettigheter</i>	24
2.7 INSTITUSJONELLE INVESTORER	25
2.7.2 <i>Institusjonelle investorer og eierstyring</i>	25
2.7.3 <i>Institusjonell investor som eierstyringsmekanisme</i>	26
2.7.4 <i>Institusjonelle investorers aktivisme</i>	27
3. EIERSTYRING I ASIA	30
3.1.1 <i>Kort om Asias historie</i>	30
3.1.2 <i>Generelle emner</i>	31
3.2 EIERSTRUKTUR I ASIA	33
3.3 AKSJONÆRRETTIGHETER I ASIA	33
3.3.1 <i>Grunnlaget for utøvelse av aksjonærrettigheter</i>	34
3.3.2 <i>Aksjonærrettigheter knyttet til generalforsamlingen</i>	34
3.3.3 <i>Håndheving og utøvelse av aksjonærrettigheter</i>	36
3.3.4 <i>Aksjonærrettigheter knyttet til søksmål</i>	37
3.4 INSTITUSJONELLE INVESTORER I ASIA	37
3.4.1 <i>Institusjonelle investorer pådrivere for eierstyring?</i>	37
3.4.2 <i>Stemmegiving av institusjonelle investorer</i>	38
4. EIERSTYRING I KINA OG KOREA	39
4.1.1 <i>Bakgrunn</i>	39
4.2 KINA	40
4.2.1 <i>Historisk utvikling</i>	40
4.2.2 <i>Nyere utvikling</i>	40
4.2.3 <i>Eierstruktur</i>	41
4.2.4 <i>Aksjonærrettigheter</i>	42
4.2.5 <i>Institusjonelle investorer i Kina</i>	43
4.3 SELSKAPSEKSEMPEL KINA: CHINA MOBILE	44

4.3.2	<i>Eierstyring i selskapet</i>	44
4.3.3	<i>Eierstruktur, styret og ledelsen</i>	45
4.3.4	<i>Aksjonærrettigheter i selskapet</i>	47
4.3.5	<i>Håndheving av aksjonærrettigheter</i>	49
4.3.6	<i>Hendelser relatert til eierstyring</i>	49
4.4	KOREA	51
4.4.1	<i>Historisk utvikling</i>	51
4.4.2	<i>Nyere utvikling</i>	51
4.4.3	<i>Eierstruktur</i>	52
4.4.4	<i>Aksjonærrettigheter</i>	52
4.4.5	<i>Institusjonelle investorer</i>	54
4.5	SELSKAPSEKSEMPEL KOREA: SAMSUNG ELECTRONICS	55
4.5.2	<i>Eierstyring i selskapet</i>	56
4.5.3	<i>Eierstruktur i Samsung</i>	56
4.5.4	<i>Aksjonærrettigheter i Samsung</i>	59
4.5.5	<i>Håndheving av aksjonærrettigheter</i>	61
4.5.6	<i>Hendelser angående aksjonærrettigheter</i>	61
5.	ANALYSE OG VIDERE TREND	63
5.1	KINA	63
5.1.1	<i>Eierstruktur</i>	63
5.1.2	<i>Aksjonærrettigheter</i>	64
5.1.3	<i>Videre trend i Kina</i>	65
5.1.4	<i>Den kinesiske stat</i>	66
5.2	KOREA	67
5.2.1	<i>Eierstruktur</i>	67
5.2.2	<i>Aksjonærrettigheter</i>	69
5.2.3	<i>Lovendringer...Men ingen bedring</i>	70
5.2.4	<i>Videre trend i Korea</i>	71
5.2.5	<i>Chaebolkonglomeratene</i>	72
5.3	SAMMENLIGNING AV KINA OG KOREA	73
5.4	ASIA	75
5.4.1	<i>Asias status</i>	75
5.4.2	<i>Asias videre trend</i>	77
6.	KONKLUSJON	81
	LITTERATURLISTE	83
	INTERNETTKILDER	91
	VEDLEGG	96

1. Innledning

1.1 Bakgrunn

Eierstyring er bedre kjent på engelsk som corporate governance. Begrepet er relativt nytt i Asia, men eierstyringsutfordringene i regionen har eksistert lenge. Med økende investeringer og eierskap fra den vestlige verden, og institusjonelle investorer, må også asiatiske selskaper og markeder i større grad ta stilling til eierstyring.

I Asia er utfordringene innen eierstyring relatert til kontrollerende eiere som utnytter sine medaksjonærer, slik at problemene i stor grad om forholdet mellom kontrollerende eier og minoritetsaksjonærene. Ulike eierstrukturer og kontroll av selskapet muliggjør ekspropriasjon, det vil si utnyttelse av minoritetsaksjonærene til den kontrollerende eierens egen personlige vinning. Minoritetsaksjonærer i Asia må derfor beskytte seg mot ekspropriasjon, men det kan være kostbart og tidkrevende å engasjere seg med begrensede muligheter. Lovgivningen og aksjonærrettighetene er nemlig ofte mangelfulle, eller mangler kraft i form av håndhevelse.

På grunn av ekspropriasjonsmulighetene og investeringsrisikoen eksisterer det ofte en rabatt på markedsverdien til de asiatiske selskapene. Det er derfor betydelige urealiserte gevinster ved å bedre eierstyringsproblemen knyttet til kontrollerende eierskap, og dermed øke aksjonærenes verdier. Dette skulle en tro førte til aktivisme og engasjement fra eierne, til å realisere disse verdiene og redusere investeringsrisikoen. Spesielt institusjonelle investorer er i posisjon til å engasjere seg, men det er i midlertid ikke alltid så lett, selv for profesjonelle aktører. Utøvelse av grunnleggende aksjonærrettigheter kan til og med være vanskelig. Eksempelvis har stemmer mot et selskapsvedtak i Kina blitt avvist, på grunn av dårlig begrunnelse for å stemme imot vedtaket. I Korea har aksjonærer blitt bortvist fra generalforsamlingen for å stille styret kritiske spørsmål.

At selskaper med god eierstyring leverer bedre resultater er ikke innlysende. At dårlig eierstyring fører til lavere verdsettelse og høyere risiko hos asiatiske selskaper, er lettere å påstå. I Asia er det nødvendig med god eierstyring fra aksjonærene, for at deres verdier ikke skal bli redusert, ødelagt, eller i verst fall stjålet. Dersom verdsettelsen av selskapene øker som følge av god eierstyring vil det være en bonus, -en bonus på et allerede rabatterte salg.

1.2 Problemstilling

I denne oppgaven er problemstillingen som følger:

Hvilke eierstyringsutfordringer møter institusjonelle investorer i fremvoksende markeder i Asia?

Formålet med oppgaven er å skape et overblikk over den nåværende statusen, og samtidig estimere den framtidige trenden innen eierstyring i Asia. Gjennomgående spørsmål i oppgaven er relatert til hva som er god eierstyring. De vil være knyttet til eierstruktur, institusjonelle investorer og spesielt til aksjonærrettigheter. Dette er momenter som henger sammen og påvirker hverandre og selve eierstyringen. Særlig vil utfordringer knyttet til aksjonærrettigheter stå sentralt.

Spørsmål som blir stilt i oppgaven er eksempelvis: har Asia tilstrekkelige aksjonærrettigheter i henhold til god eierstyring? Hvordan legger eierstrukturen til rette for aksjonærbeskyttelse, og hindrer den ekspropriasjon? Sammenligning av to enkeltland og ett selskap i hvert av landene, vil gi et grundig innblikk i hvilke utfordringer en kan møte, og hvordan disse utfordringene blir behandlet i praksis.

1.3 Avgrensning

Den tilgjengelige tiden til å utarbeide oppgaven begrenser dens omfang. En overordnet kartlegging av eierstyringen i Asia er derfor foretatt, før det går mer grundig til verks på enkelttemner og enkeltland. Avgrensning til enkeltland og spesielt enkeltselskaper vil gi et dypere og mer nyansert bilde, og en casestudie-tilnærming.

I henhold til teorien så handler eierstyring om forholdet mellom eierne, styret og ledelsen (Monks og Minow, 1996). Denne oppgaven vil fokusere på forholdet mellom eierne, henholdsvis den kontrollerende eieren og minoritetsaksjonærene, fordi problemene i Asia er knyttet til dette. I tillegg vil emner relatert til aksjonærrettigheter bli vektlagt, siden dette ifølge OECD (2004), er viktig for god eierstyring.

Lovgivning er viktig for utviklingen av eierstyring, men kan være veldig omfattende. Lovgivning som relaterer seg til eierstruktur, aksjonærrettigheter og institusjonelle investorer

blir derfor vektlagt. Det resterende vil bli diskutert på et mer generelt grunnlag. Lovgivningen sier også lite om håndhevingen, som er en stor utfordring i Asia.

Målsettingen med oppgaven er å bruke det overordnede bildet av eierstyring i Asia som bakgrunn til å gå i dybden i enkeltland, selskaper og emner. Denne avgrensingen og dybden vil forhåpentligvis gi et mer grundig bilde av statusen til regionen. Samtidig vil det gi et godt utgangspunkt for å estimere hva en kan forvente i framtiden, for å oppnå idealet om god eierstyring.

1.4 Oppbygning

Oppgaven er inndelt i 6 deler. Kapittel 1 gir en introduksjon til oppgaven og problemstillinger.

Kapittel 2 tar for seg teorien til eierstyring, og hva som er idealet og målet ved eierstyring. En sammenligning med ulike markeders eierstyring blir gjort for å sette ting i et perspektiv. Emner som vil bli vektlagt i teorien er eierstruktur, aksjonærrettigheter og institusjonelle investorer.

Kapittel 3 er en statusoppdatering på hvordan det står til med Asias eierstyring i forhold til teorien og de vektlagte emnene. De relevante emnene vil bli diskutert og relatert til Asia og regionens særegenheter.

I kapittel 4 vil Kina og Sør-Koreas eierstyring bli drøftet i et historisk og nyere perspektiv. Det vil òg bli sammenlignet med tilhørende eksempler fra casestudie av to av landenes selskaper, China Mobile og Samsung Electronics. Med bakgrunn i teorien fra kapittel 2 og 3 vil eierstruktur og aksjonærrettigheter bli vektlagt i henhold til teorien for god eierstyring.

På bakgrunn av teorien og drøftingen gjort i de foregående kapitlene, spesielt kapittel 4, vil Asias status innen eierstyring bli analysert i kapittel 5. Det blir også estimert en framtidig trend for eierstyringsutviklingen. Statusen og den framtidige trenden vektlegger spesielt de gjennomgående emnene i oppgaven, nemlig eierstruktur, aksjonærrettigheter og institusjonelle investorer. I tillegg til disse emnenes påvirkning for å nå idealet om god eierstyring, vektlegges det også analysen av Kina og Sør-Korea. Kritikk av oppgavens sterke og svake sider, og drøftelse av funnene vil bli gjort før det hele konkluderes.

2. Teori om eierstyring

Definisjon av eierstyring

Eierstyring har flere ulike definisjoner. I hovedsak går de ut på hvordan selskaper blir styrt og kontrollert for å skape en hensiktsmessig struktur, slik at bedriften når sine målsettinger. Ulike definisjoner vektlegger også eiernes forhold til forskjellige interessenter forskjellig (Bøhren, 2011). Følgende definisjon beskriver godt hva eierstyring innebærer:

“Corporate Governance... Is the relationship among various participants in determining the direction and performance of corporations. The primary participants are the shareholders, the management, and the board of directors”. -Monks og Minow, 1996 s.XVII

Det finnes flere oversettelser av corporate governance til norske begreper. Bøhrens (2011) oversettelse til *eierstyring* er mest dekkende, i henhold til definisjonen om at eierstyring i hovedsak handler om forholdet mellom eierne, styret og ledelsen.

2.2 Kort om utviklingen innen eierstyring

Det viktigste momentet knyttet til forholdet mellom de ulike aktørene som Monks og Minow (ibid.) definisjon snakker om, er separasjon av eierskap og kontroll. Forholdet mellom eierskap og kontroll ble først tatt opp av Adam Smith (1776). Han påpekte at en direktør som forvalter formuen til andre ikke kan ventes å vie samme oppmerksomhet til selskapet som en eier ville gjort. Berle og Means (1932) definerte ytterligere problemet som Adam Smith tok opp; nemlig at ved separasjon av eierskap og kontroll, så vil ledelsen ikke ta del i profitten de skaper for eierne. Hvordan kan de da forventes å anstrenge seg mer enn nødvendig? Berle og Means (1932 s. 301) mener at separasjonen av eierskap og kontroll gjør det mulig for ledelsen å ta profitt, uten å jobbe i aksjonærenes interesser.

Jensen og Meckling (1976) definerte dette forholdet mellom eier og ledelsen, som et forhold mellom en prinsipal og en agent. Prinsipalen som bidrar med økonomiske ressurser, har ikke direkte kontroll over hva agenten bruker deres økonomiske ressurser til. Dette kan lede til utfordringer kalt agentproblemer, som igjen kan lede til ulike agentkostnader.

Agentkostnaden ved prinsipal-agentproblemet er det verditapet som skyldes at agenten har andre preferanser og bedre informasjon enn prinsipalen. Det blir dermed en interessekonflikt mellom prinsipalen og agenten.

Samme problem, men ulike forhold

Prinsipal-agentproblemet danner grunnlaget for teorien om eierstyring (Bøhren, 2011). Roe (2004) deler eierstyring opp i to dimensjoner; et vertikalt forhold mellom ledelsen og spredte eiere som gir opphav til det klassiske prinsipal-agentproblemet til Jensen og Meckling (1976), og et horisontalt forhold mellom kontrollerende eier og minoritetsaksjonær. Spredt eierskap fører til vertikale agentproblemer, og konsentrert eierskap leder til horisontale agentproblemer (Roe, 2004). Minoritetsaksjonærer som normalt ikke involverer seg kan sees på som utsidere, ved at de ikke deltar i styringen av selskapet. Motsatt blir den som kontrollerer styringen av selskapet en innsider (Graham, 1949). Både det vertikale og horisontale forholdet som Roe (2004) beskriver, kan lede til eierstyringsproblemer med tilhørende agentkostnader og interessekonflikter. Innsideren som kontrollerer selskapet er likt for både det horisontale og det vertikale eierstyringsforholdet.

Innsideren, enten det er ledelsen eller kontrollerende eier, har muligheter til å utnytte og ekspropriere fra utsiderne. En kan dermed sies å ha to ulike tilnærminger til eierstyring, en ved kontrollerende eier og minoritetsaksjonærer, og en ved ledelsen og minoritetsaksjonærer.

Spredt og konsentrert eierskap

Det er flere årsaker til utviklingen med spredt- og konsentrert eierskap, med tilhørende vertikale- og horisontale eierstyringsproblemer som Roe (ibid.) beskriver. For utsidere med liten eierandel er det kostbart å engasjere seg. Det er derfor nærliggende å tro at utsideaksjonærene har et insentivproblem, ved at engasjement ikke lønner seg i tilstrekkelig grad. Dermed får en et såkalt gratispassasjerproblem ved spredt eierskap (ibid.), ved at ingen eiere engasjerer seg tilstrekkelig. Alle venter på at noen andre skal ta kostnadene ved involvering og overvåking (OECD, 2004).

En økning i eierskap vil styrke insentivene til å ta mer kontroll over selskapet og bli en innsider. Samtidig reduseres det vertikale agentproblemet og gratispassasjer-problemet (ibid.). Dette fører derimot til problemer og interessekonflikter mellom minoritetsaksjonærene og kontrollerende eier (La Porta et al., 1998b.) I de fleste land og i fremvoksende økonomier er konsentrert eierskap utbredt (ibid.). Enkelte hevder at den konsentrerte eierstrukturen har gått på bekostning av minoritetsaksjonærene. La Porta et al. (ibid.) påpeker at det konsentrerte eierskapet er et form for substitutt for svak aksjonærbeskyttelse, og at bedre beskyttelse gir lavere eierkonsentrasjon. Den svake beskyttelsen skyldes de ulike landenes manglende lovverk og håndheving av eiendomsretten

(Claessens og Fan, 2003). Fordelene ved konsentrert eierskap kan dermed være større i land som er mindre utviklet (Shleifer og Vishny, 1986).

Nærmere definert er det Roes (2004) horisontale forhold med kontrollerende eiers utnyttelse av minoritetsaksjonærer, som er hovedproblemet vedrørende eierstyring i de fleste land (La Porta et al., 1998a). Dermed er det begrensning av ekspropriering av minoritetsaksjonærer fra en kontrollerende eier som er hovedutfordringen innen eierstyring.

2.3 Hva er egentlig målet med eierstyring?

Ifølge OECD (2004), så er hovedmålsettingen ved eierstyring å opprette god eierstyring. Hva er så god eierstyring?

“Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring.” (OECD, 2004 s.11).

OECD (ibid.) mener at det ikke finnes en enkeltmodell for god eierstyring. Det er trolig fordi ulike markeder er så forskjellige, og det må tas hensyn til hvert enkelt marked og de ulike markedsaktørene. OECD har gjennom sine prinsipper for god eierstyring identifisert de tilhørende målsettingene for god eierstyring, og foreslått ulike måter som de kan oppnås på. Videre har de definert hva eierstyringsrammeverket bør ivareta for å legge til rette for denne måloppnåelsen.

2.3.1 OECDs prinsipper for eierstyring

OECDs eierstyringsrammeverk (OECD, 2004 s.17-25) skal:

- I.** *Promotere transparente og effektive markeder, i henhold til loven og klart uttrykke ansvarsfordelingen blant myndighetenes ulike tilsyn, regulatorer og håndhevingsinstitusjoner.*
- II.** *Beskytte og legge til rette for utøvelse av aksjonærers rettigheter.*
- III.** *Sørge for lik behandling av alle aksjonærer, både utenlandske og minoritetsaksjonærer. Alle aksjonærer bør ha muligheten til å søke erstatning ved brudd av sine rettigheter.*

- IV. *Anerkjenne og ivareta rettighetene til andre interessenter.*
- V. *Offentliggjøre all relevant informasjon knyttet til selskapet nøyaktig og i tide.*
- VI. *Forsikre strategisk veiledning av selskapet, styrets effektive overvåking av ledelsen og styrets ansvar til selskapet og aksjonærene.*¹

Prinsipp I vektlegger basisen for et effektivt eierstyringsrammeverk. Rammeverket vektlegger i stor grad aksjonærene ved prinsipp I og II, som fokuserer på henholdsvis rettigheter, viktige eierskapsfunksjoner og likestilling av aksjonærer. OECD (ibid.) vier mye fokus til aksjonærene, og i en ideell verden skal eierne styre og bestemme etter sin eierandel. For å få dette til, må rammeverket legge til rette for dette slik at en kan oppnå god eierstyring.

God eierstyring er nemlig bare en liten del av et mye større bilde. Et effektivt eierstyringssystem innad selskaper og i større økonomier, sørger for tillit som er nødvendig for at markedsøkonomien skal fungere. Ressurser vil også bli brukt mer effektivt og legge grunnlag for videre vekst (ibid.).

Effektive markeder og ressursbruk vil skape økonomisk vekst, som også vil føre til høyere avkastning for eierne. Idealet for god eierstyring er derfor sammenfallende med eiernes hovedmål.

2.4 Sammenligning: Asia og USA

For å forstå eierstyring i Asia kan det være hensiktsmessig å sammenligne med et referansepunkt. Det er nærliggende å sammenligne Asia med den vestlige verden, og da i hovedsak USA.

USA er generelt betraktet som det mest utviklede og modne kapitalmarkedet i verden. Landet har stor innflytelse ved at utenlandske selskaper ofte noteres på amerikanske børser, og er av mange karakterisert for å ha en av de beste eierstyringsmodellene (McKinsey,

¹ (Noen av prinsippene er forkortet.)

2004b). Av den grunn så er det naturlig å anta at USA er nærmere idealet om god eierstyring enn det Asia er.

Til sammenligning med USA, er Asias fremvoksende markeder på et tidlig stadium med høy vekst og store omstillinger. Etter hvert som utviklingen skrider fram i Asia, skulle en tro at det ville konvergere mot den amerikanske eierstyringsmodellen. Det er derimot en rekke momenter som taler for at Asia vil gå egne veier.

Investorbeskyttelse og eierskap

Investorbeskyttelse stimulerer til oppnåelse av OECDs (2004) målsettinger ved eierstyring om et effektivt marked. Dette gjøres gjennom store og dype finansmarkeder, effektiv kapitalallokering og spredt eierskap (La Porta et al., 2000).

Spredt eierskap er kun gjeldende i noen få land, og et av disse er USA (ibid.) (Roe, 2004). De tre største eierne i et gjennomsnittlig amerikansk selskap kontrollerer kun 5% av selskapet (Bøhren og Ødegaard, 2001). Enkelte mener at spredt eierskap burde vært mer vanlig i land med god beskyttelse av minoritetsaksjonærer og aksjonærrettigheter, enn det som er gjeldende (La Porta et al., 1998b).

Eierskapet i de fremvoksende asiatiske markedene og USA er veldig forskjellig. Fremvoksende økonomier har generelt veldig konsentrert eierskap (ibid.), og i Asia er det gjerne en familie som kontrollerer selskapet (Roche, 2005). Som nevnt er konsentrert eierskap og kontrollerende eiere trolig et substitutt for svak investorbeskyttelse (La Porta et al., 1998b). Det skulle dermed tilsi at USA har bedre investorbeskyttelse og aksjonærrettigheter enn Asia, ifølge La Porta et al. (2000).

Like problemer, men ulike utfordringer

Når aksjonærrettighetene og investorbeskyttelsen er blitt erstattet av en kontrollerende eier, er det vanskelig å endre denne utbredelsen. Dette fordi en har opprettet ulike eierstrukturer og kontrollmekanismer med betydelig makt. Kontrollerende eier vil naturlig nok beholde ikke gi slipp på sin innflytelse. Utfordringene i Asia er derfor i sterk grad knyttet til familieeierskap og kontroll i de store børsnoterte selskapene (Roche, 2005).

Selv om USA har bedre aksjonærrettigheter enn Asia, har landet store utfordringer (McKinsey, 2004b). Spredt eierskap gir manglende insentiver for aktivt eierskap og gratispassasjerproblemer (Bøhren og Ødegaard, 2001). Dette fører til problemer mellom

eiere og ledelsen som Berle og Means påpekte tidligere (1932). Det er spesielt knyttet til agentproblemer mellom eierne og en kontrollerende ledelse, ved at ledelsen tar for stor risiko og ødelegger eiernes verdier (Jackson, 2010). I de fleste amerikanske selskaper kontrollerer ledelsen også styret, ved at administrerende direktør også er styreformann. En får da problemer ved at agenten skal overvåke seg selv (McKinsey, 2004b) (Monks og Minow, 2004). Uten skille mellom de to ulike rollene er det mindre sannsynlig at styreformann vil handle i aksjonærenes interesser, men snarere sine egne interesser. Dette til tross for at styrets viktigste rolle er å overvåke ledelsen (ibid.).

Som et resultat av dette dreier debatten i USA seg stort sett om hvordan eierne bedre kan redusere risikovilligheten til ledelsen, og få økt innflytelse (Jackson, 2010). Ved å øke sin innflytelse gjennom aksjonærdemokratiet, vil eierne få bedre kontroll over styret på ledelsens bekostning (Knowledge@Wharton, 2009) (Consumer News and Business Channel [CNBC], 2011) (Falaschetti, 2008). Noe som styret bestående av ledelsen ikke liker.

Nylig ble et lovforslag som ville gjort det lettere for aksjonærer til å nominere styremedlemmer avvist i USA (Reuters, 2012). Aksjonærene sliter dermed med å få valgt sine egne representanter til styret, ved at ledelsen kontrollerer styret og nominasjonskomitéen (Rodrigues, 2004). Enkelte hevder at ved å la aksjonærene selv nominere kandidater til styret, så vil det virke negativt at makt går fra styret til aksjonærene. Det vil være skadelig for aksjonærenes verdier at de får mere makt (Sharfman, 2012), siden det er ledelsen som sitter på mest kunnskap om selskapet (Monks og Minow, 2004).

Oppsummering

I henhold til OECDs eierstyringsrammeverket (2004) for god eierstyring, er USA langt fra idealet. Spesielt prinsipp II angående beskyttelse og tilrettelegging av aksjonærers rettigheter virker å være ikke-eksisterende. God eierstyring med tilhørende aksjonærrettigheter kan derfor være mangelfulle, også i det som er betraktet som verdens beste marked for investorer.

USA og Asia har visse likheter, ved at deres minoritetsaksjonær og utsidere prøver å få mer innflytelse i selskapene, på bekostning av en kontrollerende innsidert. Det er likevel vesentlige forskjeller relatert til eierstyring mellom USA og Asia, ved at spredt og konsentrert eierskap leder til ulike utfordringer. Utfordringer som må løses på ulike måter når den kontrollerende innsideren er henholdsvis ledelsen og en annen eier. Det bør derfor

være to ulike tilnæringer til eierstyring ved spredt og konsentrert eierskap, og Asia bør ikke basere seg på den amerikanske eierstyringsmodellen.

2.5 Eierstruktur

Eierstrukturen er en viktig del av utformingen av eierstyringen, siden en god del av utfordringene knytter seg til ulike eierstrukturer. Det kan derfor være hensiktsmessig å prøve og forstå bakgrunnen til disse eierstrukturene og hvorfor det er slik.

Eierstrukturen er sammensetningen av eiertyper (Bøhren, 2011), og er en viktig del av eierstyring. Eierstrukturen påvirker forholdet mellom den kontrollerende innsideparten og utsideaksjonærene, og dermed også behovet og utformingen av aksjonærrettigheter. Da denne oppgaven fokuserer på forholdet mellom ulike eiere, blir ikke spredt eierskap drøftet nevneverdig. Det vil i hovedsak vies oppmerksomhet til kontrollerende innsidepart i form av konsentrert eierskap med kontrollerende eier.

Bakgrunn for eierstrukturene

Dårlig håndhevelse av lovgivning, og generell dårlig lovgivning kan forklare aksjonærfordelingen med kontrollerende eierskap (Gilson, 2008) (La Porta et al., 1998b) (Claessens og Fan, 2003). Spredt eierskap er kun mulig i land med tilstrekkelige private eiendomsrettigheter. Konsentrert eierskap er dermed et svar på enkelte lands svake lovgivning knyttet til dette (Milhaupt, 1998), og reduserer de vertikale agentproblemene. Majoritetskontrollerte selskaper i land med dårlig lovgivning har insentiver til å holde tilbake fortjenesten, fordi dette er en lettere måte å øke kapitalen på. Siden minoritetsaksjonærer vet de kan bli gjenstand for utnyttelse av majoritetseieren, så er prisen de er villig til å betale for eierandeler i selskapet lavere (Gilson, 2008).

Gilson (ibid.) hevder at det i "lovløse markeder" vil være større behov for omdømme, siden ingen håndhever loven. I mindre markeder vil omdømme bli ødelagt dersom en utnytter andre. Bedriftene må derfor tenke langsiktig og opprettholde gode relasjoner. Den er dermed en evig omdømmebærer. I et marked med utilstrekkelig lovgivning og aksjonærbeskyttelse, har kontrollerende familieselskaper et fortrinn. Dette er fordi de har mer transparente insentiver, og vil ønske å ivareta verdier for fremtidige generasjoner (ibid.).

Gilson (ibid.) hevder videre at for fremvoksende markeder, så vil omdømmebaserte markeder kunne vokse fortere og enklere enn markeder som understøtter anonyme eiere. Utfordringen for de relasjonsbaserte markedene er omstillingen til institusjoner med håndhevelse av loven. Dette er både vanskelig og dyrt å utvikle. De som har lyktes i de relasjonsbaserte markedene, altså de kontrollerende eierne, vil motsette seg et lovsystem med formell håndhevelse.

2.5.2 Ulike eierstrukturer

Eierstrukturer er knyttet til om det er mange små eiere, altså spredt eierskap og om det er få eiere, konsentrert eierskap, og variasjoner av dette.

Konsentrert eierskap kan ha fordeler relatert til agentkostnader knyttet til kontroll av ledelsen (Gilson og Gordon, 2003). Det oppfordrer til mer aktivt eierskap og langvarige utvikling (Bøhren og Ødegaard, 2001), men er ikke sannsynlig når det er separasjon av kontantstrøm- og kontrollrettighetene (Claessens og Yurtoglu, 2012). At kontrollrettighetene overgår kontantstrømrettighetene innebærer at en kan utøve mer kontroll enn hva den direkte investeringen i selskapet skulle tilsi (ibid.). Utsideaksjonærer vil allikevel foretrekke en kontrollerende insider i form av en eier, dersom det er mer gunstig enn agentkostnader til ledelsen (Gilson og Gordon, 2003). Så lenge det er andre enn ledelsen som eier selskapet, vil en alltid ha agentproblemer (Monks og Minow, 2004).

Land med dårlige aksjonærrettigheter later til å ha en kontrollerende eier; og har i større grad familie- og statskontrollerte selskaper (La Porta et al., 1999). Dette forklarer nok rabatten som er særlig gjeldende for familiekontrollerte selskaper, men også for øst-asiatiske statskontrollerte selskaper som en studie fant (Claessens et al., 2002). For La Porta et al. (1999), virker det som om de eksisterende eierskapsstrukturene primært er en respons på landenes lovgivning for å komme i likevekt.

Eierstrukturer med kontrollerende eier

En kontrollerende eier blir definert som en aksjonær som direkte, eller gjennom nærstående parter, kontrollerer innflytelsen over strategiske selskapsavgjørelser (International Organization of Securities Commissions [IOSCO], 2009). Kontrollerende eier har dermed ikke nødvendigvis aksjemajoritet over 50%, men har gjerne høyest eierandel av eierne. Den kontrollerende eieren har typisk makt ved at stemmerettighetene overgår kontantstrømrettighetene. Dette muliggjøres gjennom pyramidestrukturer, krysseierskap,

aksjer med ulike stemmerettigheter, og ved å være del av ledelsen og styret som en innsider (La Porta et al., 1998a) (Lemmon og Lins, 2001). Noe som øker sjansen for ekspropriasjon, ved at utsideaksjonærer får mindre innflytelse (OECD, 2004).

Denne forskjellen mellom kontroll- og kontantstrømrettigheter er større i land med dårlig aksjonærbeskyttelse (Lins, 2002). La Porta et al. (1999) påpeker at store aksjonærer ikke eksisterer som en overvåkningsfunksjon over de kontrollerende eiere. Det kan derfor være hensiktsmessig å se nærmere på ulike eierstrukturer som kan gi opphav til ekspropriasjon.

Statseierskap

I statskontrollerte selskaper er staten den kontrollerende eieren, og disse selskapene innehar gjerne en viktig funksjon. Eksempelvis er energi og nettverkselskaper gjerne statskontrollert (OECD, 2010). Med disse viktige funksjonene kan dermed også staten ha andre målsettinger enn kun økonomisk avkastning til eierne. Enkelte hevder at statseide selskaper bli brukt til å oppnå politiske mål, mens allmennheten må betale for tapene (Shleifer og Vishny, 1994).

Staten har eksempelvis som mål å øke sysselsettingen i befolkningen, mens de private minoritetsaksjonærene vil ha høyere avkastning (Clarke, 2008). Da oppstår det gjerne interessekonflikter mellom partene, som kan føre til ekspropriering av minoritetsaksjonærene. Statskontrollerte selskaper er som nevnt mer vanlig land med dårlig aksjonærbeskyttelse (La Porta et al., 1999).

Familieeierskap

Familiekontrollerte selskaper har lite skille mellom eierskap og kontroll, ved at den kontrollerende familien ofte sitter i ledelsen (ibid.). Slik er det ingen interessekonflikt mellom familien som eiere og ledelsen, men det er nødvendigvis ikke den beste kandidaten som er daglig leder (Bøhren, 2011).

Forut for generasjonsskifte foretar familien også gjerne finurlige trekk og transaksjoner for å sikre videre kontroll. De oppretter gjerne pyramide- og krysseierskap ved å kontrollere de nært tilknyttede selskapene (Claessens et al., 1999b). I fremvoksende markeder og i land med svakere beskyttelse av aksjonærene, er det mer sannsynlig at grunnlegger overfører kontroll over ledelsen til etterkommerne, i tillegg til eierskapet (Panunzi et al., 2002). Panunzi et al. (ibid.) mener at separasjon av eierskap og styring gjennom ledelsen er en indikasjon på en overlegen eierstyring, og motsatt er utbredelsen av familieselskaper bevis for et lite utviklet finansmarked.

Pyramideeierskap

Pyramideeierskap opprettes gjennom en vertikal kjede av selskaper som kontrollerer hverandre nedover i en kjede (Claessens et al., 2002). Med en pyramidestruktur bruker den kontrollerende familien et selskap de allerede kontrollerer til å etablere et nytt selskap. Denne strukturen gir familien tilgang til hele den opptjente beholdningen av egenkapital i det opprinnelige selskapet. De deler da avkastningen til det nye selskapet med minoritetsaksjonærer i det opprinnelige selskapet (Almeida og Wolfenzon, 2005). Pyramider er dermed attraktive, dersom ekstern finansiering er mer kostbart enn intern finansiering. Dette er fordi familien kan ta store utbytter av det nye selskapets profitt, som gjerne er mulig i land med dårlig aksjonærbeskyttelse (ibid.).

Pyramidestrukturen har bakgrunn i at den tillater en familie å oppnå kontroll med en liten andel av kontantstrømrettighetene (Graham og Dodd, 1934). Ved at en familie eier 50% direkte i et selskap, som igjen eier 50% i et annet selskap, så oppnår familien kontroll av det siste selskapet i kjeden med en kontantstrømrettighet på bare 25% (Almeida og Wolfenzon, 2005). Dette indikerer at pyramidestrukturen er laget for å skille kontantstrøm- fra kontrollrettighetene, og pyramideselskaper er gjerne karakterisert ved stor grad av separasjon av eierskap og kontroll (ibid.). De som kontrollerer pyramiden på toppen kan utøve effektiv kontroll over alle selskapene i pyramiden. Samtidig unngår de kontantstrømkonsekvensene av denne kontrollen i hvert firma nedover i kjeden (Lins, 2002). Dette er noe som gjør det horisontale agentproblemet mer sannsynlig (Bøhren, 2011). Pyramideeierskap er vanlig i nesten alle fremvoksende markeder, og i familieselskaper i Europa og Asia (Faccio et al., 2001, referert i Bøhren 2011, s.53).

Kryss- og sirkulære eierskap

Krysseierskap innebærer at et selskap er eid og kontrollert av flere ulike tilknyttede selskaper. Selskapet har da aksjer i sine aksjonærer (La Porta et al., 1999). Disse eierskapsforbindelsene kan være både horisontale og vertikale, for å forsterke kontrollen til den endelige aksjonæren (Claessens et al., 2002). Noen av disse selskapene eier igjen hverandre, og skaper uoversiktlige sirkulære eierskap.

Krysseierskap skaper også et stort gap mellom kontantstrømrettigheter og kontrollrettigheter, og muliggjør dominans med en liten kapitalandel. Kontantstrømrettighetene er gjerne lave, mens de kompliserte kryss- og sirkulære eierskapene gir nesten total kontroll. De som kontrollerer kan blokkere interne og eksterne overvåkningsmekanismer (OECD, 2007) og

ekspropriere gjennom nærstående transaksjoner (Kim og Kim, 2008). Det å tilføre penger fra andre nært tilknyttede selskaper, til et annet selskap blir kalt propping. Risikoen for en konkurs i et nærstående selskap som blir proppet opp med penger, kan lede til en dominoeffekt av konkurser (OECD, 2007) siden de er eiere i hverandre.

Markedsmekanismer for å bedre eierstyring fungerer heller ikke skikkelig ved krysseierskap (Kim og Kim, 2008). Et såkalt fiendtlig oppkjøp kan sørge for at dårlig styrte selskaper blir gjenstand for overtakelse, gjennom markedet for selskapskontroll. Slik kan en øke aksjonærverdiene gjennom forbedret drift. Krysseierskap setter imidlertid en effektiv stopper for dette, og lar de kontrollerende eierne fortsette uten bekymringer (ibid.).

Aksjer med ulike stemmerettigheter

Aksjer med ulike stemmerettigheter er ikke så kompliserte som de andre eierstrukturene. Ved at den kontrollerende eieren har flertallet av aksjene med stemmerettigheter, får en også her utfordringer med et skille mellom eierskap og kontroll. Ved at den kontrollerende eieren har liten eierskapsandel sammenlignet med sine kontrollrettigheter.

2.6 Aksjonærrettigheter

Flere av OECDs (2004) prinsipper for god eierstyring vektlegger aksjonærrettigheter. Aksjonærrettigheter handler i første omgang om i hvor stor grad loven og håndhevingen beskytter en aksjonær, fortrinnsvis en utsideaksjonær, fra ekspropriasjon av innsideaksjonærene. Når aksjonærene er beskyttet og har krav knyttet til eksempelvis, offentliggjøring og regnskapsregler, kan de i andre omgang utøve andre rettigheter basert på overvåking av selskapet (La Porta et al., 2000).

Andre rettigheter er eksempelvis retten til å delta og stemme på generalforsamlingen, og søksmål av styret og ledelsen for ekspropriasjon. Den kontrollerende eieren, altså innsideaksjonærene, får større vanskeligheter med å ekspropriere når muligheten for dette blir redusert gjennom bedre investorbekyttelse (ibid.).

2.6.1 Hvorfor er aksjonærrettigheter viktig?

I tillegg til at eierstyringsrammeverket bør legge til rette for god eierstyring gjennom aksjonærrettigheter, må minoritetsaksjonærers rettigheter spesielt ivaretas. Dette fordi de har begrensede påvirkningsmuligheter. En minoritetsaksjonær er definert som en aksjonær som

ikke utøver betydelig kontroll eller innflytelse på selskapets handlinger (IOSCO, 2009). En minoritetsaksjonær kan således lettere bli offer for ekspropriasjon av en kontrollerende eier.

Aksjonærrettigheter er som nevnt sterkt relatert til eierstrukturen. Det indikerer at god aksjonærbeskyttelse reduser behovet for- og utbredelsen av konsentrert eierskap med kontrollerende eier (La Porta et al., 1999). Erfaringsmessig er sterk investorbeskyttelse assosiert med effektiv eierstyring, ved bedre finansielle markeder og spredt eierskap (La Porta et al., 2000) som nevnt tidligere.

Aksjonærrettigheter oppfordrer dermed til utvikling av finansmarkeder og god eierstyring. En viktig implikasjon av dette er at finansmarkedene ikke bør overlates til seg selv dersom eierstyring skal bli bedre. Finansmarkeder trenger beskyttelse av utsideaksjonærer, enten det er reguleringsmyndigheter, domstolene eller markedsaktørene selv som sørger for dette (ibid.).

2.6.2 Ulike aksjonærrettigheter

Aksjonærrettigheter og beskyttelse kan utøves gjennom loven, regulatorisk håndheving, domstoler, markedsbestemmelser og aksjonærene selv. Fremvoksende økonomier er svakere på disse områdene. Derfor sees det her mest på aksjonærrettigheter som utøves av aksjonærene selv, gjennom privat håndheving. Aksjonærrettigheter kan sees på som henholdsvis ex-ante- og ex-post rettigheter. Ex-ante rettigheter er ved aktiv involvering, eksempelvis på generalforsamling. Ex-post rettigheter utøves gjennom søksmål eller sanksjoner i ettertid, ved brudd av rettighetene og lignende (OECD, 2004). Her vil det bli vektlagt mest fokus på ex-ante rettigheter.

Relatert til kontrollerende eier og nærstående transaksjoner som fører til ekspropriering, er det særlig tre tilnærminger som kan fungere ifølge OECD (2012). Utsideaksjonærer får være med å godkjenne de nærstående transaksjonene, minoritetsaksjonærer kan stemme direkte på sin kandidat til styret, og den kontrollerende eieren har forvaltningsansvar overfor de andre aksjonærene og selskapet. I noen land kreves det at majoriteten av minoritetsaksjonærene må godkjenne nærstående transaksjoner (IOSCO, 2009).

Dette er i tråd med Black og Kraakman (1996). De argumenter for at selskapslovgivningen i fremvoksende økonomier må være basert på selvhåndheving, og at en bør la utsideaksjonærer være mekanismer som begrenser opportunistisk atferd av ledelsen og

innsiderne. Selskapslovgivningen må derfor legge til rette for frivillig overensstemmelse fra ledelsen og kontrollerende eier, til at minoritetsaksjonærer kan få økt innflytelse (ibid.).

2.6.3 Grunnlaget for utøvelse av aksjonærrettigheter

Transparens, info til alle

For at eierne skal kunne ta en aktiv rolle og utøve sine aksjonærrettigheter er det viktig med transparens og innsyn i relevante dokumenter. Noe som OECD (2004) prinsipp V vektlegger (IOSCO, 2009). I tillegg må denne informasjonen være riktig, noe de uavhengige styremedlemmene og revisor skal sørge for. Informasjonen må også offentliggjøres i god tid før generalforsamlingen, slik at aksjonærene har tilstrekkelig tid til å ta beslutninger (OECD, 2004).

Det er anbefalt å bruke European Shareholders' Rights Directive for å offentliggjøre nødvendig informasjon (OECD, 2011f). De vektlegger oppmøte, utfall av avstemminger, ledelsens anbefaling på hvert forslag, avstemningsoversikt over for, imot og avstått ved hvert forslag, såkalt voting by poll data.

2.6.4 Aksjonærrettigheter knyttet til generalforsamlingen

“Å velge kandidater til styret er en grunnleggende aksjonærrettighet” (OECD, 2004 s.34).

Aksjonærforslag

Aksjonærforslag kan sees på som en høyere grad av aktivisme. En engasjerer seg aktivt for å fremme en sak, i motsetning til om en kun bruker stemmeretten. I de aller fleste land har minoritetsaksjonærer rett til å fremme aksjonærforslag (IOSCO, 2009). Ofte er det regler knyttet til prosentdel eierskap og lignende for å få fremmet et forslag. Dette gjelder også retten til å innkalle til generalforsamling (ibid.). En slik terskel for eierskapsandel gjør det vanskeligere å fremme forslag for minoritetsaksjonærer. Med en kontrollerende eier er det også lite sannsynlig at et forslag vil føre fram og bli vedtatt.

OECD prinsippene (2004) vektlegger at en bør ha en viss eierandel eller stemmerettigheter for å fremme forslag til vedtak. Det bør imidlertid tas hensyn til graden av konsentrert eierskap, for å forsikre at minoritetsaksjonærer ikke blir hindret. Terskelen for å fremme aksjonærforslag bør derfor ikke være for høy (ibid.).

Nominasjon

Nominering av kandidater til styret krever ofte en viss eierandel, men vanligvis er det en nominasjonskomité som tar seg av dette (OECD, 2004). Nominasjonskomité er anbefalt, og den bør bestå av et flertall uavhengige medlemmer for å være god praksis (Roche, 2008) (OECD, 2004). Krav om uavhengige styremedlemmer minsker muligheten for ekspropriasjon, og prosessen rundt nominering og valg er derfor viktig. Dersom det er en kontrollerende eier som styrer nominasjonsprosessen av de uavhengige kandidatene, blir dette ekstra vanskelig. Selve nominasjonsprosessen bør bære preg av åpenhet. Aksjonærene bør ha mulighet til å delta i nominasjonen av styremedlemmer (ibid.). Siden styret skal representere aksjonærene, bør de med tanke på aksjonærdemokratiet kunne bestemme hvem disse representantene skal være (Norges Bank Investment Management [NBIM], 2010). Aksjonærs rettigheter til å påvirke styrets sammensetning og valg av styremedlemmer er en grunnleggende aksjonærrettighet, som er anerkjent i nesten alle OECD-land (OECD, 2004).

Én aksje, én stemme

Alle aksjonærer bør ha stemmerettigheter i forhold til sin eierandel. "Én aksje, én stemme"-prinsippet er basert på ordinære aksjer med stemmerett. Dette prinsippet forhindrer at innsideaksjonærer oppnår en makt over stemmerettighetene som ikke samsvarer med deres økonomiske interesser. Altså at kontrollrettighetene overgår kontantstrømrettighetene. Én aksje, én stemme-prinsippet vil øke sannsynligheten for at selskapsavgjørelser vil maksimere selskapets verdi (Black og Kraakman, 1996). Ulike aksjeklasser er dermed ikke i henhold til én aksje, én stemme-prinsippet.

Kumulativ votering

Kumulativ votering er en mekanisme som gir hver aksje et antall stemmer som tilsvarer antallet styremedlemsposisjoner som er på valg (Bainbridge, 2005). Dersom et styre har syv styremedlemmer, så kan en aksjonær med 15% eierandel velge et styremedlem ved kumulativ votering (Black og Kraakman, 1996), ved å bruke alle stemmene sine på en kandidat. Ifølge OECD (2004) er kumulativ votering en effektiv måte å beskytte minoritetsaksjonærer på. Kumulativ votering styrker nemlig minoritetssaksjonærenes muligheter til å velge styremedlemmer (Chartered Financial Institute [CFA Institute], 2010). I tillegg så passer kumulativ votering til de fleste eierstrukturer (Black og Kraakman, 1996).

Kumulativ votering tillater store utsideaksjonærer å velge representanter til styret. Så lenge utsideaksjonærene har store nok eierandeler, kan de få sine interesser representert i styret. Det gir også bedre tilgang på informasjon (ibid.). Det vil fortsatt være innsidere som kontrollerer styret, men det vil bli vanskeligere å ignorere og bedra minoritetsaksjonærene (ibid.) ved ekspropriering. Fordi det bidrar til at store minoritetsaksjonærene kan overvåke ledelsen, så liker ikke ledelsen og de kontrollerende eierne kumulativ votering (Black et al., 2001). Kumulativ votering er derfor en viktig mekanisme for store minoritetsaksjonærer, spesielt institusjonelle investorer (ibid.).

Noen momenter kan redusere effekten av kumulativ votering, eksempelvis stagede styreperioder og styrets størrelse. Stagede styreperioder er at styremedlemmene blir valgt for flere år, samtidig som det kun er et fåtall av posisjoner på valg hvert år. Alle styremedlemmer bør derfor velges årlig, og ved fratredelse av et styremedlem bør alle styremedlemmene velges på nytt (ibid.).

Stemmegiving

Selve stemmegivingen på generalforsamlingen er den viktigste demokratiske aksjonærrettigheten (NBIM, 2010). Stemmegiving kan foregå ved håndsopprekking. Det er derimot mye bedre å bruke andre mer oversiktlige metoder, som er mer rettferdige for alle aksjonærer, og i henhold til eierskapsandelen.

Elektronisk stemmegiving

OECDs retningslinjer (2004) anbefaler bruk av teknologi og elektronisk stemmegiving. Det bidrar til at stemmegiving blir signifikant lettere (Asian Corporate Governance Association [ACGA], 2006), spesielt for aksjonærer og andre som ikke har anledning til å delta på generalforsamlingen.

Proxy stemmegiving og rådgivere

Proxy stemmegiving gjennom fullmakt er en enkel måte for aksjonærer å få stemt. Spesielt dersom de selv ikke har muligheten til å delta på generalforsamling (Investopedia, 2010), og det ikke er tilrettelagt for elektronisk stemmegiving. Fullmaktsinnehaveren får tildelt denne på bakgrunn av at vedkommende vil ivareta interessen til den som utsteder fullmakten.

Fullmaktsinnehaveren blir gitt mye tillit som kan bli misbrukt dersom vedkommende ikke har samme interesse som sin oppdragsgiver. Fullmaktsinnehaveren er en agent for aksjonæren (Investopedia, 2012b), noe som kan medføre agentproblemer. Det finnes også

proxy rådgivere som tilbyr anbefalinger til hvordan det bør stemmes på ulike generalforsamlinger. Proxy rådgivere har mye makt, og enkelte hevder at deres råd heller bør betraktes som innspill. Dette er fordi det ikke eksisterer grunnlag for å hevde at de tar riktige avgjørelser for å øke aksjonærenes verdier (Larcker og Tayan, 2011).

Noen land har forbud mot bruk av fullmakter, mens andre ikke gir god nok tid til å bruke fullmakt som en mulighet (OECD, 2004). Ifølge OECD (ibid.) bør stemmegiving gjennom fullmakt aksepteres. Åpenhet og offentliggjøring av resultater er viktig for å vise at fullmaktene blir brukt i henhold til fullmaktsutstederens ønsker.

Voting by poll

Voting by poll, eller polloversikt over stemmegivningen, kan bli brukt og relatert til én aksje, én stemme-prinsippet (CFA Institute, 2010). Alle stemmene som er avgitt, både de som er tilstede og gjennom fullmakter, er da pålagt å bli talt opp og sammenstilt med den prosentvise eierandelen (CLSA, 2010a). Dette blir presentert i en polloversikt. Selv om kontrollerende eier vil dominere avstemmingen, så blir allmennheten informert om stemmer for og imot et vedtak, noe som fører til mer åpenhet (CFA Institute, 2010).

2.6.5 Aksjonærrettigheter knyttet til søksmål

Erstatningsmuligheter er viktig for å opprette tillitt til investorer og integritet til eierstyringsrammeverket (IOSCO, 2009). Søksmål er en del av ex-post rettighetene til aksjonærer knyttet til sanksjoner (OECD, 2004). OECD prinsippene (ibid.) påpeker at minoritetsaksjonærer bør være beskyttet fra ekspropriering av den kontrollerende eieren gjennom muligheter for erstatning. En del av mulighetene for å forbedre minoritetsaksjonærenes rettigheter inkluderer verdipapir- og gruppesøksmål (ibid.). Det finnes flere erstatningsmuligheter knyttet til kontrollerende eiers misbruk eller urettferdige transaksjoner (IOSCO, 2009), men verdipapir- og gruppesøksmål virker å være de vanligste.

2.6.6 Oppsummering aksjonærrettigheter

Black og Kraakman (1996) mener at én aksje, én stemme-prinsippet sammen med kumulativ votering, bare er en del av systemet for stemmegivning i fremvoksende økonomier. De bør i tillegg ha regler angående bruk av fullmakter, nominasjonsprosesser, hvordan en teller stemmer og aksjonærforslag (ibid.).

2.7 Institusjonelle investorer

Institusjonelle investorer har vokst i både antall og størrelse (OECD, 2011d). De er dermed en stor eiergruppe, med muligheter for påvirkning i de selskapene de eier. På grunn av økningen i institusjonelt eierskap og muligheter for innflytelse, så har institusjonelle investorer potensial til å spille en rolle i markedene (Gillan og Starks, 2003) (OECD, 2011d). Institusjonelle investorer kan være en motbalanse til kontrollerende eiere, ved å beskytte mot selskapets styre og ledelse, som jobber for andre interesser enn aksjonærenes (OECD, 2011e). Enkelte hevder også at institusjonelle investorer har et særlig moralsk ansvar for å bedre eierstyring (NBIM, 2010).

Definisjon av institusjonell investor

Institusjonelle investorer er finansielle institusjoner som forvalter ressurser for en tredjepart (OECD, 2011d). Siden de er agenter som forvalter penger for en prinsipal, kan de selv ha agentproblemer og interessekonflikter knyttet til eierstyring (Ingley og van der Walt, 2004). Institusjonelle investorer er en bred gruppe av ulike aktører, som for eksempel pensjonsfond og aksjefond (ibid.). Institusjonelle investorer er ikke som andre aksjonærer med sine særegne kostnader, nytte og målsettinger (OECD, 2011d). Disse målsettingene kan eksempelvis være kortsiktig eller langsiktig investeringshorisont, som er et emne som ikke vil bli drøftet her. I tillegg til de mulige interessekonfliktene og agentproblemene.

2.7.2 Institusjonelle investorer og eierstyring

Bainbridge (2005) argumenterer for at institusjonelle investorer vil ha en annen tilnærming til eierstyring enn individuelle investorer, og dermed bør inneha en mer aktiv rolle. Dette er fordi institusjonelle investorer eier mer, og har høyere insentiver og ekspertise til å overvåke. Ingley og van der Walt (2004) deler denne rollen opp i to. Én fra et økonomisk ståsted som vil redusere agentkostnadene og beskytte aksjonærenes investeringer gjennom overvåking og kontroll; og én som utøver sine aksjonærrettigheter i selskapsdemokratiet, nærmere bestemt stemmerettighetene.

Agentkostnadene kan imidlertid være vanskelig å tallfeste, og aksjonæraktivisme fra institusjonelle investorer har gjerne en kostnad-nytte tilnærming. Institusjonelle investorer vil ikke aksjonere dersom kostnadene overgår nytten (Bainbridge, 2005). Kostnadene ved å

overvåke et stort antall selskaper er høye, samtidig som nytten blir delt på alle aksjonærene. Noe som skaper et gratispassasjerproblem (OECD, 2011d).

Overvåking er bare starten på aktivisme ved at dersom en finner et problem, så må en enten foreslå endringer knyttet til å fjerne eller foreslå nye styremedlemmer (Bainbridge, 2005). En slik aktivisme kan dermed bli kostbar, og med et usikkert utfall må trolig den forventede nytten være høy for at en skal involvere seg.

Har institusjoneller investorer et større ansvar?

Det har vært en gryende misnøye med institusjonelle investorers utøvelse av sin rolle som eiere i etterkant av Finanskrisen 2008. Det er en debatt om å iverksette endringer for å få til en mer aktiv eierskapskultur blant institusjonelle investorer (Wong, 2010). Institusjonelle investorer har et medansvar, og med sin høyere ekspertise og makt så burde de etter en normativ tilnærming ikke være passive eiere.

Det må påpekes at denne debatten i stor grad dreier seg om USA, som har litt andre utfordringer knyttet til eierstyring enn de som er gjeldende i resten av verden. Der er det problemer knyttet til ekspropriasjon fra ledelsen (Ingley og van der Walt, 2004), som har blitt diskutert tidligere i oppgaven. Institusjonelle investorer har blitt mer aktive etter bedriftsskandalene i USA tidlig på 2000-tallet (Gillan og Starks, 2003), men Finanskrisen i 2008 tyder jo på at ting ikke skjedde hverken raskt eller godt nok.

2.7.3 Institusjonell investor som eierstyringsmekanisme

Gitt de riktige betingelsene, så kan institusjonelle investorer spille en viktig rolle i regioner kjennetegnet med både spredt- og konsentrert eierskap (OECD, 2011d). Det kan være bestemmelser knyttet til hvor stor eierandel en institusjonell investor kan ha i et enkeltsselskap (ibid.). Dette vil påvirke hvilken innvirkning stemmegivningen vil ha, særlig med tanke på en kontrollerende eier.

Eierstyringsmekanismer er verktøy som påvirker selskapets atferd og lønnsomhet (Bøhren, 2011). En ekstern kontrollmekanisme innen eierstyring som øker i viktighet, er institusjonelle investorer som aksjonærer (Gillan og Starks, 2003). De kan overvåke og monitere de ulike selskapene sine. De institusjonelle investorene har tre valg dersom de er misfornøyd med styret og ledelsen (ibid.).

-
- Påvirke direkte gjennom sitt eierskap, ved å si ifra om ting de er misfornøyd med til styret eller ledelsen.
 - Påvirke indirekte ved å selge sine aksjer, også kjent som “vote by feet”.
 - Sitte med aksjene og ikke foreta seg noe.

Hirschman (1971) kaller dette for henholdsvis “voice”, “exit” og “loyalty”. Stemmegivning og aksjonærforslag på generalforsamlingen er også måter som en kan påvirke selskaper på gjennom voice.

2.7.4 Institusjonelle investorers aktivisme

Aksjonærer som tar en aktiv rolle i sine selskaper, for å oppmuntre til atferd som kommer aksjonærene til gode, blir betegnet som aktivister (Investopedia, 2012a). Aktivisme går blant annet utpå å engasjere seg i diskusjoner med ledelsen om eksempelvis strategi, kapitalstruktur, fusjoner, utbytte og direktørlønn (Santella et al., 2009). For enkelte institusjonelle investorer er aktivisme begrenset til stemmegivning på generalforsamling, mens andre går mer drastisk til verks (ibid.). Institusjonell investoraktivisme vil ikke løse prinsippal-agentproblemet, bare flytte tyngdepunktet hevder Bainbridge (2005).

Søksmål er også et virkemiddel som det ikke går nærmere inn på her. Imidlertid kan det nevnes at institusjonsledede gruppesøksmål er rapportert å være mer effektive enn søksmål som blir ledet av individer (Cheng et al., 2010).

Institusjonelle investorers preferanser angående aktivisme

En studie gjort på institusjonelle investorer fra Europa og USA's preferanser angående investeringer, fant at de var villige til å engasjere seg i aksjonæraktivisme. De foretrukne metodene var i rekkefølge exit, stemmegivning mot selskapet på generalforsamling, og voice (McCahery et al., 2010). De fleste institusjonelle investorene var villige til å kontakte selskapets styremedlemmer, og ytre sine bekymringer bak lukkede dører. Dette indikerer at voice muligens er mer utbredt enn hva en skulle tro (ibid.).

McCahery et al. (ibid.) antyder at institusjonelle investorer som aktivt overvåker selskaper er villige til å engasjere seg i aksjonæraktivisme. Det interessante her er at exit her blir vurdert som aktivisme, og at det er mer foretrukket foran stemmegivning mot selskapet. Hvis alle eierne bruker exit og vote by feet som sin strategi dersom en er misfornøyd, vil ikke eierstyringsproblemene i selskapene bli løst, men vedvare. En skulle tro at en ville bruke

stemmeretten før en ville trekke seg ut ved en exit, men det kan være flere grunner til dette. Eksempelvis nytter det stort sett ikke å stemme imot en kontrollerende eier. Videre var triggeren for å involvere seg ikke lav avkastning på investeringen, men snarere den langsiktige strategien til selskapet (ibid.).

CalPERS

California Public Employees Retirement System, bedre kjent som CalPERS, er et offentlig pensjonsfond. CalPERS er kjent som en aktiv investor som involverer seg direkte i sine selskaper. CalPERS er engasjert i selskapets eierstyringspraksiser og har vært en markedsleder i eierstyringsengasjement (Gray, 2007). CalPERS plasserer selskaper med forbedringspotensial innen eierstyring og dårlige resultater, på en overvåkingsliste kalt fokuslisten (Budsaratragoon et al., 2010). Fokuslisten inneholder CalPERS' hovedbekymringer for selskapene, og aksjonærforslag som de skal ta opp på neste generalforsamling (ibid.). Selskaper som blir plassert på denne listen kan få den såkalte "CalPERS-effekten", det vil si at de stiger i verdi i etter å ha bli plassert på listen. Studier viser at "CalPERS-effekten" eksisterer (Gray, 2007) (Junkin og Toth, 2008).

Fullmakt

Det kan være problematisk å få stemt for utenlandske investorer dersom det ikke er åpent for elektronisk stemmegivning, og en er forhindret fra å delta. Hindringer knyttet til stemmegivning over landegrensene øker kostnadene (OECD, 2011d).

En kan da benytte seg av proxy rådgivere som gir råd og avgir stemmer på vegne av investorer (ibid.), dersom det er tillat. Det finnes flere selskaper som tilbyr rådgivning og tjenester knyttet til proxystemmegivning. For institusjonelle investorer er proxysystemet viktig med tanke på at de eier et stort antall selskaper (NBIM, 2010).

Her kan det oppstå interessekonflikter, samtidig vil inkluderingen av ytterligere et ledd redusere insentivene for institusjonelle investorer til å interessere seg for eierstyring i sine selskaper (OECD, 2011d). Det kan også bli kostbart dersom en involverer seg i flere selskaper og har høy aktivitet. Det kan derfor være lurt å samarbeide med andre investorer.

Aksjonærsamarbeid

Det finnes andre måter enn aktivisme for institusjonelle investorer som vil engasjere seg i sine selskaper. Aksjonærgrupper sammen med andre aksjonærer, institusjonelle investorer og samarbeid med organisasjoner (CFA Institute, 2010) er også en mulighet.

Aksjonærgrupper med institusjonelle investorer kan samarbeide om nominering av styrekandidater, aksjonærforslag og stemmegivning. Det betinger at selskapet gir aksjonærene informasjon og avdekker sitt aksjonærregister i god tid før generalforsamlingen. Siden slikt samarbeid kan brukes til å manipulere markedet, er det i noen land begrenset eller forbudt med strategi for felles stemmegivning (OECD, 2011d) og samarbeid mellom aksjonærer (OECD, 2004).

Ved å samarbeide oppnår en større innflytelse og makt gjennom økt eierandel. Det kan eksistere juridiske krav som vanskeliggjør dette, eksempelvis budplikt og offentliggjøring av samarbeidet. I studien til McCahery et al. (2010) var kun 60% av de institusjonelle investorene villige til å koordinere sin aksjonæraktivisme med andre investorer. De resterende 40% grunnga sin avgjørelse relatert til juridiske krav, slik som å offentliggjøre samarbeidet og lignende (ibid.).

En kan oppnå mye ved å etablere samarbeidsorganisasjoner for institusjonelle investorer. En kan dele av kostnadene, og en har en organisasjonen tar seg av stemmegivningen (OECD, 2011d). En vil også kvitte seg med deler av gratispassasjerproblemet, relatert til engasjementet ved slike interesseorganisasjoner og samarbeid.

3. Eierstyring i Asia

Den amerikanske eierstyringsmodellen nevnt innledningsvis, passer neppe så godt til Asia. Idealet for eierstyring i Asia kan dermed sies å være en modell som må basere seg på aksjonærrettigheter i henhold til idealet og OECDs prinsipper (2004), men som bør ta hensyn til regionen. Eierstyring i fremvoksende markeder handler i stor grad om å skape tillit, ved å tilby et sikkert investeringsmarked (Monks og Minow, 2004). Det kan derfor være hensiktsmessig å undersøke hvordan det står til med eierstyring i Asia på et generelt grunnlag. Spesielt relatert til aksjonærrettigheter, eierstrukturer og institusjonelle investorer.

Dette kapitlet er i stor grad basert på rapporter fra OECD (2011a) og Credit Lyonnais Securities Asia, CLSA (2010a), samt andre kilder relatert til hovedemnene. Rapportene vektlegger ulike momenter og fokus i sine rapporter og analyserer på ulikt vis, noe som gir et bredt innblikk.

3.1.1 Kort om Asias historie

Myndighetene hadde stort sett vært fraværende innen eierstyring inntil Asiakrisen i 1997 tvang dem på banen (Roche, 2008). Eierstyring ble derfor etter Asiakrisen viet mye oppmerksomhet. Det førte til at en rekke land reformerte sine finansielle institusjoner med vektlegging på eierstyring (OECD, 2011c), blant annet for å innfri Verdensbankens krav for å få lån til å komme seg gjennom krisen (Monks og Minow, 2004). Regulatorne fikk bedre ressurser og reguleringen ble sterkere, i tillegg til at nye institusjoner ble opprettet og aksjonærene involverte seg mer (OECD, 2011c).

Årsakene til utviklingen i Asia skyldes to grunner hevder Roche (2005), de ulike styresmaktens ønske om å tiltrekke seg kapital og økt globalisering. Økt globalisering fører med seg en konkurransemessig nødvendighet. Dårlig eierstyring gir høyere risiko for investorer og dermed dårligere verdsettelse av selskapene. Andre påpeker at sammenlignet med utviklede markeder, har muligens eierstyring større betydning i Asia. Dette på grunn av mindre transparens og begrenset informasjon, i tillegg til de ulike eierstrukturene (Union Bank of Switzerland [UBS], 2009).

Med bakgrunn i dette burde grunnlaget for en utvikling og bedring av eierstyring i Asia være lagt, når oppsiden virker å være stor. Det er imidlertid ikke fullt så enkelt, noe eierstyringsstatusen idag også indikerer.

3.1.2 Generelle emner

Det juridiske rammeverket

Innenfor ulike lovgivninger og standarder har det kommet flere oppdateringer. I disse oppdateringene er det økt bevisstgjøring knyttet til interessekonflikter, slik som nærstående transaksjoner og ivaretagelse av flere ulike interessenter (OECD, 2011a). OECD rapporterer at det er vanskeligheter med å finne riktig balanse mellom et system med lovreguleringer og fortsatt fleksibilitet angående god eierstyring. En sammenslåing av lovpålagte regler og generelle retningslinjer ser ut til å vokse fram på grunn av dette.

Utfordringen knyttet til det juridiske rammeverket er gjerne relatert til manglende forståelse av ulike begrep, slik som nærstående parter og uavhengige styremedlemmer. Dette vanskeliggjør implementeringen av disse konseptene (ibid.). Når lovverket har manglende forståelse blir trolig også håndhevelsen dårligere og lite effektiv. CLSA (2010a) indikerer dette ved at det er stor forskjell mellom regler og håndheving. Reglene er stort sett bedre enn håndhevingen. For de beste landene er derimot denne forskjellen mindre, noe som impliserer at land med et relativt godt lovverk også har bedre håndheving.

Innføring og håndhevelse

Kapasiteten til institusjoner og nye organer som ivaretar og håndhever lovene har blitt bedre (OECD, 2011a) (CLSA, 2010a). Allikevel fører ressursmangel til en begrenset kapasitet til å håndheve eksisterende regler for tilsynsmyndighetene, i tillegg til et ineffektivt rettssystem (OECD, 2011a).

CLSA (2010a) rapporterer at håndheving er den kategorien som landene gjør det dårligst i, men at håndhevingen generelt har blitt bedre. Håndhevelseskategorien deres er basert både på offentlig- og privat håndheving. Mange aksjonærer er passive og de fleste institusjonelle investorer bidrar ikke tilstrekkelig i stemmegivning og engasjement.

Vanskeligheter med overvåking av saker, som for eksempel nærstående transaksjoner, gjør at det etterlyses mer dialog mellom myndighetene og markedsaktører (OECD, 2011a). Generelt er aksjonærene passive. De stoler på at myndighetenes organer skal avsløre regelbrudd og utøve håndhevelse. Håndhevelse er dermed et område som vil kreve et løft for å komme opp på et høyere nivå. Flere land vurderer derfor sivile søksmål som et middel for å få fortgang i håndhevelsen av lovene (ibid.).

Offentliggjøring av informasjon

Regnskap og revisjon er områder som er bra ifølge OECD (2011a) og CLSA (2010a). Sammenstilling av lokale regnskapsmetoder med internasjonale regnskapsstandardene har blitt bedre, og flere land følger de internasjonale IFRS-standardene (ibid.). Imidlertid er det ressursbegrensinger som fører til problemer ved innføring av de internasjonale regnskapsmetodene (OECD, 2011a).

Moderne teknologi sørger nå for bedre informasjonsformidling enn tidligere. I flere land er det gjort tiltak for å gi insentiver til å gå lenger enn det lovreguleringene krever. Dette for å fremme eierstyringsutviklingen, gjennom ulike utmerkelse og rangeringer. Likevel er det få selskaper som forstår hvordan verdien av større åpenhet kan forbedre selskapsverdien (ibid.).

Det etterlyses i mindre grad bedre standarder for offentliggjøring. Hovedfokuset innen offentliggjøring er knyttet til hvordan en effektivt skal håndheve de ulike eierstyringsstandardene. Trolig skyldes dette begrensede muligheter til å sanksjonere brudd på offentliggjøringsreglene (ibid.).

Styret

Funksjonene til styret blir i økende grad diskutert og styremedlemmer har nå fått større krav til blant annet kompetanse og uavhengighet. Styrets rolle ved intern risikostyring har økt, men deres oversikt av interne kontrollfunksjoner er et område der det fortsatt utlyses utbedringer (ibid.).

Innføring av tilfredsstillende internkontroller som går utover de lovpålagte kravene krever en endring i bedriftskulturen, noe som kan ta veldig lang tid (ibid.). Det er det samme som CLSA (2010a) også rapporterer om, ved at selskapene selv viser liten interesse til å gjøre noe utover de lovpålagte kravene.

Internkontroller

Enkelte land strever med svake internkontroller og en generell mangel på eierstyringsmekanismer (OECD, 2011a). Innen internkontroller vies spesialkomitéene spesielt oppmerksomhet, gjennom en stigning i spesialkomitéer som revisjon-, valg- og godtgjørelseskomitéer. Her stilles det høyere krav til at komitémedlemmene skal være uavhengige (ibid.). De fleste landene i Asia har nå krav om revisjonskomitéer (McKinsey, 2004a).

Det mangler derimot effektive regler knyttet til de uavhengige styremedlemmene og revisjonskomitéene. (CLSA, 2010a). Revisjonskomitéer bør øke sin juridiske kunnskap og få økt innflytelse. Enkelte vil ha obligatorisk innføring av godtgjørelseskomitéer (OECD, 2011a). Det er fortsatt noen utfordringer for spesialkomitéene knyttet til ressurser og kompetanse, særlig gjelder dette små selskaper (ibid.).

3.2 Eierstruktur i Asia

Eierstrukturene i Asias fremvoksende markeder er varierte. De er preget av konsentrert eierskap (OECD, 2011c) og kontrollerende eiere med tilhørende minoritetsaksjonærer (Gilson 2008). En god del av eierstyringsutfordringene knytter seg til eierstrukturer. Spesielt familiekontrollerte selskaper (Claessens et al., 2002), som særlig er gjeldende i Øst Asia (Claessens og Yurtoglu, 2012), men også statskontrollerte selskaper (OECD, 2011c). Eierstyringsutfordringene er sterkt knyttet til ekspropriasjon av minoritetsaksjonærer (Gilson, 2008).

Studier gjort på markeder i Øst Asia fant at forskjeller mellom kontantstrøm- og kontrollrettigheter virket negativt inn på selskapsverdien (Lemmon og Lins, 2003). Dette avviket mellom de to rettighetene er sterkest i familiekontrollerte selskaper (Claessens et al., 1999a). Familiekontroll er en viktig faktor for å forklare den negative påvirkningen dette avviket har på markedsverdien i øst-asiatiske selskaper (ibid.). Pyramide- og krysseierskap gir også opphav til store forskjeller mellom kontantstrøm- og kontrollrettigheter, og gir muligheter og insentiver til ekspropriering (Lemmon og Lins, 2001).

3.3 Aksjonærrettigheter i Asia

Med bakgrunn i OECDs eierstyringsrammeverket (2004) for god eierstyring i tillegg til den drøftede teorien, blir aksjonærrettighetene i Asia undersøkt. Aksjonærenes likestilling, rettigheter, beskyttelse og tilgang til informasjon vil vektlegges i henhold til OECDs rammeverk. Under de ulike punktene vil det også bli diskutert de tilhørende utfordringene og forslag til hvordan disse kan løses.

Eierstrukturer med store kontrollerende eiere, gjør beskyttelse og rettigheter til minoritetsaksjonærer til et særdeles viktig emne (OECD, 2011c). La Porta et al. (1999) mener det bør fokuseres på minoritetsaksjonærenes rettigheter og beskyttelse fra

kontrollerende eiere, og dermed gjøre ekspropriasjon av minoritetsaksjonærer vanskeligere (ibid.). Det foreslås derfor radikale endringer. Eksempelvis ved å gi minoritetsaksjonærer eksplisitte rettigheter til å forhindre ekspropriering, eller søke erstatning gjennom søksmål (ibid.).

3.3.1 Grunnlaget for utøvelse av aksjonærrettigheter

Transparens, info til alle

Offentliggjøring av relevant informasjon blir ikke ivaretatt i Asia. Ifølge OECD (ibid.), er den generelle offentliggjøringen av regnskap og lignende dårlig ivaretatt. Selskapene selv forstår ikke at dette kan øke deres markedsverdi. Da er det vanskelig å oppnå relevant informasjon til å delta i styringen av selskapet. Det er derimot en økning i bruk av teknologi som øker informasjonsformidlingen.

Ivaretakelse av interesser

I Asia er den kontrollerende eieren en hindring for virkningen av uavhengige styremedlemmer. Verifiseringen av deres uavhengighet og den generelle kompetansen kan også være mangelfull. Det har riktignok kommet forbedringer, ved at de uavhengige styremedlemmenes rolle er blitt definert, og at de sitter i ulike underkomitéer (ibid.). Derimot er det grunnlag for å tro at de uavhengige styremedlemmene ikke ivaretar minoritetsaksjonærenes rettigheter i tilstrekkelig grad, slik de kunne og burde gjort.

3.3.2 Aksjonærrettigheter knyttet til generalforsamlingen

Det finnes flere viktige aksjonærrettigheter tilknyttet til generalforsamlingen som vil forbedre eiernes innflytelse. Ifølge CFA Institute (2010) blir mye av stemmegivningen i Asia fortsatt gjort ved håndsopprekking, noe som fører til at kontrollerende eier kan samle nok hender til å få sine forslag vedtatt. Dette er derfor et område som trenger reform. Stemmemekanismene må imøtekomme utenlandske investorer og de som ikke har mulighet til å delta fysisk på generalforsamlingen (ibid.). Dette gjelder da også fullmakt gjennom såkalt proxy-stemmegivning og elektronisk stemmegivning (IOSCO, 2009). CFA Institute (2010) mener at en aksje, en stemme-prinsippet er veldig viktig for aksjonærrettighetene og bør bli innført i alle Asias markeder, og ikke bare være pålagt i Hong Kong.

Rettigheter knyttet til aksjonærforslag og styrenominasjon

Det er begrenset med nyere informasjon og litteratur knyttet til aksjonærforslag i Asia. Som kuriositet kan det nevnes at aksjonærer som fremmer et forslag i Hong Kong er pålagt å betale et depositum som skal dekke selskapets kostnader (!) (IOSCO, 2009). Tidligere har det vært restriksjoner fra loven knyttet til aksjonærforslag og lignende (ACGA, 2006).

Alle aksjonærer i Asia har rett til å velge styremedlemmer (Roche, 2008). OECD (2011a) rapporterer derimot om at manglende åpenhet knyttet til nominering av styremedlemmer er en utfordring. Enkelt steder kan kun styret nominere styremedlemmer. Med en kontrollerende eier og ingen bruk av kumulativ votering, har ikke minoritetsaksjonærene noe påvirkningskraft (Roche, 2008). Dette gjelder spesielt statskontrollerte selskaper ifølge OECD (2011a). Dette er særlig relevant når det gjelder nominasjon av uavhengige styremedlemmer, og verifisering av styremedlemmers uavhengighet er en utfordring (ibid.). De fleste land i Asia har nå krav om at børslistede selskaper skal ha uavhengige styremedlemmer (McKinsey, 2004a). Det etterlyses derfor en større innflytelse fra andre store aksjonærer til å rekruttere kandidater, og at nominasjonskomitéene må uavhengige (OECD, 2011a). Rekruttering er derimot vanskelig fordi det er en generell mangel på kvalifiserte styrekandidater, spesielt uavhengige styremedlemmer (McKinsey, 2004a).

Elektronisk stemmegivning

Elektronisk stemmegivning er blitt introdusert i Kina og Sør-Korea, og en del andre land. Enkelte land venter ennå på godkjenning. Noen selskaper kan gjennom sine vedtekter avstå fra å bruke elektronisk stemmegiving, noe som er uheldig (OECD 2011a).

Én aksje, én stemme

Én aksje, én stemme-prinsippet er ikke så relevant, da det ofte ikke er aksjer med ulike stemmerettigheter som er problemet i Asia, på grunn av liten utbredelse (OECD, 2007). Allikevel er én aksje, én stemme-prinsippet en viktig rettighet det bør sikres at videreføres også i Asia, slik at ulike aksjeklasser med forskjellige rettigheter ikke oppstår. Håndsopprekking som har vært vanlig i Asia (ACGA, 2006) for å ta avgjørelser, er et brudd på én aksje, én stemme-politikken. Håndsopprekking tar ikke hensyn til antallet aksjer en aksjonær innehar.

Voting by poll

Hong Kong er det eneste juridiske området som har lyktes med å introdusere voting by poll i Asia (CFA Institute, 2010), og er det eneste markedet der det er påkrevd (OECD, 2011a). En introduksjon av dette også i de andre asiatiske markedene, ville bedret åpenheten og lagt til rette for mer involvering fra utsideaksjonærer. ACGA (2006) anbefaler bruk av polloversikt i alle de asiatiske markedene.

Kumulativ votering

Kumulativ stemmegivning er blitt innført en i en rekke land i Asia. Det er ikke alltid påbudt og blir praktisert i varierende grad (OECD 2011a). Manglende enighet om fordelene ved kumulativ stemmegivning legger en demper på dens utbredelse; i tillegg til hindringer fra konsentrerte eierskapsstrukturer. Selskaper kan ofte selv vedta om de vil ha kumulativ votering eller ikke. Det er også uttrykt bekymringer for at kumulativ stemmegivning kan være brudd på én aksje, én stemme-prinsippet. De påståtte fordelene ved kumulativ votering kan òg bli gjenstand for strategisk stemmegivning fra majoritetsaksjonærer (ib).

Proxy stemmegiving

Tidligere har det stått dårlig til med proxy stemmesystemet i Asia. Det har vært utdatert, og det var lett for at proxystemene ble ignorert (ACGA, 2006). Særlig gjaldt dette selskaper som fortsatt hadde håndsopprekking, og en kunne ikke vite om stemmegivningen hadde innvirkning (ibid.). I tillegg har informasjon om stemmen er kommet fram, og selve resultatet av stemmegivingen vært mangelfull (ACGA, 2009b). Ved å bruke håndsopprekking ødelegger en bruk av proxyfullmakt, ved at disse stemmene ikke blir tatt med (NBIM, 2010).

3.3.3 Håndheving og utøvelse av aksjonærrettigheter

En studie fra hovedsakelig OECD-land (OECD, 2011f) ble hindret av dårlig offentliggjøring fra asiatiske land. Den så på aksjonærrettigheter, slik som resultater av stemmegivning og bruk av polloversikt. Tidligere har minoritetsaksjonærenes stemmegiving vært lav, og en antar at så lite som 20-30% av minoritetsaksjonærene stemmer i Asia (ACGA, 2006). Det er derfor vanskelig å vite hvor mange aksjonærer som benytter seg av sine stemmerettigheter og fremmer aksjonærforslag. I tillegg så opplyses det ikke om hvor mange som møter opp på generalforsamlingen (OECD, 2011f). Når det er så lite åpenhet og oversikten er mangelfull, blir det vanskelig å håndheve sine rettigheter og bruke stemmeretten i Asia.

Offentliggjøring av resultater er dermed en bekymring, og det påpekes at majoritetsiere bør offentliggjøre hva de har stemt, slik at det blir lettere å oppnå eventuelle senere samarbeid mellom aksjonærer (OECD, 2011f). En polloversikt vil også rette på dette, og gi bedre innblikk i avstemmingsprosessen og hvor mange som benytter seg av stemmeretten.

3.3.4 Aksjonærrettigheter knyttet til søksmål

I Asia er verdipapir- og gruppesøksmål introdusert, eller i ferd med å bli det, i en rekke land. Det kan være høye krav til eierandel for å fremme et søksmål (OECD, 2011a), og det er en generell mangel på dem. Aksjonærer vet i stor grad ikke om disse mulighetene for erstatning, og har en mentalitet som går ut på at regulatoriske myndigheter skal ta saken for dem.

3.4 Institusjonelle investorer i Asia

I tillegg til å beskytte sine investeringer for ekspropriering, er en av utfordringene for institusjonelle investorer i Asia, større involvering og engasjement (OECD, 2011a). CLSA (2012) finner at institusjonelle investorer ikke engasjerer seg i tilstrekkelig grad i stemmegivning, aktivisme og forvaltning i Asia. OECD (2011a) mener at de forsterker den manglende aksjonæraktivismen, og mange etterspør deres kunnskap og erfaring i utviklingen av Asias eierstyring (OECD, 2011a) (CLSA, 2010a). Institusjonelle investorer kan trolig bidra med mye for å nærme seg idealet om god eierstyring i sine selskaper, og dermed bidra til å opprette effektive markeder.

3.4.1 Institusjonelle investorer pådrivere for eierstyring?

Det er flere studier som påpeker at innenlandske institusjonelle investorer i fremvoksende markeder ikke utfører overvåkingen i tilstrekkelig grad slik som i vestlige land (Khanna og Palepu, 1999) (Kim og Kim, 2010). Kim og Kim (ibid.) mener at dette skyldes at det er flere "eier-ledere" med aksjemajoritet, og at lovsystemet ikke er tilstrekkelig når det gjelder å motvirke moral hazard fra ledelsen. Douma et al. (2006) avdekket at det var langsiktige utenlandske investorer, ikke de kortsiktige, som hadde innflytelse på selskapsresultatet.

En undersøkelse analyserte eierstyringsreformen i fire asiatiske land. Funnene gjort her etterspør en mer aktiv rolle fra utenlandske institusjonelle investorer i utviklingen av eierstyring. Særlig i selskaper der de har signifikant eierandel, da de innenlandske institusjonelle investorene mangler denne kunnskapen og er lite utviklet (Nam og Nam,

2004). Videre påpekes det at det kan være svært vanskelig for private innenlandske institusjonelle investorer å ta en aktiv rolle, på grunn av deres tilknytning til større industrigrupper. Nam og Nam (ibid.) mener at for å utvikle de innenlandske institusjonelle investorene, må de selv installere egne effektive styringsstrukturer og ledelse, før de får det på plass i de investerte selskapene.

Involvering og samarbeid

Involvering fra aksjonærene bør særlig komme fra institusjonelle investorer, og være en av hovedprioritetene framover i utviklingen av eierstyring i Asia. CFA Institute (2010) mener at veien framover for aksjonæraktivisme i Asia er å samle sammen kollektive stemmer fra individuelle investorer, og forene deres rettigheter til å stemme. Det finnes flere aksjonærgrupper i Asia. De ytrer effektivt aksjonærenes synspunkter og driver med opplæring og beskyttelse av aksjonærer, i tillegg til promotering av god eierstyring (ibid.).

Norges Bank Investment Management, NBIM, sitt samarbeid med ACGA, er et eksempel på samarbeid mellom en institusjonell investor og en interesseorganisasjon. NBIM inngikk som sponsor for ACGA i 2012 (NBIM, 2012). Grunnlaget for dette er at NBIM og ACGA's har felles målsetninger. ACGA jobber nemlig for å bedre standarden for eierstyring i Asia, gjennom kontakt med selskaper, tilsynsmyndigheter og investorer.

3.4.2 Stemmegiving av institusjonelle investorer

Det eksisterer lite litteratur på institusjonelle investorers stemmegiving (Iliev et al., 2011) og dette gjelder trolig også for aksjonærforslag. En undersøkelse gjort på institusjonelle investorer fra USA sin stemmegiving i 47 land, gjennom proxyfullmakter, fant imidlertid en del indikasjoner på hva som kan være gjeldende praksis. De institusjonelle investorene utøvde mer eierstyring og stemmegiving, når de fryktet ekspropriering og forventet agentproblemer fra en kontrollerende eier. Spesielt når landet hadde svak beskyttelse av minoritetsaksjonærer. Stemmegiving mot ledelsens anbefalinger ved styremedlemvalg var assosiert med et høyere antall styremedlemmer som forlot styret. Dette taler for at institusjonelle investorer kan fungere som en eierstyringsmekanisme. Iliev et al. (ibid.) mener derfor at stemmegiving spiller en viktig rolle i utøvelsen av eierstyring utenfor USA. I tillegg så indikerer det at aktivisme betyr mer i underutviklede markeder med svak investorbeskyttelse, som påpekt tidligere.

4. Eierstyring i Kina og Korea

4.1.1 Bakgrunn

Oversikten fra kapittelet om eierstyring i Asia gir et bredt inntrykk av statusen. Den gir derimot ikke tilstrekkelig dybde og informasjon, siden landene i regionen er så forskjellige og på ulike stadier (CLSA, 2010a). Eksempelvis varierer landenes eierstrukturer (OECD, 2011c). I tillegg gir ikke aksjonærrettighetene et godt bilde, siden det er individuelle forskjeller mellom de asiatiske landene.

Det er vanskelig å estimere statusen og en videre trend innen eierstyring for Asia, med så store forskjeller. Det kan derfor være mer hensiktsmessig å se på enkeltcase og eksempler. På bakgrunn av dette vil det bli sett nærmere på eierstyring i to enkeltland, og ett tilhørende selskapseksempel fra hvert av landene. De utvalgte landene er Kina og Sør-Korea, heretter bare kalt Korea. Dette vil gi et dypere innblikk i de utfordringene som er diskutert tidligere, i henhold til idealet om god eierstyring og effektive markeder (OECD, 2004). Det vil også gi et godt grunnlag til senere, for å estimere statusen og den videre trenden i Asia.

Kina og Korea

Kina og Korea er to naboland som er vidt forskjellige i graden av økonomisk utvikling. Korea har kommet langt i den økonomiske utviklingen, og har store private industrikonglomerater som drivkraft i økonomien. Kina befinner seg ennå på et tidlig stadium, og har staten som pådriver og regulator for den økonomiske utviklingen.

Kina og Korea har forskjellige type eierstruktur og eierskap, med kontrollerende eier som dominerer økonomien, ved henholdsvis stat og familie. De to landene har også mange nærstående transaksjoner sammenlignet med andre land (OECD, 2012), noe som gir grunnlag for ekspropriasjon. I Korea er det et stort innslag av utenlandske eiere på børsen (Kim, 2008b). Kina har stort sett innenlandske investorer på sine børser (Market Watch, 2012), og et mer lukket marked enn Korea. Institusjonelle investorer i Kina og Korea vil også bli diskutert med bakgrunn i dette.

Med bakgrunn i det ovennevnte, så gjenspeiler Kina og Korea to ytterpunkter i Asia med forskjellig utgangspunkt for den videre utviklingen innen eierstyring. Gjennom å se på et

selskapseksempel fra hvert land, vil det også gi innsikt i konkrete utfordringer knyttet til landenes aksjonærrettigheter i forhold til en kontrollerende eier og eierstrukturen.

Aksjonærrettighetene vil bli drøftet grundigere under selskapseksempelene. Grunnen til dette er at mange av de vedtatte aksjonærrettighetene i Korea kan fravikes og bestemmes på selskapsnivå. Dette gjelder til en viss grad Kina også. Det ville derfor gitt mindre innsikt, sammenlignet med å vise konkret hva selskapet gjør angående aksjonærrettigheter.

4.2 Kina

4.2.1 Historisk utvikling

På begynnelsen av 1990-tallet begynte de kinesiske myndighetene å børsliste de store statsselskapene, og de kinesiske børsene ble opprettet. Det er viktig å forstå at selskapene ikke ble privatisert, men “corporatized”, og at denne kapitalstrukturen ledet til to problemer (Howson, 2008). Kontrollerende aksjonærer handlet opportunistisk og i sin egen interesse, og det var fravær av prinsipaler til å overvåke denne atferden (ibid.).

Rundt år 2000 var eierstyring ennå et forholdsvis ukjent begrep i Kina (CLSA, 2007). Myndighetene har siden spilt en viktig rolle i den kinesiske eierstyringsutviklingen, som i stor grad har vært statsdrevet og ikke markedsdrevet (Tomasic, 2010). Sammen med styresettet er det derfor rimelig å forvente at eierstyringen i Kina er annerledes enn i en rekke andre land.

Kina ble medlem av World Trade Organization, WTO, i 2001. Det ga økt trygghet til utenlandske investorer, og medlemskapet har spilt en viktig rolle i den formidable økonomiske veksten i landet (World Trade Organization [WTO], 2011). Samtidig med WTO-innmeldingen, satte Kina i gang med å implementere OECDs eierstyringsprinsipper for å forbedre eierstyringen i de børslistede selskapene (OECD, 2011b).

4.2.2 Nyere utvikling

CLSA (2010a) er av den oppfatning at det går gradvis framover i Kina og landet har forbedret seg i innen en rekke kategorier. I 2009 ble det formelt opprettet et eierstyringsprogram mellom OECD og Kina (OECD, 2011b). Det er særlig myndighetene gjennom China Securities Regulatory Commission, CSRC (OECD, 2011a), som står for

framgangen, mens det er mindre utvikling i markedet og den private sektoren. Myndighetene har blant annet kommet med nye lover som skal forbedre verdipapirmarkedet. De kinesiske børsene har også økt fokuset på eierstyring og skjerpet noteringskravene (CLSA, 2010a).

Sammenlignet med de øvrige asiatiske landene er Kina dårligst på eierstyringskultur, men har også en lang vei å gå når det gjelder håndheving, se figur 1 og 2 i vedlegget (ibid.). Det er kun politisk & regulatorisk, og regnskapsmetode & revisjon som er over landets totalscoregjennomsnitt. Ved å sammenligne med de andre landene er det kun innen politisk og regulatorisk at landet er over gjennomsnittet. De kinesiske selskapene er også under gjennomsnittet på alle områder unntatt ansvar, noe som blir relatert til selskapenes styresammensetning (ibid.).

4.2.3 Eierstruktur

Kina har hatt en konsentrert eierstruktur (Xi, 2006), og ofte er den kontrollerende eieren statlig (Clarke, 2008), slik at selskapene blir såkalt state owned enterprises, SOE's. Graden av konsentrert eierskap sank i Kina som følge av en reform i kapitalmarkedet i 2005 (OECD, 2011b). Likevel er eier staten fortsatt et flertall av aksjene i selskaper notert på de kinesiske børsene (Business Insider, 2010).

Styring av statskontrollerte selskaper

Kina styrer sine statseide selskaper gjennom State-owned Assets Supervision and Administration Commission, SASAC, som ble opprettet i 2003 (Mattlin, 2007). SASAC oppnevner representanter til selskapenes Supervisory Board, altså kontrollutvalget eller representantskapet (State-owned Assets Supervision and Administration Commission, 2012). Kina har nemlig et såkalt two-tier styrestruktur, der representantskapet skal overvåke hva styret foretar seg (Clarke, 2008). Dette er annerledes enn den såkalte angloamerikanske modellen, med et styre bestående av ledelsen og aksjonærrepresentanter (Cadbury, 1992).

I tillegg er CSRC regulator for verdipapirmarkedet (Tang, 2008). CSRC bestemmer blant annet hvilke selskaper som kan børslistes (Clarke, 2008). De kinesiske børsene fungerer også som markedsregulatorer og er sterkt støttet fra staten (ibid.). Børsene er uavhengige juridiske enheter og direkte underlagt CSRC (OECD, 2011b).

Statskontrollerte selskaper

SOE'ene har vært opptatt av å ivareta rykte og lagt mere vekt på å ha beste praksis enn andre selskaper (CLSA, 2007). Andre rapporterer om at eierstyring i statskontrollerte selskaper er verre i Kina (Institute of International Finance, 2006). Clarke (2003) hevder at det statlige majoritetserskapet fører til interessekonflikter. Da den kinesiske staten ofte har andre mål enn profittmaksimering, som for eksempel sysselsettingstiltak. Noe som fører til utnyttelse av minoritetsaksjonærene. UBS (2009) hevder at det er forskjellig ledelsespraksis og grad av åpenhet mellom SOE'ene og de hurtigvoksende private selskapene, men nevner ikke på hvilke måter de er forskjellige.

4.2.4 Aksjonærrettigheter

Allerede i 2002 introduserte CSRC obligatorisk kumulativ votering for selskaper med kontrollerende eierandel over 30% (Qian og Zhao, 2011). Dette reduserte antallet nærstående transaksjoner for selskapene sammenlignet med selskaper uten kumulativ votering. Det skyldtes at selskapene selv forpliktet seg til bedre eierstyring, snarere enn innførselen av kumulativ votering ifølge Qian og Zhao (ibid.).

I 2005 fikk Kina en revidert og oppdatert utgave av selskapslovgivningen av 1993 (Tomasic, 2010), som blant annet økte aksjonærrettighetene (CLSA, 2007) (Tang, 2008). I tillegg kom en ny verdipapirlov (CLSA, 2007), som blant annet ivaretar avdekking av selskapsinformasjon (OECD, 2011b). I 2006 kom en ny oppdatering til strafferettsloven som gjorde det mulig å stille styremedlemmer, ledelsen og kontrollerende aksjonærer strafferettslig ansvarlig; dersom de med viten og vilje foretok seg handlinger som førte til betydelige tap for selskapet (Tang, 2008) (OECD, 2011b). Dette er sammenfallende med den oppdaterte selskapslovgivningen av 2005 med økte aksjonærrettigheter. Den sa at styremedlemmer, ledelse og representantskapet har et forvaltningsansvar slik som i den angloamerikanske lovgivningen (Howson, 2008). Andre aksjonærrettigheter som ble forbedret var blant annet forbud mot tiltak angående fiendtlige oppkjøp og nærstående transaksjoner (OECD, 2011b). Kontrollerende eier har ikke lov til å misbruke sine aksjonærrettigheter, og gjennomførelse av urettferdige nærstående transaksjoner er forbudt (Tang, 2008). En ny lov angående ønske om kapitalforhøyning fra ledelsen, må godkjennes av minoritetsaksjonærene (Chen et al., 2010). Deler av den nye loven stilte det juridiske systemet overfor store utfordringer (Howson, 2008), og kinesiske domstoler er langt fra tilstrekkelige i beskyttelse av investorer (Milhaupt, 2008).

Alle oppdateringene til tross, utøvelse av noe så grunnleggende som stemmeretten kan fortsatt være vanskelig. En aksjonær som prøvde å stemme mot et vedtak i 2009, fikk sine stemmer avvist fordi styrets sekretær bestemte at vedkommende ikke hadde gitt god nok grunn for å stemme imot (CLSA, 2010a), noe som er oppsiktsvekkende.

4.2.5 Institusjonelle investorer i Kina

I forbindelse med institusjonelle investorer i Kina, ble det hevdet at i fremvoksende finansielle markeder kan kun store aksjonærer påvirke. Store aksjonærer som institusjonelle investorer har tilstrekkelig insentiver, evner og muligheter til å overvåke og kommunisere med selskapet på en kontinuerlig basis (Giles et al., 2003). Håpet var at de institusjonelle investorene skulle bedre eierstyringen i landet og utvikle markedet (ibid.). Noe som ikke har skjedd i tilstrekkelig grad (Xi, 2006).

Kinesiske institusjonelle institusjoner har vært passive i innen eierstyring. Unntaksvis har de mobilisert mot kontrollerende eier. Det har skjedd når det har vært fare for ekspropriasjon, eller de har brukt stemmeretten sin for å øke rettighetene til minoritetsaksjonærene (ibid.). Det har ikke vært noen institusjonelle investorer som har brukt kumulativ votering ved valg av styremedlemmer eller personer til representantskapet (ibid.). Xi (ibid.) mener det er noen hindringer som står i veien for de institusjonelle investorene. Blant annet er ikke lovgivningen utformet med tanke på oppfordring til aktivisme. Trolig skyldes den passive holdningen den høyt konsentrerte eierstrukturen i de børslistede selskapene (ibid.).

Institusjonelle investorer eier rundt 50% av verdien på børsen i Shanghai (OECD, 2011d). Utenlandske institusjonelle investorer må godkjennes av CSRC før de kan investere i Kina. De blir da såkalte qualified foreign institutional investor, QFII (Xi, 2006) (Reuters, 2011). Håpet er at QFII vil være med å bedre de kinesiske kapitalmarkedene og deres eierstyring (Giles et al., 2003). En studie indikerer at eierstyring er viktig for QFII'ene slik at de virker positivt på eierstyringsutviklingen (Liu et al., 2011). Kvoten til QFII er økt betraktelig de siste årene, men utgjør en liten del av markedet (Market Watch, 2012). Det er da lettere å investere i kinesiske selskaper som er børsnotert i andre land.

Listing på utenlandske børser

Mange kinesiske selskaper noteres også på utenlandske børser, spesielt i Hong Kong (The Economist, 2012a). Ved å børsliste seg på en utenlandsk børs med høyere eierstyringsstandarder, vil selskapet knytte seg til en høyere håndhevingsstandard og bedre

eierstyring dersom det i opphavslandet har svakere håndheving (Coffee, 2002). Tang (2008) mener en slik emigrering for kinesiske selskaper til utenlandske børser kan bedre utfordringen knyttet til håndhevingen i Kina. Ved å innrette seg på utenlandske børser med høyere standarder, så vil spesielt utenlandske investorer føle en reduksjon i risikoen på sine investeringer. Likevel vil krysslisting kreve mer samarbeid mellom landene for å få til en effektiv håndheving (Tang, 2008).

4.3 Selskapseksempel Kina: China Mobile

Bakgrunn for valg av China Mobile

China Mobile er et statskontrollert kinesisk selskap. Staten kan som nevnt ha andre målsetninger enn de resterende minoritetsaksjonærene. I tillegg er selskapet et såkalt red chip selskap, det vil si at selskapet er registrert “utenlands” på Hong Kong børsen, men operer i Kina og er eid av den kinesiske staten (Asia Times, 2007).

China Mobile er også børsnotert i New York. Ved å operere i Kina og være børsregistrert i Hong Kong og New York, så skaper det en del utfordringer for selskapet, spesielt knyttet til lovgivningen. Selskapet er formelt registrert i Hong Kong, men har hovedaktivitetene sine i Kina gjennom sine datterselskaper. Hong Kong er et av de to beste landene i innen eierstyring i Asia (CLSA, 2010a). Det kan være spennende å se hvordan statskontrollerte China Mobile håndterer slike utfordringer, og om børslisting “utenlands” fører til høyere eierstyringsstandarder i selskapet. Eksempelvis er selskapet pålagt polloversikt av stemmegiving, som det kan være interessant å se effektene av.

Kort om selskapet

China Mobile er et stort selskap med 164 000 ansatte, 584 millioner kunder, og har en markedsandel på 69% i det kinesiske mobilmarkedet. Selskapet er den ledende mobilleverandøren i Kina og har verdens største mobilnettverk og kundebase. Selskapet ble børslistet i 1997 (China Mobile Annual Report, 2010). Siden selskapet er børslistet i utlandet er det utfordrende å vite hvilken lovgivning selskapet opererer etter.

4.3.2 Eierstyring i selskapet

China Mobile virker å være opptatt av å være blant de beste i verden. Dette gir inntrykk av at selskapet er et ledd i ambisjonene til myndighetene om å bli et stort globalt selskap. China

Mobile har ligget høyt oppe i flere rangeringer for god eierstyring og lignende (ibid.). Selskapet har en egen seksjon i årsrapporten som omhandler eierstyring, og utarbeider også en egen sustainability rapport. Siden selskapet er listet i Hong Kong og New York har det to sett med krav de må følge. Ledelsen er pålagt å følge visse prinsipper og etiske koder som er relatert til eierstyring, blant annet fra Sarbanes Oxley Act fra USA. De leverer inn rapporter om dette til det amerikanske børstilsynet (ibid.).

Det virker som China Mobile er svært opptatt av å etterleve børslistingskravene, spesielt Hong Kongs, og dermed andre markeders lovgivning. China Mobile innretter seg dermed etter høyere eierstyringsstandarder og kompleksitet, ved å ha flere og ulike eierstyringskrav fra flere børser. For enkelthets skyld ser vi her på Hong Kong som et eget land og juridisk område som er forskjellig fra Kina. Selskapet opplyser og påpeker hvilke eierstyringsforskjeller som er gjeldende for dem, siden de er listet på utenlandske børser. Eksempelvis er det krav fra New York om at halvparten av styremedlemmene skal være uavhengige, på børsen i Hong Kong er det krav om minst tre uavhengige styremedlemmer. Det er dermed forskjellige krav, og China Mobile opplyser om dette, og påpeker at de følger kravene fra Hong Kong. Kinas krav på dette området er en tredjedels uavhengighet (ibid.).

Fremover vil selskapet se hva andre ledende selskaper foretar seg innen eierstyring, for å utvikle seg videre. I tillegg til å vurdere sin egen eierstyring for å forsikre om at China Mobile har en langsiktig og levedyktig utvikling (ibid.).

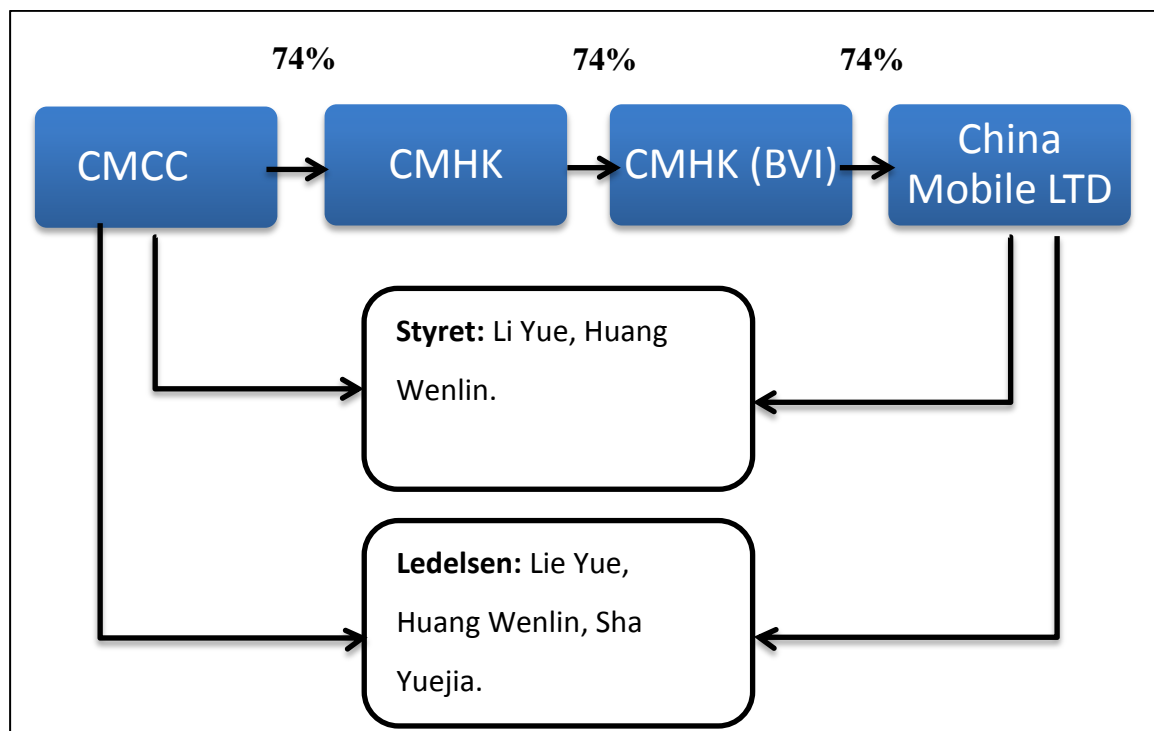
4.3.3 Eierstruktur, styret og ledelsen

Kontrollerende eier av selskapet er China Mobile Communications Corporation, CMCC. Gjennom et indirekte eierskap i China Mobile (Hong Kong) Group Limited, CMHK, eller bare Gruppen, har de en eierandel på 74% i China Mobile Hong Kong (BVI), CMHL BVI. CMHL BVI har igjen et direkte eierskap på 74% i China Mobile Limited. (Se figur 5). De resterende eierandelene er investorer, hvorav ingen av dem har eierandeler over 5% (China Mobile Annual Report, 2011). CMCC er et kinesisk statskontrollert selskap (China Mobile Annual Report, 2010), og nærstående selskaper for China Mobile blir dermed andre SOE's og selskaper som de selv eier.

De syv styremedlemmene som ikke er uavhengige, er i hovedsak fra China Mobiles ledelse (Hong Kong Exchange News, 2012d). Tre av styremedlemmene har bakgrunn fra det kinesiske post og telekommunikasjons-departementet, deriblant styreleder (China Mobile

Annual Report, 2011). Flere av styremedlemmene sitter også i styret eller ledelsen til den endelige kontrollerende eieren CMCC. Den kinesiske stat har dermed skapt et styre som skal evaluere ledelsen de selv er en del av. China Mobile later ikke til å ha et skikkelig two-tier board med et representantskap, slik det ville hatt dersom det var registrert i Kina.

Nedenfor følger en oversikt over styremedlemmer som sitter i styret til både CMCC, det endelige holdingselskapet, og China Mobile. I tillegg til representanter som sitter i både CMCC og China Mobile ledelse. Det er med andre ord ikke tatt med i oversikten personer som sitter i ledelsen til China Mobile, som og sitter i styret til CMCC. To personer sitter i styret og ledelsen til begge selskapene, altså innehar de fire posisjoner, mens ytterligere én person har ulike kombinasjoner som gjør at vedkommende har tre posisjoner. (ibid.). Det skal påpekes at dette så annerledes med flere personer i dobbeltroller inntil 22.mars 2012, da to styremedlemmer som hadde fremtredende roller gikk av (Hong Kong Exchange News, 2012b).



Figur 5: Dobbeltroller i CMCC og China Mobiles styre og ledelse.

CMCC og China Mobile har en del nærstående transaksjoner knyttet til telekommunikasjon- og servicetjenester. Siden mange av personene sitter på begge sider av bordet, kan det føre til utfordringer knyttet til å bestemme prisen på disse transaksjonene. Det er også flere av styremedlemmene/ledelsen som sitter i flere styrer i andre statskontrollerte selskaper. Dermed er det en rekke statskontrollerte selskaper der flere enn de ovennevnte sitter på

begge sider av bordet ved nærstående transaksjoner. I en del av transaksjonene har den kinesiske stat satt en fastpris eller veiledende pris. I tilfeller hvor dette ikke eksisterer bruker selskapet markedspris (China Mobile Annual Report, 2010).

Nærstående transaksjoner og investeringer utenfor mobilsektoren

Selskapet opplyser om de ulike nærstående transaksjonene, og framgangsmåten for godkjenning blir gjort i henhold til børsnoteringskravene til Hong Kong. De uavhengige styremedlemmene skal blant annet etterse at transaksjonene er i alle aksjonærenes interesser, og inngått på normale kommersielle betingelser. Revisor skal etterse krav (ibid.), der de fleste fremstår som rent formelle.

China Mobile kjøpte i 2010 20% av Shanghai Pudong Bank for å satse på mobile finanstjenester som mobilbank. Dette kjøpet avvek fra selskapets hovedaktiviter, og enkelte investorer uttrykte misnøye med dette kjøpet. Aksjekursen sank samme dag som kjøpet ble annonsert (New York Times, 2010) (Wall Street Journal, 2010). I 2012 er China Mobile blitt den største eieren i banken (Bloomberg, 2012b), og det er ikke rapportert om noen framgang for mobilbanktjenestene i årsrapportene.

Det er med andre ord gode muligheter for den kinesiske stat til å ekspropriere fra de resterende minoritetsaksjonærer, selv med offentliggjøring av nærstående transaksjoner. Det er derimot vanskelig å avgjøre hva som er en fornuftig pris på disse transaksjonene, særlig for de uavhengige direktørene. Kjøpet av eierandeler i Shanghai Pudong Bank indikerer at selskapet fraviker fra minoritetsaksjonærenes interesser, og dermed skaper interessekonflikter (Wall Street Journal, 2010).

4.3.4 Aksjonærrettigheter i selskapet

China Mobile opplyser ikke hvordan de ivaretar interessene til sine minoritetsaksjonærer.

Bestemmelser knyttet til generalforsamling og aksjonærforslag

I Kina kan en aksjonær, individuelt eller kollektivt, foreslå kandidater til styret, foreslå vedtak og komme med forslag hvis eierandelen er over 3% (OECD, 2011b). Det skal også legges til rette for utøvelse av eierskap, også for institusjonelle investorer. Institusjonelle investorer som opptrer som forvalterfullmektig, bør avdekke sin overordnede eierstyring og stemmepolitikk, dette gjelder også utenlandske investorer (ibid.).

Siden China Mobile er børsregistrert i Hong Kong er det andre regler som er gjeldende for selskapet. Aksjonærer med over 5% av “paid-up” kapital kan henvende seg til styret for innkalle til ekstraordinær generalforsamling, i henhold til selskapets vedtekter og børsreglene på Hong Kong børsen (China Mobile Annual Report, 2011).

Bestemmelser knyttet til stemmegiving

Selskapet har ikke aksjer med forskjeller knyttet til stemmerett, og praktiserer én aksje, én stemme-prinsippet på sine generalforsamlinger (China Mobile Annual Report, 2010). Det er også tillatt med stemmegivning gjennom fullmakt (China Mobile Articles of Association, 2004).

Selskapet opplyser ikke at de har kumulativ votering, og har da trolig ikke det. Derimot telles antallet stemmer ved avstemminger på årsmøte, såkalt polloversikt. Slik at det er mulig å se hvor mange av aksjonærene som var tilstede, og som stemte for eller imot (China Mobile Annual Report, 2010). Polloversikten er som nevnt tidligere pålagt i Hong Kong, noe som øker åpenheten for utsideaksjonærene. I China Mobile Articles of Association (2004) står det at avstemming gjøres ved å rekke opp hender, eller der noen påkrever voting by poll. Vedtektene er dermed ikke oppdatert på en stund, noe som gir en mangelfull oversikt over blant annet aksjonærrettighetene i selskapet. Et dokument beregnet på selskaper notert på børsen i Hong Kong presiserte at selskaper burde oppdatere sine vedtekter. Slik at obligatorisk pollvotering ble inkludert i henhold til de nye børslistingskravene som kom i 2009 (Morrison og Foerster, 2009). Dette har China Mobile ikke gjort ennå, selv om de republiserte vedtektene i 2012 (China Mobile Articles of Association, 2004). Selskapet har likevel polloversikter fra generalforsamlingene som de offentliggjør (Hong Kong Exchange News, 2012e). Polloversiktene er veldig oversiktlige og gir mye informasjon om avstemmingene.

Bestemmelser knyttet til styret og styrets fullmakter

China Mobile har et stagget styresystem, ved at styremedlemmene bare er på valg hvert tredje år (China Mobile Articles of Association, 2004). I 2010 var kun fire styremedlemmer på valg. Nye styremedlemmer må derimot stille til gjenvalg det påfølgende året (China Mobile Annual Report, 2010). China Mobile har tidligere hatt minoritetsaksjonærer i styret (ibid.).

Aksjonærrettigheter knyttet til ulike nærstående transaksjoner

Ved utstedelse av verdipapir, må selskapet ifølge kinesisk lov ha godkjenning av aksjonærene (OECD, 2012). Når det gjelder transaksjoner må dette godkjennes av aksjonærene dersom verdien er over 5% av selskapets siste revisjon, og overgår 300 millioner kinesiske renminbi. I Hong Kongs lovgivning gjelder de samme reglene og prinsippene ved utstedelse av verdipapir og ved transaksjoner, men med litt lavere terskler og med flere krav (ibid.).

4.3.5 Håndheving av aksjonærrettigheter

Det kommer klart fram at China Mobile kjøper ansvarsforsikring for sine styremedlemmer og ledelsen (China Mobile Annual Report, 2010). Dette fører trolig til at de ikke er like utsatt for personlige søksmål knyttet til brudd på forvaltningsansvaret de har overfor eierne.

Ved at China Mobile er listet på utenlandske børser med høyere eierstyringskrav, så minsker investeringsrisikoen for investorer. De har økt investorbekyttelsen og aksjonærenes rettigheter, ved at aksjonærene kan håndheve sine rettigheter bedre i land med bedre aksjonærrettigheter. Dette gjelder bare så lenge China Mobile ikke er fritatt for relevante regler og krav.

4.3.6 Hendelser relatert til eierstyring

Selskapet opplyser at de har hatt et tilfelle av brudd på lover, og at de i henhold til kravene har opplyst om disse tilfellene til markedet. Selskapet har også iverksatt tiltak slik at lignende tilfeller ikke skal oppstå senere (ibid.). De opplyste derimot ikke hva disse bruddene spesifikt gikk ut på i årsrapporten.

Styret

Selskapet fikk i 2010 separasjon mellom styreleder og administrerende direktør, ved at Wang Jianzhou tok steget ned til direktør og Li Yue tok over som administrerende direktør (China Mobile Annual Report, 2010). Det var for å innrette seg etter beste praksis koden for eierstyring fra Hong Kong børsen (Hong Kong Exchange News, 2010).

I 2010 gikk ett styremedlem av og ett ble fjernet. Styremedlemmet som ble fjernet var vise-styreformann. Det ble ikke opplyst om hvorfor vedkommende ble fjernet fra styret, men det var intet som var relevant for aksjonærene ifølge styret (ibid.) (China Mobile Annual Report,

2010). Vise-styreformannen ble senere faktisk dømt til døden, for å ha tatt imot bestikklser (China Daily News, 2011). En annen ansatt i selskapet ble òg dømt til døden for å ha tatt imot bestikklser (Wall Street Journal, 2012).

Minst syv andre i ledelsen til China Mobile var/er også under etterforskning for korrupsjon (New York Times, 2011). Den tidligere visestyreformannen var tidligere styreformann i et selskap der han var kjent som en foregangsfigur for god eierstyring (Financial Times, 2010).

En nylig hendelse i China Mobile i mars 2012, var et styremedlem fra ledelsen som 2.mars var rapportert å bistå juridiske myndigheter i etterforskning av finansielt relaterte emner (Hong Kong Exchange News, 2012a). Vedkommende fratrådte 15.mars begge stillingene sine, på grunn av manglende evne til å utføre sine plikter under de nåværende personlige omstendighetene. Styret sier det ikke er noe angående fratredelsen som trenger å bli formidlet til aksjonærene (China Mobile, 2012). Dette er da den tredje omgangen ledende ansatte i China Mobile blir etterforsket (Wall Street Journal, 2012). Rett etter, den 22.mars, gikk også styreformann og et styremedlem av og fratrådte samtidig sine stillinger i ledelsen. Angivelig var fratredelsene på grunn av henholdsvis alder og jobbskifte. Heller ikke her var det noe angående fratredelsen som aksjonærene trenger å vite (Hong Kong Exchange News, 2012b). Til opplysning er alle de uavhengige styremedlemmene eldre enn den avtroppende styreformannen, og den påtroppende styreformann er kun to år yngre enn sin forgjenger (Webb-Site, 2012).

Med generalforsamling den 16.mai var det rart at styreformann ikke klarte to måneder til. Interessant er det også at påtroppende styreformann kom inn i styret utenom generalforsamlingen i juli 2011, etter nominering av nominasjonskomiteén som styret godkjente (China Mobile Annual Report, 2011) (Hong Kong Exchange News, 2011).

Generalforsamling

Det er rart at det ikke blir innkalt til ekstraordinært årsmøte når styret reduseres med tre styremedlemmer på en uke. China Mobile ser det heller ikke nødvendig å kalle inn til generalforsamling når de utnevner et nytt styremedlem (China Mobile Annual Report, 2011). Dette er ikke påkrevd, ifølge vedtektene kan selskapet gjøre dette selv (China Mobile Articles of Association, 2004).

Det er i det hele ganske mistenkelige ting som skjer og det kommer trolig flere opplysninger knyttet til disse fratredelsene. China Mobile skryter av at de offentliggjør disse avgangene i

henhold til børsreglene, men de opplyser ikke om den bakenforliggende grunnen til fratredelsen. Det gir lite oversiktighet for minoritetsaksjonærene. Det hjelper heller ikke at selskapet har adoptert en etisk kode i henhold til den amerikanske Sarbanes Oxley Act (China Mobile Annual Report, 2011).

4.4 Korea

4.4.1 Historisk utvikling

Korea har hatt en formidabel vekst siden 1960-tallet og Koreakrigen, og har vokst til en av de største økonomiene i verden. En stor del av denne økonomiske veksten kan krediteres til Chaebolkonglomeratene, som fortsatt spiller en dominant rolle i den koreanske økonomien (Kim og Kim, 2010).

I Korea fikk særlig Chaebolkonglomeratene skylden for Finanskrisen i 1997, på grunn av sin sterkt lånefinansierte vekst og jag etter markedsandeler framfor profitt (Kim og Kim, 2008). Etter Asiakrisen i 1997 har det derfor blitt økt fokus på eierstyring i Korea (Kim og Kim, 2010). Finanskrisen i 1997 inntraff samtidig med presidentvalget i Korea, og en nyvalgt regjering satte derfor i gang med reformer og tiltak for å komme Chaebolene og deres styringsstruktur til livs. Noen av tiltakene som hadde en positiv effekt på koreansk eierstyring, omhandlet økt transparens av selskapsstruktur og ansvar. I tillegg til at det ble lettere for utenlandske eiere å investere i koreanske selskaper (ibid.).

4.4.2 Nyere utvikling

Ifølge CLSA-rapporten (2010a) så har eierstyringsutviklingen i Korea blitt reversert de siste årene siden forrige undersøkelse i 2007. I alle kategorier utenom én har Korea hatt tilbakegang. Denne tilbakegangen mener CLSA (2010a) skyldes valget av en konservativ president i 2008, som har lite fokus på eierstyring. President Lee Myung-bak har bakgrunn fra Hyundaigruppen, som er et av landets største chaebolkonglomerat (ibid.). Ifølge The Economist (2010) så benådet presidenten 74 næringslivsledere i løpet av én måned for å få fart på økonomien, og det er omfattende lobbyvirksomhet for å få frigitt flere.

De selskapene som er hevdet til å inneha best eierstyringspraksis i Korea er karakterisert i tre grupper. Store selskaper styrt av en profesjonell ledelse, banker med betydelig utenlandsk eierskap og nylig privatiserte selskaper (Kim og Kim, 2008).

4.4.3 Eierstruktur

Hovedutfordringen til eierstyring i Korea er knyttet til eierstrukturen i selskapene (Kim og Kim, 2010). Øverst i eierstrukturen er gjerne en familie, som dermed kontrollerer et konglomerat av selskaper i Korea kalt Chaebol. Eierstrukturen til Chaebolene er preget av komplisert nett av kryss- og sirkulært eierskap, som fører til at kontrollrettighetene overstiger kontantstrømrettighetene (Claessens et al., 1999b). Dette leder igjen til utfordringer med nærstående transaksjoner og ekspropriering av minoritetsaksjonærer.

Markedet for selskapskontroll

Kim (2008b) påpeker at særlig forsøk på fiendtlige oppkjøp har satt fart i utviklingen innen eierstyring. Markedet for selskapskontroll gjennom fiendtlige oppkjøp var ikke-eksisterende for chaebolkonglomeratene før Finanskrisen 1997 (Kim og Kim, 2010). De kontrollerende eierne har siden den gang satt i gang for å beskytte seg mot fiendtlige oppkjøp. Tiltak som utstedelse av aksjer uten stemmerett, og utstedelse av egne aksjer til nærstående selskaper. Dette blir kalt poison pills, og skal skremme eventuelle aksjonærer som har planer om å overta selskapet. Bruk av poison pills ble forbudt i Korea i 2006 (Kim, 2008b).

Styrets rolle

Når flere koreanske selskaper ikke har tilstrekkelig skille mellom eierskap og kontroll, så stiller dette høyere krav til resten av styret. Dette gjelder da spesielt de uavhengige styremedlemmene som selskapet er lovpålagt å ha. Det blir diskutert at uavhengige styremedlemmer i Korea muligens har sterkere bånd til selskapet det “uavhengig” skulle tilsi. Det blir da enda vanskeligere å redusere sannsynligheten for misbruk av minoritetsaksjonærer.

4.4.4 Aksjonærrettigheter

Nylig har den koreanske selskapslovgivningen fått oppdateringer (Yulchon, 2011). Relatert til aksjonærrettigheter er det flere endringer. Det ble også fremmet forslag om å la børsnoterte selskaper benytte seg av poison pills for å hindre fiendtlige oppkjøp, men det ble ikke vedtatt (ibid.).

Endringer som ble vedtatt var reduksjon i styremedlemmers ansvar og eventuelle økonomiske straff, med mindre det er særdeles grov uaktsomhet. Det kan også utstedes aksjer uten stemmerett for alle typer aksjer, tidligere gjaldt dette kun preferanseaksjer. Det er

innført lettede restriksjonene på utbytte, som går utpå at styret kan vedta utbytte utenom generalforsamlingen, på grunn av at dette angivelig kan være en langtekkelig prosess. Terskelen for hva styret kan godkjenne av fusjoner er også blitt lettet på. Styret kan nå også fritt disponere sine egne aksjer, så lenge selskapets vedtekter ikke sier dette er forbudt (Coventus Law, 2012) (Yulchon, 2011).

Håpet fra myndighetene er at disse endringene i vil stimulere innenlandske og utenlandske investeringer i Korea. I tillegg skal endringene hjelpe selskapene til å takle en rekke forretningsmessige utfordringer, samt tilpasse seg et globalt forretningsmiljø i stadig endring (Coventus Law, 2012).

Søksmål og aksjonæraktivisme

Etter Asiakrisen og de påfølgende årene har det vært en høy økning i antall søksmål mot selskaper i Korea. Kim (2008b) mener dette skyldes tre årsaker; det har blitt lettere for aksjonærer å gå til søksmål, økt aksjonæraktivisme, og en sterk økning i antall utenlandske investorer. Noen av disse søksmålene er fra en minoritetsaksjonærgruppe kalt People's Solidarity for Participatory Democracy, PSPD, ledet av Dr. Jang fra Korea University Business School. PSPD driver med aksjonæraktivisme og har stått for mye oppmerksomhet rettet mot dårlig eierstyring siden 1996 (Forbes, 2007).

Håndheving

Når aksjonærer har tatt rettslige skritt mot selskapets ledelse, fordi de mener at de har handlet i strid med aksjonærenes interesser; har det vært varierende tolkning av de gjeldende lover i det koreanske rettssystemet (Kim, 2008a). Noen avgjørelser har vært liberale og noen har vært formelle, men resonnementet i saker av stor økonomisk betydning har stort sett gått i de store selskapenes favør. Kim (ibid.) påpeker en trend ved at de store chaebolkonglomeratene vinner rettssaker mot aksjonæraktivister og utenlandske investorer. I tvister av mindre økonomisk betydning har derimot minoritetsaksjonærene vunnet fram.

Forklaringen på denne varierende tolkningen fra ulike dommere baserer seg på at Chaebolkonglomeratene i Korea har stor innflytelse. I tillegg er det generell aversjon, uttrykt i koreanske medier, mot utenlandske fonds aktivisme på grunn av deres kortsiktige profittfokus og trussel mot kontroll av selskapene (ibid.).

Depository Receipts

Utenlandske børser kan ha selskaper notert ved såkalte depository receipts. Dersom eiere av koreanske depository receipts ikke utøver stemmerettighetene sine, så inntreffer den såkalte shadow voting-regelen (Park, 2010). Det innebærer at den koreanske verdipapirsentralen utøver stemmerettigheten i forhold til at den ikke skal påvirke utfallet av stemmegivningen (ibid.). Den største aksjonæren kan da beholde sin kontroll uten å ha et flertall av aksjer med stemmerettigheter (ibid.). Depository Receipts aksjonærer som utøver stemmerettighetene sine er lavere enn de som har ordinære aksjer (Korea Securities Depository, 2010).

4.4.5 Institusjonelle investorer

Koreanske institusjonelle investorer har vært ubetydelige i overvåkingen av selskapenes ledelse, sammenlignet med andre land (Park, 2010). Noe av dette skyldes restriksjoner fra lovgivningen, men de har også avstått fra å stemme mot ledelsen. Park (ibid.) mener de innenlandske institusjonelle investorene må involvere seg mer. I Korea så utgjør de institusjonelle investorer en stor andel, og utenlandske investorer har mer enn 37% av den koreanske børsen (Kim, 2008b).

National Pension Service

Eierstyringskulturen som av CLSA (2010a) nevner er fraværende i Korea, er det koreanske pensjonsfondet NPS et godt symbol på. De forholder seg nøytrale selv i selskaper der de er blant de største eierne og ignorerer sin rolle. Fondet er verdens fjerde største pensjonsfond, og er største eller nest-største eier i en rekke av de store koreanske selskapene (Financial Times, 2012).

Det er etterspurt aktivisme fra pensjonsfondet NPS til å ta en aktiv rolle i utøvelse av sitt eierskap (ibid.). Styreformannen i NPS har sagt at innflytelse fra eiere gjennom stemmegivning må gjøres forsiktig slik at det ikke forstyrrer ledelsen (Hankyoreh, 2012), NPS har heller ikke brukt stemmeretten sin særlig flittig (Financial Times, 2012). Et nylig eksempel på dette er at NPS som største aksjonær, holdt seg nøytral i en avstemming av ny styreformann i et selskap. Styreformannen blir etterforsket for underslag og er tidligere dømt for regnskapsvindel (Korea Times, 2012) (Financial Times, 2012). NPS egen styreformann hevder videre at det er politisk kontroversielt å møte andre aksjonærer og stemme sammen. Han vil først ha en form for sosial konsensus (Hankyoreh, 2012). NPS har retningslinjer for utøvelse av stemmerettigheter som sier at de skal bruke stemmeretten for å fremme

langsiktig aksjonærverdier (National Pension Service, [NPS], 2012). Dette blir tydeligvis ikke alltid fulgt.

Hasung Jang Fund

Det finnes imidlertid fond som engasjerer seg. Hasung Jang Fund heter egentlig Lazard Korea Corporate Governance, og er et fond med fokus på eierstyring som ble lansert i 2006. Strategien er å investere i små og mellomstore koreanske selskaper, og forbedre deres eierstyring for å utløse aksjonærverdier (Forbes, 2007). Grunnen til at det kalles Hasung Jang Fund, er at han er en av rådgiverne for fondet. Professor Hasung Jang er leder for PSPD og en velkjent aktivistaksjonær. I tillegg er Centre for Good Corporate Governance, CGCG, med som rådgivere. CGCG er Koreas første forskningscenter som spesialiserte seg på eierstyring (Lazard Asset Management, 2010).

Utenlandske institusjonelle investorer

En studie så på utenlandske institusjonelle investorer påvirkning på utbyttepolitikken i det Koreanske aksjemarkedet fra 2001 til 2007. De fant ut at utenlandske investorer med over 5% eierandel kan ha stor påvirkning på utbytte (Kim et al., 2010). Dette må sees i sammenheng med at aksjonærrettighetene i Korea ble forbedret etter Asiakrisen i 1997. En aksjonær med eierandel over 5% kan gripe inn overfor ledelsen, ved å kalle inn til generalforsamling eller be om en direktørs avgang (ibid.).

4.5 Selskapseksempel Korea: Samsung Electronics

Bakgrunn for valg av Samsung Electronics

Samsung Electronics er en del av chaebolkonglomeratet Samsung Gruppen. Samsung Gruppen er en viktig motor i den koreanske økonomien, og i 2010 utgjorde inntektene til Gruppen én femtedel av Koreas BNP (Bloomberg, 2012a). Samsung Gruppen har fem sirkulære eierskap-loops og flere krysseierskap. Samsung Gruppen vil trolig restrukturere til et holdingselskap slik som andre store chaebolkonglomerater (CLSA, 2010b), noe som vil påvirke Samsung Electronics.

Samsung Electronics blir styrt av Lee-familien som er den kontrollerende eieren. Samsung Electronics er et nøkkelselskap for Samsung Gruppen. Familien har kun 4,7% eierandel av selskapet, 17,3% eierandel med inkluderte nærstående selskaper. Det er derfor nærliggende å

tro at kontrollrettighetene overgår stemmerettighetene for Lee-familien i Samsung Electronics.

Aksjonærrettighetene i Samsung Electronics vil påvirkes av at det er et selskap med utfordringer knyttet til en eierstruktur med kontrollerende eier, som vil gjenspeile typiske problemstillinger som er gjeldende i landets øvrige selskaper.

Kort om Samsung Electronics

Samsung Electronics, heretter Samsung Electronics eller bare Samsung, er verdens største IT-selskap og ble startet i Korea i 1969. Samsung hadde i 2011 konsoliderte salgssinntekter på 143,1 milliarder USD og sysselsetter rundt 222 000 mennesker i 72 land (Samsung, 2012e). Selskapet er notert på den koreanske børsen, men har også såkalte global depository receipts, GDR, på børsene i London og Luxemburg (About Samsung Electronics, 2011).

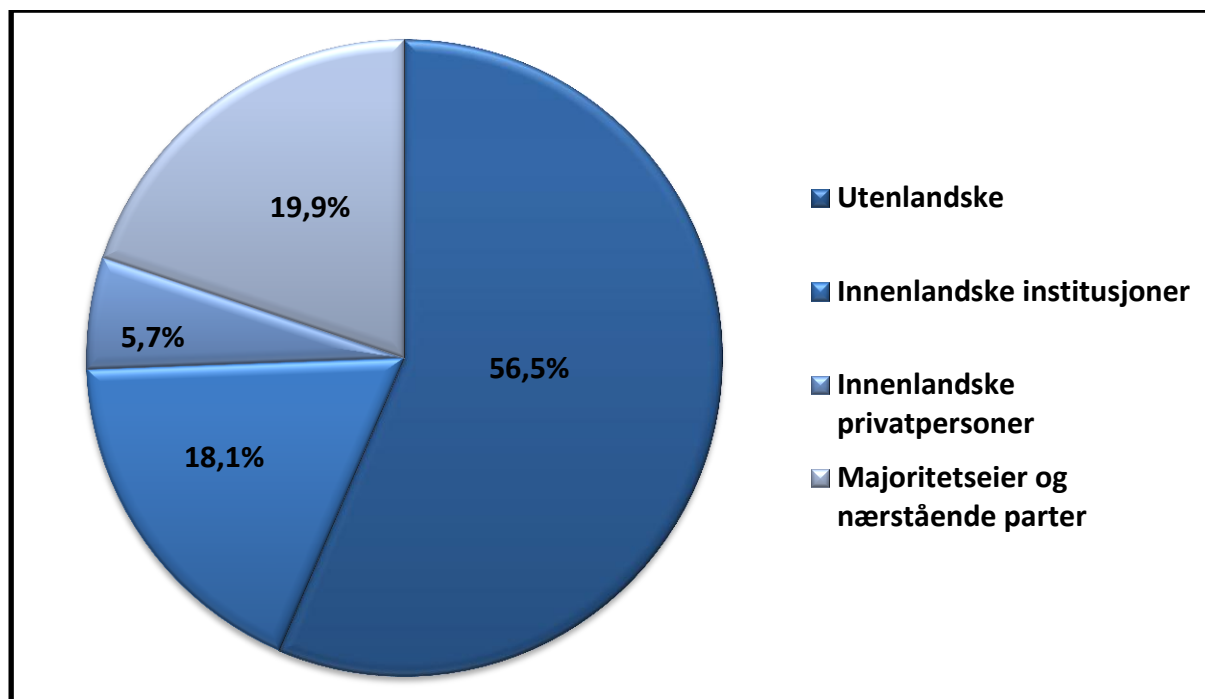
4.5.2 Eierstyring i selskapet

Samsung Electronics har fått en rekke priser for beste koreanske selskap innen eierstyring, senest i 2011. En av prisene var for mest dedikerte selskap innen eierstyring (Samsung, 2012i). Samsung er også i det øverste kvartilet på eierstyringsrankingen for Asias største selskaper til CLSA (2010a).

Samsungs mål i sammenheng med eierstyring er: “...-maksimere selskapets verdi samtidig som alle anstrengelser blir gjort for å øke aksjonærverdier- og rettigheter”. I tillegg så hevder de å promotere transparens og ansvarlighet med en avansert eierstyringsstruktur (About Samsung Electronics, 2011 s.8).

4.5.3 Eierstruktur i Samsung

Samsungs egen oversikt over de ulike aksjonærene fra deres hjemmeside er utilstrekkelig (Samsung, 2012a). Egne aksjer skal normalt ikke ha stemmerett, det blir derfor feil å inkludere disse i eierskapsoversikten, slik Samsung har gjort. Tar en bort egne aksjer fra oversikten, så vil eierandelen til de gjenværende partene øke. Nedenfor følger derfor en oppdatert eieroversikt. I eieroversikten er det korrigert for egne aksjer og basert på de ordinære aksjene, (se vedlegg 1).



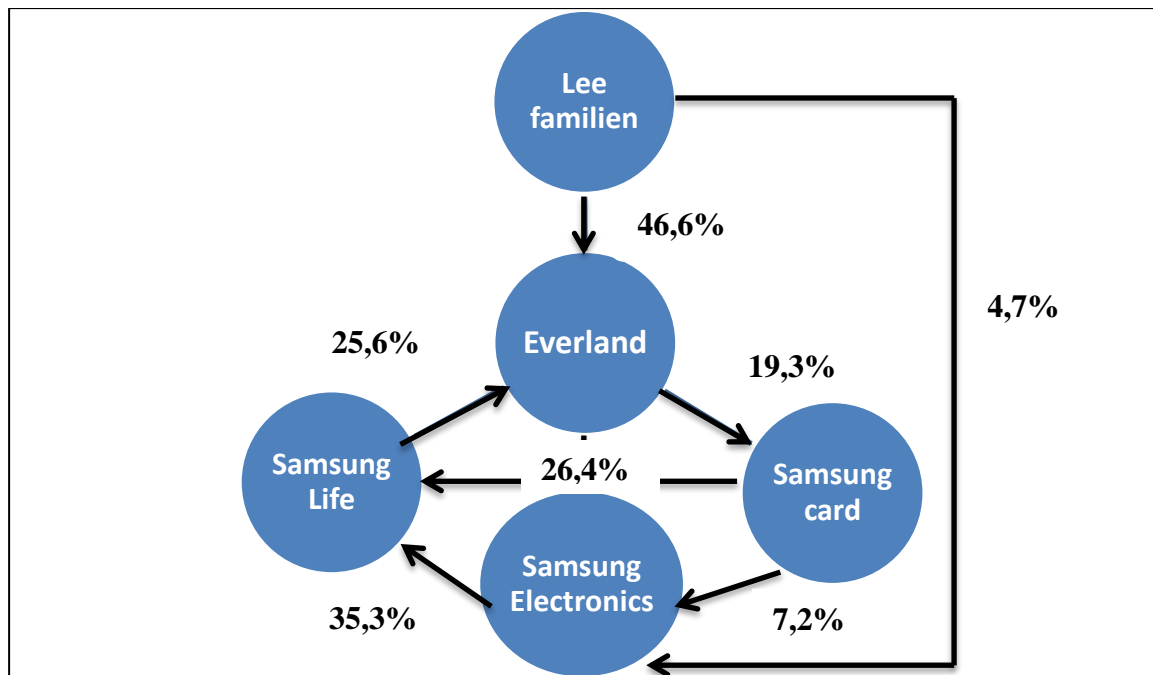
Figur 3. Samsung Electronics eierstruktur

Mer om de ulike eierne

Lee-familien, styremedlemmene med aksjer, og deres nærstående selskaper har en korrigert eierandel på 19,9%, hvor Samsung Life Insurance utgjør 8,5%. Utenlandske eiere har en korrigert eierandel på 56,5%, hvor Citibank N. A utgjør 5,6%. Citibank N. A er nok bare en bankutsteder av GDR, som de igjen videreselger til andre (This Matter, 2011). Slik blir det feil å inkludere Citibank som en eier med så høy eierandel, når deres eierandel er spredt på flere. Innenlandske institusjoner utgjør 18,1% hvor National Pension Service utgjør 7,5%. Dette er de største eierne med stemmerett per 31.12.2011.

Samsung (2012a) opplyser at den totale andelen minoritetsaksjonærer utgjør 57,7% av totalen, inkludert preferanseaksjer, hvorav institusjoner utgjør 53,2% og individer 4,5%. Det er et stort innslag av utenlandske eiere, noe som kan tyde på at det er snakk om utenlandske institusjoner.

Oversikten fra Samsungs hjemmesider viser ikke tilstrekkelig hvordan deres egentlige eierstruktur er, med kontrollerende eier og tilhørende pyramide-, kryss- og sirkulært eierskap. Lee familien kontrollerer aksjer direkte og indirekte i Samsung Electronics gjennom ulike tilknyttede selskaper. For Lee-familien ser det slik ut i en forenklet oversikt, se figur 4. Konglomeratet inkluderer egentlig langt flere selskaper og har fem sirkulære eierskapslooper (CLSA, 2010b).



Figur 4 Samsung Gruppen enkel oversikt (CLSA, 2010b).

Kontrollrettigheter og kontantstrømrettigheter

Det er vanskelig å estimere kontroll- og kontantstrømrettighetene til Lee-familien i Samsung Electronics, når oversikten er mangelfull. Til sammenligning så har Samsung Gruppen i hvert fall tidligere hatt kontrollrettigheter som overgår kontantstrømrettighetene nesten syv ganger (Korea Fair Trade Commission 2006, referert til i Milhaupt, 2008 s.122). Dersom GDR'ene ikke blir benyttet til å stemme og tilfaller styret ved shadow voting, så øker kontrollerende eiers kontroll over kontantstrømrettighetene. I tillegg er sønn av styreformann Lee, viseadministrerende direktør (CLSA, 2010c), noe som gir kontroll for familien også blant ledelsen.

Transparent eierstruktur?

Samsungs egen eieroversikt virker å være konstruert med tanke på å være uoversiktlig når den inkluderer egne aksjer som en del av oversikten. Det er også interessant at styreleder Kun Hee-Lee ikke med på Samsungs egen oversikt over styremedlemmer i offentlige dokumenter (About Samsung Electronics, 2011). I tillegg opplyser Samsung at selskapet har et flertall uavhengige styremedlemmer, fire personer, som ivaretar uavhengighet og transparens i styrets avgjørelser. Samtidig nevnes det ikke spesifikt hvem som er styreformann (ibid.). Det er ifølge (CLSA, 2010a) ingen tvil om at det er han fortsatt han som bestemmer og Kun Hee-Lee operer fortsatt som styreleder i media (Reuters, 2012). Det blir dermed feil å si at styret er uavhengig når antall styremedlemmer da blir åtte, og det blir

like mange uavhengige- og ledende styremedlemmer. I det hele er det mye som ikke er transparent i selskapet.

4.5.4 Aksjonærrettigheter i Samsung

Samsung arbeider for å beskytte minoritetsaksjonærenes rettigheter (Samsung, 2012b). I selskapets vedtekter er det et eget avsnitt som heter beskyttelse av minoritetsaksjonærer (Samsung Articles of Incorporation, 2002). Derimot nevnes det ikke noe spesielt konkret, annet enn at en skal respektere deres rettigheter. Samsungs vedtekter virker ikke å være oppdatert siden 2002 (ibid.). Selskapet har da ikke bedret aksjonærrettighetene siden dette, eller ikke oppdatert vedtektene tilstrekkelig.

Bestemmelser angående aksjonærforslag og nominasjon

Aksjonærer med over 1,5% og 0,5% av utestående aksjer med stemmerettigheter, og med eierskap lenger enn seks måneder; kan henholdsvis innkalle til ekstraordinær generalforsamling og presentere aksjonærforslag (Samsung, 2012b). Kun aksjonærer som er registrert ved inngangen til et nytt år kan utøve sin rettigheter på generalforsamlingen (Samsung Articles of Incorporation, 2002).

Når det gjelder nominasjon av styremedlemmer, skal styremedlemmer fra ledelsen bli valgt av styret. Utside- og uavhengige styremedlemmer skal være nominert av komitéen for uavhengige styremedlemmer (ibid.). Det er ikke opplyst om aksjonærer kan foreslå kandidater til nominasjonskomitéen for uavhengige styremedlemmer. Derimot har styret siste ordet ved hvem som stiller som kandidater på generalforsamlingen, og sammensetningen av nominasjonskomitéen (Samsung, 2012h).

I vedtektene står det at styreformann kan beordre personer som hindrer og forstyrrer møte til å stoppe sitt innlegg eller forlate møtet. I tillegg kan styreformann begrense antallet innlegg og lengden på disse innleggene (Samsung Articles of Incorporation, 2002).

Bestemmelser knyttet til stemmegiving

Kumulativ stemmegiving er lovlig ifølge den koreanske selskapsloven, men den kan fravikes dersom selskapet velger å utelukke det i sine vedtekter, noe Samsung har gjort. Styremedlemmer velges for en periode for tre år (ibid.), Samsung har dermed et stagget styresystem.

Samsung praktiserer én aksje, én stemme-praksis (ibid.), og har ikke et system som diskriminerer aksjonærenes stemmerettigheter. Dette gjelder også såkalt aksjer med ulik stemmerett (Samsung, 2012b) og det tillates bruk av proxyfullmakt (Samsung Articles of Incorporation, 2002). Her er ikke Samsung ikke helt ærlige, siden de ikke opplyser om at noen av GDR-utstedelsene deres helt tydelig ikke har stemmerett når de bærer non voting i navnet sitt (The Depository Trust & Clearing Corporation, 2007) (Site-by-site.com, 2012).

Bestemmelser knyttet til styret og styrets fullmakter

En god del av avgjørelsene kan tas direkte av styret uten godkjenning fra generalforsamlingen. Et eksempel på dette er utstedelse av nye aksjer og lignende (Samsung Articles of Incorporation, 2002), og utdeling av utbytte ifølge den nye oppdaterte loven (Yulchon, 2011). Ifølge den koreanske loven kan ikke aksjonærene normalt være med på å bestemme om det skal utstedes ulike typer verdipapir. Selskapet kan ifølge loven ha dette dersom det er tillatt i selskapets vedtekter, noe som aksjonærene kan vedta på generalforsamling (OECD, 2012). Samsung derimot har ikke dette i sine vedtekter.

Aksjonærrettigheter knyttet til nærstående transaksjoner

Samsung foretar nærstående transaksjoner med andre selskaper som Lee-familien også kontrollerer. Det er dermed store muligheter for ekspropriasjon på de resterende aksjonærenes bekostning. Samsung har gjennom året en rekke transaksjoner med nærstående selskaper. Som et kuriøst eksempel kjøper Samsung ansvarsforsikring for sine styremedlemmer fra Samsung Fire and Marine Insurance (Samsung, 2012g). Det er også noen fusjoner med nærstående selskaper og utskillelser som er ganske omfattende og kompliserte (Private Equity Korea, 2011). Markedsprisen på disse selskapene vanskelig å beregne når det er snakk om unoterte selskaper. Trolig er de mange transaksjonene en del av fusjonene og oppkjøpene til den nevnte restruktureringen av Samsung Gruppen.

Samsung har en komité for nærstående transaksjoner, bestående av et flertall av uavhengige styremedlemmer. Det interessante er at det er styret som har siste ordet og godkjenner alle de nærstående transaksjonene (Samsung, 2012b) (Samsung, 2012g).

4.5.5 Håndheving av aksjonærrettigheter

Privat håndheving

I 1998 gjennomførte PSPD et verdipapirsøksmål mot Samsung som gikk helt til høyesterett (International Monetary Fund, [IMF], 2010). PSPD utgjorde en liten gruppe aksjonærer, som saksøkte daværende styreformann Lee og ti styremedlemmer for blant annet ulovlige politiske donasjoner og nærstående transaksjoner. Saken gikk helt til høyesterett hvor PSPD vant. Søksmålet var en oppvåkning for styremedlemmer i Chaebolselskaper, ettersom det inntil da ikke var vanlig å ha forsikring for styremedlemmer. Styreleder Lee måtte derfor betale ca. 20 millioner dollar til selskapet av sin egen lomme (Kim og Kim, 2010).

Samsung har også blitt saksøkt av en PSPD minoritetsaksjonær for ugyldig utstedelse av konvertible obligasjoner. De konvertible obligasjonene ble hevdet å være utstedt på urettmessige gunstige vilkår, til en nærstående part av kontrollerende eier. De nærstående partene var her sønn av kontrollerende eier Kun Hee-Lee og Samsung Corporation. Søksmålets krav ble avvist, og det samme ble utfallet i Seouls høyesterett (Choi og Eum, 2001) (Kim, 2008b).

Behandlingen av dette søksmålet i koreanske domstoler gir et godt bilde av hvor lang vei det var å gå for god eierstyring på tidlig 2000-tallet. Rettsdokumentene viser en argumentasjon fra retten som er høyst merkverdig. Seouls høyesterett går med på at de konvertible obligasjonene var utstedt til en urettferdig lav pris. Derimot så kan ikke allerede utstedte konvertible obligasjoner bli kjent som ugyldige. Aksjonærens krav mot styret eller obligasjonsinnehaver må tas opp før de blir utstedt. Dette er ikke så enkelt når selskapsloven ikke påla forhåndsvarsel for slike utstedelser til aksjonærene (Choi og Eum, 2001).

Offentlig håndheving

Nåværende styreleder Lee Kun-Hee var i 2008 involvert i bestikkelse av dommere og politikere. Senere samme år ble han også dømt for blant annet skatteunndragelse, noe som medførte fengselsstraff (New York Times, 2009).

4.5.6 Hendelser angående aksjonærrettigheter

Lee Kun-Hee returnerte som styreleder av Samsung i 2010 etter å ha blitt benådet av presidenten (British Broad Casting [BBC], 2010). Det ble da ikke avholdt styremøte og selskapet fulgt ikke normal nomineringsprosedyre da han ble gjeninnvalgt (CLSA, 2010a).

Ifølge Samsungs vedtekter så skal en ledig posisjon kun fylles gjennom et vedtak på aksjonærenes generalforsamling (Samsung Articles of Incorporation, 2002). Dette er et ganske alvorlig brudd på aksjonærrettighetene ved at aksjonærene ikke får være med å bestemme hvem som skal representere dem i styret. For at Lee Kun-Hee skulle blitt valgt inn på riktig måte, skulle det vært avholdt en ekstraordinær generalforsamling.

Verken loven eller Samsung virker å ha regler som gjør at det er forbudt å inneha visse verv dersom en er tidligere straffedømt. Selv om en blir benådet, er en fortsatt dømt for en forbrytelse. Særlig grove domfellelser av økonomisk art burde gjøre en uegnet som styreleder av et større foretak.

Samsung har også blitt dømt for å ha hindret aksjonærer i å stille kritiske spørsmål på et aksjonærmøte i 2004 (EE Times, 2006). Ni aksjonærer ble latterliggjort og kastet ut da de forsøkte å stille spørsmål som kritiserte ledelsen, og administrerende direktør ble senere idømt en bot som gikk til de ni saksøkerne (ibid.).

5. Analyse og videre trend

I dette kapittelet blir Kina og Korea vurdert opp mot OECDs (2004) idealer og prinsipper for god eierstyring. China Mobile og Samsung blir brukt for å eksemplifisere en del viktige poeng med tanke på dette. Videre blir dette brukt som grunnlag for å estimere en videre utviklingstrend for Kina og Korea. De to landene vil så bli sammenlignet med hverandre og bli brukt som bakgrunn for å danne et statusbilde av Asia. Dette vil gi dypere innsikt i Asias eierstyringsstatus i forhold til OECDs prinsipper (2004) og hva som ble drøftet innledningsvis. Til slutt blir det estimert en videre trend for eierstyringsutviklingen i Asia og hva en kan forvente i framtiden.

5.1 Kina

Ved å se på Kina og China Mobile kan en drøfte om Kinas eierstyring er i henhold til OECDs (2004) prinsipper og ideal om eierstyring. Dette kan relateres til de gjennomgående emnene i oppgaven. Ut i fra dette er det lettere å estimere den videre trenden for landet i henhold til god eierstyring.

5.1.1 Eierstruktur

Den konsentrerte eierstrukturen, ved hovedsakelig statlig eierskap, bidrar ikke tilstrekkelig til å oppnå god eierstyring i Kina. Det er fordi det oppstår interessekonflikter mellom kontrollerende eier og minoritetsaksjonærer, og mulig ekspropriasjon. Det er derfor særlig OECD prinsipp III angående likebehandling av aksjonærer, som ikke er i henhold til idealet om god eierstyring. Et godt eksempel på dette er China Mobiles kjøp av Shanghai Pudong Bank, som ikke er i minoritetsaksjonærenes interesse siden den avviker fra hovedaktiviteten. På den måten eksproprierer den kinesiske stat China Mobiles minoritetsaksjonærer. I tillegg så hevder Weng (2012) staten kan være en passiv eier som sporadisk blander seg inn i sine selskaper. Dette medfører at hovedproblemene til de statskontrollerte selskapene ikke nødvendigvis er mellom kontrollerende eier og minoritetsaksjonærene, men interessekonflikten mellom ledelsen og minoritetsaksjonærene. Dette er ekspropriasjon foretatt av China Mobiles styremedlemmer gjennom korrupsjon, et godt eksempel på. Minoritetsaksjonærene kan dermed bli ekspropriert både av staten og ledelsen. Dette er et

brudd på OECD prinsipp V, om at styret og ledelsen skal stå til ansvar for selskapet og aksjonærene.

5.1.2 Aksjonærrettigheter

Det er bra at det kommer flere oppdateringer relatert til aksjonærrettigheter i Kina. Det er med på å bringe landet nærmere idealet. Det er allikevel noen mangler og mer å gå på (Tang, 2008), særlig gjelder dette privat håndheving av aksjonærrettigheter (CLSA, 2010a), altså OECD prinsipp II.

Det er ikke tilstrekkelig i aksjonærbeskyttelse akkurat nå. Myndighetsregulatorene retter seg mot utfordringer basert på amerikansk lovgivning, snarere enn de som er viktigst i Kina (Weng, 2012). China Mobile har innrettet seg etter to børskrav, og bør prøve å følge børsens krav i Hong Kong, fremfor New York og de amerikanske standardene. Denne framgangsmåten med fremmed lovgivning vil ikke føre til effektive markeder, og er dermed brudd på prinsipp I. Kina må opprette sin egen eierstyringsmodell, dette gjelder også for lovgivningen. De kan ikke bare kopiere seg til god eierstyring og en hensiktsmessig eierstyringsmodell.

Stemmegivning og valg av styremedlemmer

Det er bra at det kumulative voringssystemet er innført, men grensen for dette burde vært lavere enn 30%, siden det skal betraktelig mindre eierandel til for å kontrollere et selskap. I tillegg så reduseres effekten av systemet med stagging av styreperioder, og et minimumsantall på styremedlemmer (Tang, 2008). Det er rart at China Mobile ikke har kumulativ voring med en så høy statlig eierandel. Det skyldes nok at selskapet er registrert i Hong Kong, likevel burde det vært på plass i selskapet.

Kina burde innføre polloversikt over stemmegiving slik som Hong Kong. I China Mobile fungerer dette bra med tanke på transparente markeder og tilrettelegging for utøvelse av aksjonærrettigheter, og er dermed i henhold til OECD prinsipp I og II.

Aksjonærforslag

Minimumseierandelen en aksjonær må inneha for å fremme et aksjonærforslag på generalforsamlingen, eller innkalle til ekstraordinær generalforsamling, er henholdsvis 3 og 10% (OECD, 2011b). Noe Tang (2008) mener er altfor høyt. Altså brudd på prinsipp II igjen. I tillegg så pålegger ikke loven offentliggjøring av aksjonærlisten og relevant

informasjon, slik at det er vanskelig å finne andre aksjonærer til å fremme forslag og ta veloverveide beslutninger på generalforsamlingen (ibid.). Disse eksemplene er brudd på henholdsvis OECD prinsipp II og V.

Søksmål

Med alle de nye lovoppdateringene er det underlig at ikke gruppesøksmål ennå er lov i Kina. Uten dette er det langt vanskeligere for en enslig aksjonær å fremme et søksmål, med tilhørende lavt erstatningskrav og høye kostnader (Tang, 2008). Tang (ibid.) mener at et gruppesøksmålsystem vil avskrekke svindel og irregulære hendelser, der administrative straffer ikke klarer å oppnå det samme resultatet. Det er også ganske mange ulemper knyttet til et gruppesøksmålsystem. Likevel mener Tang (ibid.) at et gruppesøksmålsystem er et godt alternativ der håndheving er vanskelig. Private gruppesøksmål i Kina er trolig veldig lite sannsynlig med tanke på den kinesiske statens dominerende rolle. Med en rekke SOE's, så vil nok ikke staten like slike søksmål, som kan sees på som et indirekte angrep på deres styresett. Det bør imidlertid være på plass, og bryter således med OECD prinsipp III om at alle aksjonærer bør ha mulighet til å søke erstatning.

5.1.3 Videre trend i Kina

Kina beveger seg mot idealet om god eierstyring og effektive markeder, men fortsatt gjenstår relativt mye. En OECD-rapport (2011b) vektlegger eierstrukturen og mulige interessekonflikter mellom majoritet- og minoritetseiere, som en av hovedutfordringene ved eierstyring i Kina. Dette gjenspeiles i China Mobile ved at det trolig er korrupsjon, knyttet til ekspropriering av minoritetsaksjonærene, som er hovedutfordringen i framtiden for selskapet. Dette gjelder nok også andre statskontrollerte selskaper, men vil nok reduseres med tanke på straffeutmålingene for slike forbrytelser.

Områder som OECD (ibid.) mener det bør fokuseres på er: nærstående transaksjoner, forbedre kvaliteten på styret, dempe markedsmisbruk, forbedre aksjonærbeskyttelsen og forbedre lovimplementering og håndheving. Noen av disse punktene er derfor verdt å drøftes grundigere med tanke på utviklingstrenden.

Lovgivning

Weng (2012) mener kinesisk selskapslovgivning må ta hensyn til følgende faktorer for å bedre beskyttelsen av aksjonærer; empowerment av aksjonærer, statens manglende involvering, og den voksende andelen av kontrollerende eiere som er private. Selv om de

private kontrollerende eierne ikke ennå er et problem i de kinesiske selskapene, så vil statens nedsalg i børsnoterte selskaper føre til at dette blir mer vanlig. Kina vil da få eierstyringsutfordringer som ligner mer på andre asiatiske land, og land med dårlig beskyttelse av den private eiendomsrettigheten (ibid.).

Håndheving

Håndhevingen av loven er fortsatt et problem (Tang, 2008). De kinesiske domstolene er uerfarne, og kvier seg for å ta opp kampen mot mektige selskaper som har tilknytninger politisk. Lovoppdateringen av verdipapirloven gir CSRC bedre muligheter til å oppdage og straffe ulovligheter (ibid.). Howson (2008) tror at reformene får mere hold når det juridiske systemet blir mer kompetent og har mer og uavhengighet til å anvende loven om forvaltningsansvar. I tillegg vil det gi mer tillit til det innenlandske kapitalmarkedet.

Institusjonelle investorer

Institusjonelle investorer bør benytte seg av mulighetene ved aksjonærrettigheter som kumulativ votering, som de ikke har benyttet i nevneverdig grad tidligere.

Pensjonssektoren i Kina er og ventet å vokse betydelig i de kommende årene, spesielt ved National Social Security Fund (OECD, 2011d). I tillegg er det ventet å bli flere utenlandske institusjonelle investorer i landet. Dette er noe som tilsier mer involvering i selskapene, men som likevel er usikkert om vil skje.

5.1.4 Den kinesiske stat

De kinesiske myndighetene vil kontrollere utviklingen av eierstyring selv, noe som kan føre til et ensidig fokus og mangel på effektivitet. I tillegg går en glipp av en dimensjon når private aktører ikke er involvert i utviklingen. Dette reflekteres ved at den kinesiske stat foretrekker offentlige reguleringer framfor private insentivstrukturer (Clarke, 2008). Clarke (ibid.) er uenig i dette og mener at den kinesiske stat bør redusere sin fiendtlige innstilling til sivile institusjoner. Dette fordi formelle juridiske institusjoner ikke alene kan være bærebjelken for effektiv eierstyring.

Det er en trend at staten selger seg ned i selskaper, og det skaper mer diversifisert eierskap enn tidligere. Eierskapet er fortsatt konsentrert, men de kontrollerende eierne er gjerne en kombinasjon av staten og private (Weng, 2012). Med det voksende antallet private kontrollerende eiere, er det nødvendig med reguleringer som tar seg av problemer knyttet til

dette (ibid.). En reduksjon i omfanget av statskontrollerte selskaper vil nok føre til mer involvering av private aktører enn det det gjør nå.

De kinesiske myndighetene har også ambisjoner om å gjøre Shanghai til et internasjonalt finanssenter innen 2020, og har valgt ut statlige selskaper som skal være framtidige globale flaggskip (Mattlin, 2007). Dette vil nok påvirke selskapenes vekst og eierstyring. Når Kina setter seg et mål kan utviklingen gå veldig hurtig, men det gjenstår å se om de får det til. Styreformann i CSRC har uttalt at i framtiden vil Kina ta en aktiv rolle i internasjonal lovutforming, og ha ytterligere dialog med internasjonale institusjoner. Dette blir gjort for at det skal komme globalt satsende kinesiske selskaper til gode, og for å få utenlandske investeringer i Kina (OECD, 2011b).

Det er flere utfordringer som gjenstår for Kina. Likevel er det grunn til å tro at et land med en mektig stat og med et høyt ambisjonsnivå kan få utrettet mye på kort tid. Utfordringen er at statens ambisjoner om økonomisk vekst kan gå på bekostning av andre ting, typisk minoritetsaksjonærenes interesser. En kan da få en interessekonflikt mellom en kontrollerende stat eller de voksende private eierne og minoritetsaksjonærer. Det er det ikke er vanskelig å spå utfallet av. Myndighetene i Kina vil bestemme om det blir mulig å ha mer spredt eierskap i Kina, eller om eierstrukturen vil bli som i andre asiatiske land på lang sikt.

5.2 Korea

Ved å se på Korea og Samsung i henhold til idealet om eierstyring og oppgavens hovedemner, vil en få innblikk i hvilke av OECD-prinsippene (2004) landet har mest utfordringer med. Med bakgrunn i dette kan også den videre trenden og utviklingen estimeres.

5.2.1 Eierstruktur

Utfordringen i Korea er at Chaebolene og eierstrukturen legger lite vekt på aksjonærrettigheter (UBS, 2009). Særlig minoritetsaksjonærer har lite interesse i overvåking og aktivisme. OECD (2007) mener det er nødvendig med regulering av konglomeratene fra myndighetenes side. Trolig skyldes den lave minoritetsaktivismen begrensede påvirkningsmuligheter. Ved økt oppmerksomhet vil en trolig få strengere lovgivning og regulering på området, og insentivene til Chaebolene til selv å igangsette restrukturering vil

bli sterkere. Enkelte kontrollerende aksjonærer har restrukturert sine kompliserte eierstrukturer frivillig. Dette har ført til en mer transparent og oversiktlig holdingstruktur, og dermed en bedring i eierstyring (UBS, 2009) (Hiraga, 2009).

Samsung har svært komplisert eierstruktur. Eieroversikten som Samsung har på sin hjemmeside, er vanskelig å bruke som grunnlag til å få oversikt over hvem som utøver kontroll av selskapet. En skikkelig eieroversikt og styreoversikt hadde bedret transparensen, siden Lee-familien sannsynligvis har kontrollrettigheter som overgår stemmerettighetene. Selskapet er her ikke i tråd med OECD (2004). Kapitalstrukturer som gjør det mulig for bestemte aksjonærer å oppnå en kontroll som avviker fra deres eierandel, bør nemlig offentliggjøres. OECD (ibid.) tenker da spesielt på pyramidestrukturer og krysseierskap som kan bli brukt til å redusere de ikke-kontrollerende eiernes innflytelse. Her bryter Samsung med OECD-prinsipp V, om å offentliggjøre nøyaktig informasjon. I tillegg til at OECD-prinsipp III om likebehandling av aksjonærer ikke blir overholdt.

Det blir også argumentert for at selskaper med dårlig eierstyring er mulige ofre for fiendtlige oppkjøp. Flere selskaper i Korea har derimot ryggen fri for forsøk på fiendtlige oppkjøp, på grunn av de nevnte kompliserte eierstrukturene (Kim, 2008a). Kim (ibid.) mener at en oppløsning av disse strukturene vil gi en disiplinerende effekt, ved at et mulig fiendtlig oppkjøp fungerer som en ekstern kontrollmekanisme. Fusjon- og oppkjøpsmarkedet er en positiv pådrivermekanisme for god eierstyring i Korea (Kim, 2008b). Kim (2008a) på sin side hevder at en restrukturering av Chaebolene og krysseierskapene vil øke trusselen om fiendtlig oppkjøp. Dette vil føre til en introduksjon av en egen koreansk versjon av en poison pill mener Kim (ibid.), noe som det faktisk har vært forsøk på nylig (Yulchon, 2011).

Når det gjelder bestemmelser knyttet til transaksjoner er det ingen terskel som krever aksjonærenes godkjenning. Det er styret som avgjør om en transaksjon skal gjennomføres eller ikke (OECD, 2012). Slik er det også for Samsung, og det er dermed lettere å foreta verdiverføringer til kontrollerende eier og ekspropriasjon av minoritetsaksjonærer.

Det største problemet til eierstrukturen i Korea eksemplifisert ved Samsung er i hovedsak at den bryter OECD-prinsipp I. Eierstrukturen promoterer ikke transparente og effektive markeder, noe som øker mulighetene for å ekspropriere fra minoritetsaksjonærene.

5.2.2 Aksjonærrettigheter

Det er vanskelig å finne informasjon relatert lovgivning for valg og stemmegiving i koreansk lovgivning. Stort sett har selskapene selv fått lov til å bestemme gjennom sine vedtekter. Samsung har stort sett aksjonærrettigheter som ikke er i henhold til OECD-prinsippene (2004) om aksjonærrettigheter. Selskapet har selv valgt dette, siden den koreanske selskapsloven er åpen for at selskapene kan bestemme selv på en rekke punkter.

Stemmegiving og valg av styremedlemmer

De nye lovoppdateringene i Korea relatert til aksjeklasser er ikke i samsvar med én aksje, én stemme-prinsippet, som er ønskelig for aksjonærrettigheter og aksjonærdemokratiet. Samsung sier de praktiserer én aksje, én stemme-politikk, men selskapet har flere aksjeklasser. Helt konkret så står det i vedtektene at det er forbudt med utstedelse av aksjer med overlegne rettigheter, med mindre vedtektene sier noe annet (Samsung Articles of Incorporation, 2002). Noe som åpner en mulighet for misbruk. Disse punktene bryter da med prinsipp III om likebehandling av aksjonærer, og prinsipp I om promotering av transparente markeder.

Samsung har ikke kumulativ votering selv om de har muligheter til det ifølge koreansk lov. Spesifikt har de skrevet at i tilfeller der to eller flere styremedlemmer blir nominert til valg, så skal ikke det kumulative stemmesystemet gjelde (ibid.). Det er meningsløst at det kumulative voteringssystemet skal gjelde når kun ett styremedlem er på valg, det vil jo da ikke ha noen virkning. Dette er dermed ikke i minoritetsaksjonærenes interesser, siden det minsker deres påvirkningskraft. Samsung bryter her med OECD prinsipp II om å legge til rette for utøvelse av aksjonærers rettigheter.

Samsung har stagede styreperioder, noe som sikrer kontinuitet, men minsker muligheten for å kaste et styre dersom aksjonærene er misfornøyd. Dette er dermed et brudd på prinsipp I om et effektivt marked.

Aksjonærforslag

For Samsung er det forholdsvis lave terskler for å innkalle til generalforsamling, men selskapet pålegger tidskrav for dette. Trolig er det for å sikre langsiktige eiere, men det sikrer den kontrollerende eieren tid til å reagere dersom noen skulle kjøpe seg opp i selskapet med tanke på å foreta store endringer. Dette er relatert til markedet for selskapskontroll som nevnt

kan være en pådriver for god eierstyring. Dette hindrer da markedet å fungere effektivt og er et brudd på OECD-prinsipp I.

Styreformann i Samsung kan også bortvise personer og stoppe innlegg på generalforsamling, noe som kan bli brukt unødvendig. Dette er Samsung blitt dømt for tidligere. Dette er brudd på prinsipp II og III om tilrettelegging av aksjonærs rettigheter og likebehandling.

Søksmål

Gruppesøksmål ble tillatt i 2007, men kriteriene for å få lov til å anlegge gruppesøksmål og verdipapirsøksmål er mye høyere enn i USA (Kim og Kim, 2008). Ved en trussel om å bli saksøkt vil ledelsen ha en disiplinerende effekt mot misbruk av aksjonærens verdier. Spesielt når styret og ledelsen tilsynelatende har så mye makt slik det har i Samsung og koreanske selskaper. Tidligere har det vært argumentert at trussel om søksmål kan være det eneste troverdige virkemiddelet for institusjonell reform, for å forbedre eierstyring i landet (Song, 2002).

Den nye lovoppdateringen vedrørende styret og ledelsens reduserte erstatningsansvar, er brudd på OECD prinsipp III og IV ved ansvarsfraskrivelse. Søksmål vil da ikke fungere som eierstyringsmekanisme og bryter med OECD prinsipp I. Ifølge Samsungs vedtekter har styremedlemmene et forvaltningsansvar (Samsung Articles of Incorporation, 2002), men det står ikke presisert hvem de har forvaltningsansvar overfor. Det burde i det minste stått at de hadde et forvaltningsansvar overfor aksjonærene.

5.2.3 Lovendringer...Men ingen bedring

Den koreanske lovgivningen og verdipapirreguleringer er basert på den amerikanske (Song, 2002), den er dermed ikke utformet helt etter koreanske forhold som bør ha en egen eierstyringsmodell.

Lovgivningen har gjennom flere revisjoner og oppdateringer de siste årene (Kim, 2008a), sist i 2011 med endringene til selskapslovgivningen (Yulchon, 2011). Endringene er de mest omfattende siden selskapsloven ble opprettet i 1962 (International Institute for the Study of Cross-Border Investment and M&A [XMBA], 2011), men det er som nevnt ingen bedring.

Det som ikke nevnes ved de nylig vedtatte lovendringene til selskapslovgivningen er de mulige negative effektene, som på langt vei overgår de positive. Det er stort sett brudd på

alle OECDs prinsipper (2004), og et langt steg bort fra idealet om god eierstyring. Alle disse vedtakene vil redusere eierstyringsrammeverket. Særlig aksjonærrettighetene ved OECD prinsipp I og II, blir brutt ved gi mer makt til det sittende styret og den kontrollerende eieren.

Nasjonalforsamlingen mener disse endringene det vil gjøre det lettere for selskapene å innhente kapital. En bedring i eierstyring og aksjonærrettigheter ville nok sørget for lavere kapitalkostnader og gjort finansiering lettere. Det har styresmaktene i Korea derimot sett bort fra. Nå blir det lettere for den kontrollerende eieren å ekspropriere, ved at de slipper å gi slipp på kontrollrettigheter, kun kontantstrømrettigheter. Dette er noe som vil øke ekspropriasjonsrisikoen, siden det blir lettere og mer gunstig for kontrollerende eier å ekspropriere.

5.2.4 Videre trend i Korea

Det er presidentvalg i Korea desember 2012, og valg av nasjonalforsamlingen i april 2012. Valget i april ga overraskende flertall til den sittende presidentens parti (Council on Foreign Relations, 2012). Utfallet her og valget som kommer i desember vil påvirke hvilken vei eierstyringsutviklingen i landet tar videre, når det for øyeblikket er så tette bånd mellom Chaebolene og politikerne i landet. Det mektige næringslivet påvirker eierstyringsutviklingen negativt gjennom politikken, og det kan tenkes at dette er årsaken til Koreas dårlige fokus på håndheving av eierstyring.

Institusjonelle investorer

Institusjonelle investorer utgjør en stor andel på den koreanske børsen. Utenlandske investorer har mer enn 37% av den koreanske børsen (Kim, 2008b). De vil trolig snart begynne å bruke makten og rettighetene sine, til å bedre eierstyringen. Dette gjelder nok særlig de utenlandske institusjonelle investorene, som ikke er tilknyttet Chaebolene på samme måte som de innenlandske institusjonelle investorene. NPS som er en stor aktør i det koreanske markedet, har lagt alt til rette for å bruke sine stemmerettigheter mer aktivt (NPS, 2012). De har mulighet til å øke aksjonærrettighetene i selskapene de er eier i (Nam, 2012). Det er dessverre også mulig at NPS blir overstyrt av politiske mål om å ikke blande seg inn i selskapene, og således forblir passive.

5.2.5 Chaebolkonglomeratene

Det virker som om hver gang det kommer en ny lov for å hindre misbruk av posisjon og forvaltningsansvar i Korea, så vil det bli introdusert mottiltak for at ledelsen og styrende eier skal beholde kontrollen. Håndheving kan være nøkkelen til å endre dette, og domstolene vil spille en avgjørende rolle i så måte.

Song (2008) argumenterer for at søksmål mot styret og ledelse er den beste måten å framdrive bedre eierstyring i Korea. Koreanske rettsinstanser må ved hyppigere søksmål i økende grad ta stilling til eierstyring. Særlig gjelder dette saker som omfatter styret og ledelsens misbruk av sin posisjon i nærstående transaksjoner, og misbruk av forvaltningsansvar. Domstolene må da trolig holde seg til en fast linje og ikke variere i lovtolkningene, slik de har gjort tidligere. Som Kim (2008b) sier vil det bli spennende å se hvilken hvordan denne rollen vil utvikle seg.

Derimot så vil økende grad av håndheving ha lite å si, dersom presidenten fortsetter å gripe inn overfor den dømmende makt og undergraver dens rolle. Noe som inntreffer når det oppheves dommer for næringslivsledere. De nye oppdateringene av selskapslovgivningen, som førte til en rekke forverringer, gir et godt bilde på situasjoner i tråd med tilbakegangen som CLSA rapporterte om i 2010 (CLSA, 2010a). Eksempelvis er reduksjonen i styremedlemmers erstatningsansvar ved eventuelt brudd på forvaltningsansvaret, en reduksjon i virkningen av loven. Søksmål som en pådriver for eierstyring blir dermed ytterligere undergravet.

Politisk utvikling

I så måte vil den politiske utviklingen og selve eierstyringskulturen i Korea sannsynligvis spille en større rolle for utviklingen av eierstyring i Korea, enn en bedring i håndhevingen.

Det er nærliggende å tro at siden Chaebolene har bidratt så sterkt til den økonomiske utviklingen i Korea, så vil det bli vanskelig å forandre systemet og eierstrukturen som underbygger det. Derimot vil en økning i aksjonæraktivisme og den voksende misnøyen blant befolkningen til Chaebolenes misbruk av innflytelse og makt, føre til mye eierstyringsfokus (The Economist, 2012b). Dette vil trolig øke presset på politikerne og NPS til å gjøre noe, og bedre eierstyringskulturen i landet og den nåværende situasjonen. Presidentvalget i desember vil gi et ganske klart svar på hvilken vei dette vil ta, og om det vil bli en positiv endring i eierstyring eller ikke.

5.3 Sammenligning av Kina og Korea

Det er vesentlige forskjeller på Kina og Korea og de tilhørende utfordringene innenfor oppgavens hovedemner. Det interessante er at landene har en ulik tilnærming til eierstyring som leder til forskjellige utfordringer. Begge landene har et stykke å gå før de når idealet om god eierstyring.

Eierstruktur og kontrollerende eier

Både Kina og Korea er kjennetegnet av kontrollerende eiere i form av kinesisk statlig eierskap og de koreanske chaebolene. I selskapseksempelene opptrer de kontrollerende eierne forskjellig og de har også ulik grad av kontroll. I Samsung er det det kompliserte kryss- og sirkulært eierskap og pyramidestruktur, som sørger for at Lee-familien har kontroll til tross for en eierandel under 50%. I China Mobile har staten en overvekt av stemmerettighetene og kan stort sett gjøre som de vil.

I Samsung er veldig mye skjult og noe av dette skyldes en veldig komplisert eierstruktur. Det ikke er tvil om hvem som styrer, selv om styreformann Lee prøver å opptre delvis usynlig. I China Mobile er strukturen oversiktlig til tross for en del mellomledd gjennom enkeltelskaper. På en annen side opplyser ikke China Mobile om relevante opplysninger ved styremedlemmers avgang. Det virker som de holder noe skjult relatert til dette. Det er også litt uklart hvem som utøver kontrollen, staten eller styret bestående av ledelsen. Det er selvsagt staten som har valgt ut ledelsen og styret. Det virker derimot som om det i China Mobile er ledelsen, snarere enn staten, som utøver kontroll over selskapet. Ledelsen skal jo opptre i eiernes interesser, men ledelsen kontrollerer mye av det som skjer ved at de også har flertall i styret.

Dermed får en ulike typer konflikter. Samsung har interessekonflikter mellom kontrollerende eier, mens China Mobile har mellom ledelsen og minoritetsaksjonærene. Dersom staten blir mer aktiv i China Mobile, så blir interessekonflikten mer lik Samsungs. Likevel vil det være forskjell mellom en privat og en statlig kontrollerende eier og deres interesser.

Aksjonærrettigheter

Aksjonærrettighetene er rimelig like i Kina og Korea, angående rettigheter relatert til å avgi stemmer. Verken Samsung eller China Mobile har kumulativ votering. Begge selskapene påstår at de har én aksje, én stemme-prinsippet, selv om dette kan bestrides. Begge har også

stagede styreperioder, slik at det er begrensede muligheter for å påvirke et utfall av valg av styremedlemmer. I tillegg kan en ikke stemme ut styremedlemmer som underveis har mistet tillit, på grunn av stagede styreperioder.

China Mobile gir likevel bedre oversikt og innsyn med sin polloversikt over stemmegiving. Samsung sine avstemminger bærer preg av lite innsyn og hemmelighold, som mye annet i selskapet. Det er også lettere for China Mobile å få gjennom styreforslag til selskapsvedtak gjennom avstemminger, siden kontrollerende eier har over 50%. I Samsung så virker det som styret skal ta beslutninger som en godt kunne tatt på generalforsamlingen, trolig for å sikre kontroll fra kontrollerende eiers side.

Ingen av de to landenes selskapseksempel kan sies å ha tilstrekkelige aksjonærrettigheter i henhold til OECD-prinsippene (2004). Dette er bekymringsverdig med tanke på at begge selskapene har fått utmerkelse for god eierstyring og virker å være blant de bedre selskapene relatert til eierstyring i regionen. Det er relativt mye å gå på for god eierstyring i regionen, når China Mobile og Samsung er blant de bedre selskapene.

Institusjonelle investorer

I Korea så utgjør de institusjonelle investorene og utenlandske investorer en stor andel (Kim, 2008b). Dette påvirker noen av selskapene, men vil nok påvirke flere av selskapene etter hvert, og utfordre de kontrollerende eierne på ulike måter (ibid.). Markedet for selskapskontroll vil bli endret dersom denne trenden fortsetter og utenlandsk eierskap øker.

I Kina er det de innenlandske institusjonene som er i posisjon til å påvirke, men de gjør ikke det i nevneverdig grad (Giles et al., 2003). Utenlandske investeringer har heller ikke tatt av på de kinesiske børsene (Market Watch, 2012). Noe som trolig skyldes at de kan investere i en rekke kinesiske selskaper andre steder, i tillegg til den litt mer omstendelige prosessen knyttet ved å investere direkte i Kina.

Statens rolle

I Kina er staten en aktiv pådriver for utviklingen, mens det i Korea er opprettet spesielle aktivistorganisasjoner som er de viktigste pådriverne innen eierstyring. Dette har nok bakgrunn i Kinas styresett med kommunisme, ved at de heller vil at staten skal være markedsregulator enn private aktører. I tillegg så er den kinesiske befolkningen relativt ferske når det gjelder utøvelse av eierskap. Samtidig så er ikke aksjoner nødvendigvis noe som de kinesiske myndighetene normalt setter pris på.

I Korea virker det som om det er motsatt fra Kina, ved at koreanske myndigheter er passive i lovgivning og håndheving. Myndighetene jobber for de kontrollerende eierne, derfor må pådriverne være private, og selv ta rollen som håndhever og pådriver for bedre eierstyring. Det har da også enkelte aktivistorganisasjoner og aksjefond gjort, gjennom henholdsvis søksmål og kontroll av selskaper.

Det er også interessant at en i Kina kan bli dødsdømt for å ta imot bestikklser, jamføres det tidligere styremedlemmet og direktøren i China Mobile. I Korea derimot går en gjerne fri selv om en har gitt bestikklser, som styreleder i Samsung. Dette er et eksempel på ulik grad av håndheving som er i hver sin ende av skalaen, og viser hvilken rolle staten har i de to landene. I Korea lar myndighetene selskapene drive på som de vil, fordi de er drivkraften i økonomien. Mens i Kina har staten all makt og skal styre de viktigste selskapene gjennom sitt eierskap. Ingen av delene er i tråd med OECDs (2004) prinsipper idealet om god eierstyring, ved at de er lite effektive markeder.

5.4 Asia

Med Kina og Korea som grunnlag, så ser en at Asia har store forskjeller innen eierstyring. Dette indikerer at eierstyringen i regionen trolig er mye mer forskjellig enn det en kan få inntrykk av innledningsvis i oppgaven. Analysen og sammenligningen av Kina og Korea viser at det er store individuelle forskjeller mellom de to landene, og at eierstyringen ikke er lik i hele Asia. Likevel er det noen punkter som er felles for begge landene og relevant for Asia, og ulikhetene gir et bedre innblikk. Dette brukes til å kartlegge statusen og estimere den videre trenden innen eierstyring i Asia.

5.4.1 Asias status

Kina og Korea er så forskjellige at det er vanskelig å si konkret hvordan eierstyringen Asia er, dersom en kun baserer seg på de to landene. Det som er sikkert er at det er store forskjeller, slik som CLSA-rapporten (2010a) indikerer. Det er noen få likhetstrekk mellom landene som kan brukes til å danne et inntrykk av Asias status.

Både Kina og Korea baserer seg på amerikansk lovgiving relatert til eierstyring. Den amerikanske eierstyringsmodellen passer ikke til Asias eierstruktur med konsentrert eierskap. I Asia er fokuset på mer involvering fra alle aksjonærene, og dette er noe som er

problemfylt i USA, der eierne har lite påvirkningskraft selv om de engasjerer seg. Det er ikke hensiktsmessig å basere lovgivningen på et land med spredt eierskap, som har forskjellige agentproblemer og interessekonflikter. En får ikke økt aksjonæraktivisme ved å basere lovgivningen på USAs lovgivning, som også tilrettelegger dårlig for dette. Dette øker sannsynligheten for at lovgivningen blir ineffektiv, og bryter med OECD-prinsipp I om et effektivt marked.

Både Korea og Kina har problemer med interessekonflikter mellom kontrollerende eiere og minoritetsaksjonærer, henholdsvis ved familier og staten. Det bekrefter at konsentrerte eierstruktur er utbredt i Asia, selv om de har ulik type eierskap. Eierstrukturen i Asia legger òg en demper på aksjonærrettighetene, og mulighetene aksjonærene har til å påvirke selskapene. Dette bryter stort sett med alle av OECD-prinsippene for et godt eierstyringsrammeverk. Spesielt er brudd på OECD-prinsipp II og III om likebehandling og ivaretagelse av alle aksjonærer.

Styret som er aksjonærenes eget organ virker ikke å stå til ansvar for alle aksjonærene, og dermed bryter de både prinsipp III og VI. Dette gjelder særlig i Korea, hvor styret har fått økt makt på bekostning av aksjonærene. Når de koreanske selskapene gir styret mye makt, legges det ikke til rette for bruk av aksjonærrettigheter, og det er ikke likebehandling av aksjonærene. Det samme gjelder i Kina, ved at staten er så mektig og kontrollerer det meste så fortrenkes nytten og bruken av aksjonærrettigheter.

Engasjement blir etterlyst både i Kina og Korea. Den manglende aktivismen har òg sammenheng med prinsipp V om offentliggjøring av informasjon, siden dette er nødvendig for å bruke sine rettigheter. Dette gjelder spesielt Korea, hvor ting er delvis skjult og således brudd på prinsipp I om promotering av transparente markeder.

Kina burde nok redusert statens involvering for å øke det private engasjementet, mens Korea burde hatt strengere tilsyn og regler for sine selskaper. Ved å gi ansvaret for utviklingen enten til enten myndighetene eller markedet, blir ikke prinsipp I om effektiv marked nådd. Trolig er en balanse mellom privat involvering og offentlig tilsyn mest gunstig. Det er derfor sannsynlig at en mellomting mellom Koreas frihet og Kinas kontroll som er å foretrekke som grunnlag for god eierstyring i Asia.

Kina og Korea har begge en lang vei å gå for å opprette god eierstyring, og de gjenspeiler nok også Asia som region på dette området. Idealet om en god eierstyringsmodell for Asia i

henhold til OECDs rammeverk (2004), om et effektivt marked virker å være langt unna på det nåværende tidspunktet.

5.4.2 Asias videre trend

Basert på Kina og Korea, og de tilhørende selskapseksemlene så er det ikke lett å stake ut en felles kurs videre for eierstyring i Asia. De er vesentlig forskjellige ved at Kina går framover, mens Korea går tilbake. Likevel er det en del interessante momenter som bør diskuteres nærmere, og sammenlignes med OECD (2011a) og CLSA (2010a) sine vurderinger.

Generelt

Fra OECD (2011a) får en inntrykk av at utviklingen i Asia går i samme retning. CLSA (2010a) derimot påpeker større individuelle forskjeller mellom landene i tempo, og mangel på felles retning. Trenden i landene er ulik, selv om de begge er på omtrent samme eierstyringsnivå ifølge CLSA (ibid.). Kina beveger seg framover, mens Korea har en tilbakegang (se figur 1 og 2). Korea har tilsynelatende hatt et forsprang på Kina, men denne forskjellen er i ferd med å utjevnes. Analysen av Kina og Korea bekrefter dette, spesielt relatert til Koreas nye selskapslovgivning.

Ifølge CLSA (ibid.) har reformtempoet innen eierstyring redusert sin hastighet i Asia i forhold til tidligere. Trolig er det ikke det samme presset til endring slik det var etter Asiakrisen i 1997. Det er nok også mindre potensial å gå på, ettersom eierstyringen har blitt forbedret. I tillegg kom Asia relativt uskadet fra Finanskrisen 2008. Dermed unngikk regionen den påfølgende debatten som den vestlige verden hadde, og dette er nok årsaken til at regionen generelt har falt fra de globale standardene (ibid.). Samtidig så kan ikke debatten i den vestlige verden angående eierstyring overføres direkte til Asia.

Grunnlaget for videre utvikling er imidlertid lagt ved at det er framgang i de fleste kategorier og håndhevingen er blitt tatt mer alvorlig i de fleste landene hevder CLSA (ibid.). Dette stemmer ikke helt overens med Korea, hvor det er en generell tilbakegang. Der vil nok den private håndhevingen og aksjonæraktivisme bli viktig for utviklingen. Kina er mer optimistisk i så måte, men staten overstyrer og fortrenger aksjonæraktivisme og privat involvering.

De kinesiske myndighetenes kontroll relater seg også til utfordringen alle Asias myndigheter har. Nemlig å inspirere privat sektor til å frivillig påta seg reformer som er i deres egeninteresse. Denne utfordringen til å inspirere gjelder for hele Asia (ibid.). Kina vil nok ikke inspirere på samme måte som andre, men snarere pålegge selskapene reguleringskrav og lignende. Det gjenstår imidlertid å se om Kina vil lykkes med en slik strategi. I Korea vil denne inspirasjonen være ikke-eksisterende med de nåværende myndighetene, og vil trolig ikke inntreffe med mindre det blir politiske endringer.

Selv om det har blitt bedre, vektlegger både OECD (2011a) og CLSA (2010a) håndheving som et område med stor utfordring. Dette er sammenfallende med Roche (2008) som mener at håndhevelse av eierstyringsregler vil bli hovedfokuset i årene som kommer, ettersom eierstyringslovgivningen konvergerer mot den samme ordlyden i alle land.

Det er bekymringsverdig når denne lovgivningen baserer seg på den amerikanske eierstyringsmodellen. Dette vil nok ikke ha noen positiv virkning, men snarere negative implikasjoner, ved at den blir mindre effektiv enn den kunne ha vært. De koreanske lovoppdateringene gjenspeiler dette, ved at det sittende styret vil få mer makt slik som i USA. Slik vil de hindre minoritetsaksjonærer i å være med å bestemme. Den offentlige håndhevingen blir ikke bedre når den er basert på en ikke idéell lovgivning. For Koreas del vil det muligens bli en økning i privat håndheving og aksjonæraktivisme, på bakgrunn av dette og myndighetenes manglende fokus på god eierstyring.

Eierstruktur

Det som er interessant er at økt globalisering og utenlandske investeringer trolig vil endre eierstrukturen- og sammensetningen i Asia, til mer spredt eierskap. Særlig Korea har økende innslag av utenlandske investeringer, men dette er også ventet å øke i Kina. I Kina er det også ventet at staten skal selge seg ned, noe som vil øke eierskap på private hender. Kina vil da bevege seg mot den samme eierstrukturen som i Korea. I tillegg venter begge landene en økning i institusjonelle investorer som òg vil påvirke eierstrukturen. De kontrollerende eierne vil nok prøve å beholde sin makt på tross av dette, spesielt i Korea. Noe som vil påvirke utviklingen av eierstyringen og trolig føre til interessekonflikter og kamp for selskapskontroll.

Et naturlig spørsmål er da om en vil få mer av de samme eierstyringsproblemene som ved spredt eierskap, med en kontrollerende ledelse og minoritetsaksjonærer slik som i USA?

Sannsynligvis vil en bevege seg mot en mellomting mellom spredt og konsentrert eierskap, siden ingen av de to eiermodellene virker å fungere tilstrekkelig for å løse eierstyringsutfordringer og problemer.

Aksjonærrettigheter

ACGA (2009a) mener at en er inne i det andre tiåret av eierstyringsreformen og at det vil bli brukt til å styrke blant annet aksjonærrettighetene og håndhevingen i Asia. Både Kina og Korea vil nok bevege seg mot idealet for god eierstyring på lang sikt, men det er vanskelig å estimere hastigheten, og om landene legger inn stopp på veien. Korea har for en periode kommet seg bort fra stien mot god eierstyring. Det er i midlertidig grunn til å tro at aktivisme og engasjement kan påvirke både utviklingstempo og retningen for eierstyringen i landet.

Det er nærliggende å tro at dersom en får bedre eierstyring, gjennom blant annet aksjonærrettigheter og aksjonærbeskyttelse i fremvoksende markeder, så vil en gå mot mer fragmentert eierskap. Dette må sees i sammenheng med den nevnte ventede økningen i globalisering og utenlandske investeringer, som vil tidligere påpekt påvirke eierstrukturen i selskapene.

Det er derimot vanskelig å vite kausaliteten av de to faktorene, og om det er eierskapet som påvirker aksjonærrettighetene eller omvendt. Trolig påvirker de positivt begge to, slik at mer spredt eierskap vil føre til bedre aksjonærrettigheter, og bedre aksjonærrettigheter til mer spredt eierskap.

Institusjonelle investorer

OECD-prinsippene (2004) hevder at store deler av effektiviteten og tiltroen til eierstyringssystemet hviler på de institusjonelle investorenes skuldre. Siden de kan bruke stemmerettigheten og utøve eierskap i sine selskaper. De er i en viktig posisjon til å kunne påvirke utviklingen av eierstyring, og deres rolle er etterspurt i Asia.

De institusjonelle investorenes investeringer er ventet å øke i Asia (Economist Intelligence Unit, 2010). Det vil derfor bli interessant å se hvordan denne økningen i størrelse og engasjement vil påvirke eierstrukturen og de kontrollerende eierne. Både sammen og hver for seg, har de institusjonelle investorene veldig stor makt til å kunne påvirke minoritetsaksjonærenes rettigheter (CFA Institute, 2010).

ACGA (2006) har tidligere rapportert at en de neste fem til ti årene, vil se en økning i andelen av minoritetsaksjonærer, spesielt institusjoner, som bruker stemmeretten i Asia. CFA Institute (2010) bekrefter dette ved institusjonelle investorene er blitt mer aktive i Asia, med overvåking og bruk av sine stemmerettigheter. Det hevdes at dersom aksjonæraktivisme i Asia skal blomstre skikkelig, så må institusjonelle investorer være de som driver det fram (ibid.).

Ved endringer i eierstrukturen og økt bruk av rettigheter vil eierstyringen i Asia bli sterkt påvirket av de institusjonelle investorene. De vil trolig framskynde utviklingsprosessen innen eierstyring. Ved en for aktiv eller for passiv stat, som i henholdsvis Kina og Korea, så må trolig aksjonærene fungere som motvekt for å få balanse i eierstyringen.

Alt ligger dermed til rette for at institusjonelle investorer kan være med å promotere god eierstyring, og sørge for at de asiatiske markedene blir mer effektive og kommer nærmere idealet. Samtidig hviler det et stort ansvar på de institusjonelle investorene skuldre, og kun tiden vil vise om de er sterke nok til å bære dette ansvaret.

6. Konklusjon

Denne oppgavens formål var å kartlegge eierstyring i Asia og framtidig trend, og finne svar på problemstillingen:

Hvilke eierstyringsutfordringer møter institusjonelle investorer i fremvoksende markeder i Asia?

Utgangspunktet for å svare på denne problemstillingen ble tatt i forhold til OECDs (2004) prinsipper for god eierstyring, som spesielt vektlegger aksjonærrettigheter. Eierstyringsrammeverket til OECD (ibid.) ble diskutert i henhold til eierstruktur, aksjonærrettigheter og institusjonelle investorer. Videre ble det foretatt en analyse av to enkeltland og selskaper for å gi et dypere innblikk i utfordringene.

I henhold til problemstillingen så er hovedutfordringen for institusjonelle investorer at de kan bli ofre for ekspropriasjon av kontrollerende eier. En av de framtidige utfordringene blir dermed hvordan denne ekspropriasjonsrisikoen kan reduseres?

Kontrollerende eiere og ulike eierstrukturer legger til rette for ekspropriering av minoritetsaksjonærer. Dette gjelder både når det er staten og når det er en familie som kontrollerer selskapet. Det er svært lite sannsynlig at det vil komme forbud mot kontrollerende eiere og eierstrukturer for å endre dette. I stedet bør det fokuseres på minoritetsaksjonærenes rettigheter og beskyttelse fra kontrollerende eiere, og dermed gjøre ekspropriasjon av minoritetsaksjonærer vanskeligere. Enkelte foreslår derfor radikale endringer, som å gi minoritetsaksjonærer eksplisitte rettigheter til å forhindre ekspropriering eller søke erstatning gjennom søksmål dersom det inntreffer.

Det bør imidlertid fokuseres mer på preventive mekanismer gjennom utøvelse av eierskap og aksjonærrettigheter. Dette er fordi søksmål er lite utbredt og lovverket ikke tilrettelegger godt nok for dette i Asia. Utøvelse av aksjonærrettigheter er derfor viktig for å unngå å havne i denne situasjonen. Dessverre er det ikke tilstrekkelig informasjon og litteratur om utøvelse av stemmerettigheter og aksjonærforslag i asiatiske selskaper, for å se om dette har direkte innvirkning på reduksjon av ekspropriasjonsrisikoen.

Dette er et område som er svakt ved denne oppgaven, og som bør undersøkes ytterligere ved videre forskning. I tillegg skulle det idéelt vært flere land med i analysen for å kartlegge Asias eierstyring enda bedre.

Trenden i Asia går mot at aksjonærrettighetene sakte men sikkert blir bedre, og at de nærmer seg idealet om god eierstyring. Det kan imidlertid være store individuelle forskjeller mellom landene, noe som gjør det utfordrende å kartlegge status og videre trend.

For at utviklingen skal gå raskere enn på nåværende tidspunkt og være mer hensiktsmessig, så må eierne engasjere seg mere enn de gjør i dag, og bruke og fremme aksjonærrettighetene. I fremvoksende økonomier med rask utvikling er slike eiere enda viktigere, særlig med tanke på at det tar tid å få på plass den generelle lovgivningen. Spesielt gjelder dette dersom loven ikke er tilpasset de gjeldende problemene og baserer seg på andres lovverk, slik som i Kina og Korea.

Det er særlig de institusjonelle investorenes involvering og engasjement som er ønsket og etterlyst. Institusjonelle investorer har i kraft av sin størrelse og ekspertise, store muligheter til å påvirke eierstyringsutviklingens retning og tempo. Institusjonelle investorer har et forvaltningsansvar til å engasjere seg i sine selskaper. På et litt underordnet nivå er også dette en av hovedutfordringene til institusjonelle investorer i Asia, ved at det forventes mye av dem. Det vil forventes mer av dem ettersom deres størrelse og eierandeler er ventet å øke. Dette gjelder både innenlandske og utenlandske institusjonelle investorer.

Grad av aktivisme er vanskelig å pålegge. Potensiale ved å nærme seg idealet om god eierstyring i Asia med mer effektive markeder er derimot så stort, at det alene bør være grunn nok til å engasjere seg. Det er flere skjulte verdier ved å forbedre eierstyring i Asia, både ved reduksjon i investeringsrisiko ved ekspropriasjon og høyere verdsettelse av selskapene. For at eierstyringen skal bli bedre og øke verdien av selskapene, må eierne engasjere seg. Dette gjelder spesielt bruk av aksjonærrettigheter til å fremme aksjonærforslag for å få på plass bedre rettigheter for minoritetsaksjonærene. Dette gjelder blant annet kumulativ votering, én-aksje én-stemme-prinsippet og poll votering.

Dersom eierne ikke vil engasjere seg tilstrekkelig i eierskap og selskapsstyring, kan de ikke ventes å oppnå sin rettmessige plass; nemlig at eierne *skal* bestemme.

Litteraturliste

- Almeida, Heitor og Daniel Wolfenzon. 2005. *A Theory Of Pyramidal Ownership And Family Business Groups*. Upublisert manuskript.
<<http://www.nber.org/papers/w11368>>
- ACGA. 2006 Asian Proxy Voting Survey. Inaugural Report. *Voting For Change. Bringing Proxy Voting Systems in Asia into the 21st Century*. Forfattere: Jamie Allen og Oliver Jones.
- ACGA. 2009a. Jaime Allen. ACGA Presentasjon. *Corporate Governance in Asia: Current Issues and Regulatory Impact of the Credit Crisis*. 20. April, 2009.
- ACGA. 2009b. Elizabeth Fry. *Too many shareholders not voting, Asian trade body Says*.
<[http://www.acga-asia.org/public/files/\(2009-1207\)%20Too%20many%20shareholders%20not%20voting%20\(FT\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/(2009-1207)%20Too%20many%20shareholders%20not%20voting%20(FT).pdf)>
- Bai, Chong-en, Qiao Liu, Joe Lu, Frank M. Song, og Junxi Zhang. 2003. *Corporate Governance and Market Valuation in China*. William Davidson Working Paper No. 564. Upublisert manuskript.
- Bainbridge, Stephen M. 2005. *Shareholder Activism And Institutional Investors*. University of California, Los Angeles. School of Law. Law & Economics Research Paper Series. Research Paper No. 05-20
- Berle, Adolf A. og Gardiner C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Publishing Co.
- Black, Bernard og Reinier Kraakman. 1996. *A Self-Enforcing Model Of Corporate Law*. 109 Harvard Law Review 1911-1982. <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=10037>
- Black, Bernard S, Barry Metzger and Timothy O'Brien og Young Moo Shin. 2001. *Corporate Governance In Korea At The Millenium Enhancing International Competitiveness Final Report And Legal Reform Reccommandations*. 26 Journal of Corporation Law 537-608
- Black, Bernhard S., Hasung Jang og Woochan Kim. 2006. *Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea*, Journal of Law, Economics, & Organization, vol. 22, pp. 366-413.
- Black, Bernhard S., Hasung Jang, Woochan Kim og Kyung-Suh Park. 2010. *How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea*. Northwestern University School of Law. Law and Econ Research Paper Number 09-23.
- Budsaratragoon, Pornanong, Suntharee Lhaopadchan og David Hillier. 2010. *Institutional Shareholder Activism and Limited Investor Attention*.
- Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard. 2001. *Patterns of corporate ownership: Insights from a unique data set*. Nordic Journal of Political Economy, s. 57–88.

Bøhren, Øyvind. 2011. *Eierne, styret og ledelsen: Corporate Governance i Norge*. 1.utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Cadbury, Adrian. 1992. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee, London, Desember, 1992 s.15.

CFA Institute. 2010. *Shareholder Rights in Asia: Are Shareholders Flexing Their Muscles to Protect Themselves?*.

Cheng, C.S.A., Huang, H.H., Li, Y., og Lobo, G. 2010. *Institutional monitoring through shareholder litigation*. Journal of Financial Economics, 95, 345-383.

Chen, Zhihong, Bin Ke og Zhifeng Yang. 2010. *Does granting minority shareholders direct control over corporate decisions help reduce value decreasing corporate decisions in firms with concentrated share ownership? A natural experiment from China*.

Chen, Victor Zitian, Jing Li og Daniel M. Shapiro. 2011. *Are OECD-prescribed "good corporate governance practices" really good in an emerging economy?*, Asia Pacific Journal of Management, Vol. 28, No.1.

Cheung, Yan-Leung, Aris Stouraittis og Weiqiang Tan. 2011. *Corporate Governance, Investment, and Firm*. Journal of International Financial Management & Accounting 22:3.

China Mobile Annual Report. 2010.

<http://www.chinamobileltd.com/images/pdf/2011/ar/2010_a_e_full.pdf>

China Mobile Annual Report. 2011.

<http://www.chinamobileltd.com/images/pdf/2012/ar/en/2011_ar_e_full.pdf>

Choi, Steven og Alfredo Eum. 2001. *Lawsuit for Invalidating the Issuance of Convertible Debentures by Samsung Electronics*. Journal of Korean Law. Vol.1, No. 1.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan og Larry Lang. 1999a. *Expropriation of minority shareholders in East Asia*. Upublisert working paper. The World Bank: Washington, DC. Upublisert manuskript.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan og Larry Lang. 1999b. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. <<http://ssrn.com/abstract=206448>>

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan og Larry Lang 2002. *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*. Journal of Finance, kommende utgaver.

Claessens, Stijn and Fan, Joseph P. H. 2003. *Corporate Governance in Asia: A Survey*. <<http://ssrn.com/abstract=386481> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.386481>>

Claessens, Stijn og Burcin Yurtoglu. 2012. *Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey*. <<http://ssrn.com/abstract=1988880>>

Clarke, Donald C. 2008. The role of non-legal institutions in Chinese corporate governance. I: Kanda, Hideki, & Kim, Kon-Sik & Milhaupt, Curtis J. red. *Transforming Corporate Governance in East Asia*. New York: Routledge. s.168-192.

Clarke, Donald C. 2003. *Corporate Governance in China: An Overview*.
<<http://ssrn.com/abstract=424885>>

CLSA. 2010a. CG Watch 2010. *Corporate Governance in Asia. Stray not into perdition. Asia's CG momentum slows*. Publisert September 2010 i samarbeid med ACGA.

CLSA 2010b. *Korean strategy. Special report. Chaebolism, recrafting the fabric of Korea Inc*. Publisert november 2010.

CLSA. 2010c. *Samsung restructuring outlook*. Publisert November 2010.

CLSA 2007. CG Watch 2007. *Corporate Governance in Asia. On a wing and a prayer, the greening of governance*. Publisert september 2007. i samarbeid med ACGA.

CLSA 2012. *ESG guidebook. Weighing up returns. Mitigating corporate risk in Asia*. Publisert mars 2012 i samarbeid med ACGA.

Coffee, John C. Jr. 2002. *Raising towards the top? The impact of cross listing and stock market competition on international corporate governance*. Columbia Law Review 102: 1757-1831.

Douma, S., George, R. and Kabir, R. 2006. *Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance, Evidence*.

Faccio, Marca, Larry H.P Lang og Leslie Young. 2001. *Dividends and expropriation*. American Economic Review, 91:54-78.

Falaschetti, Dino. 2008. *Shareholder Democracy and Corporate Governance*. Manuskript innsendt for publisering

Giles, Mark St., Irene S. M. Ho og Yongbeom Kim. 2003. *Developing Institutional Investors In People's Republic Of China*. The World Bank.

Gillan Stuart L. og Laura T. Starks. 2003. *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*. Working Paper Series WP 2003-01. Upublisert manuskript. <<http://ssrn.com/abstract=439500>>

Gilson, Ronald J. og Jeffrey N. Gordon. 2003. *Controlling Controlling Shareholders*. Columbia Law and Economics Working Paper No. 228; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 262. Upublisert manuskript.

Gilson. Ronald J. 2008. Controlling-family shareholders in Asia. Anchoring relational exchange. I: Kanda, Hideki, & Kim, Kon-Sik & Milhaupt, Curtis J. red. *Transforming Corporate Governance in East Asia*. New York: Routledge. s.301-323.

Graham, Benjamin. 1949. *The Intelligent Investor*. New York: HarperCollins Publishers Inc.

- Graham, B. and D. Dodd, 1934, *Security Analysis*. New York: McGraw-Hill Book Company, Inc.,
- Gray, Taylor. 2007. *Institutional Investor Corporate Engagement Theory: An Empirical Review Of The CalPERS Focus List Program*. <<http://ssrn.com/abstract=1793947>>
- Hiraga, Tomikazu. 2009. *Developments in CG in Asia- the case of Korea's LG Group*.
- Hirschman, Albert. 1971. *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Howson, Nicholas C. 2008. The doctrine that dared not speak its name: Anglo-American fiduciary duties China's 2005 company law and case law intimations of prior convergence. I: Kanda, Hideki, & Kim, Kon-Sik & Milhaupt, Curtis J. red. *Transforming Corporate Governance in East Asia*. New York: Routledge. s.193-254
- IFC, International Finance Corporation. 2005. *Step by step. Corporate Governance Models in China*. World Bank Group.
- Iliev, Peter, Karl V. Lins, Darius P. Miller og Lukas Roth. 2011. *Shareholder Voting and Corporate Governance Around the World*.
- Ingle, Coral og Nicholas T. Van der Walt. 2004. *Corporate Governance, Institutional Investors and Conflict of Interest*. Corporate Governance: International review. Vol.12, No. 4, October.
- IOSCO. 2009. *Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers Final Report*. Technical Committee Of The International Organization Of Securities Commissions in consultation with the OECD.
- Institute of International Finance, Inc. 2006. *Task Force Report: Corporate Governance in China. An Investor Perspective*. Mars 2006.
- ISS. Institutional Shareholder Services Inc. 2011. *China Proxy Voting Guidelines Summary*. Publisert januar 14. 2011.
- Jackson, Gregory. 2010. *Understanding Corporate Governance in the United States. An Historical and Theoretical Reassessment*.
- Jensen, Michael C. og William H. Meckling. 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. Journal of Financial Economics 3, 305-360.
- Junkin, Andrew, and Thomas Toth. 2008. *The "CalPERS effect" on targeted company share prices*. Wilshire Associates Incorporated. Juli 31.
- Kanda, Hideki, Kon-Sik Kim og Curtis J. Milhaupt. 2008. *Transforming Corporate Governance in East Asia*. 1. utg. New York: Routledge.

Khanna, T. and Palepu, K. 1999. *Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance*. NBER Working Paper No. W6955. Upublisert manuskript.

Kim, Han E. og Woochan Kim. 2010. *Corporate Governance in Korea: A Decade After The Financial Crisis*. University of Texas School of Law. Research Paper 123.

Kim, Soojung, Shinae Kang og Wonsik Sul. 2010. *Impact of Foreign Institutional Investors on Dividend Policy in Korea: A Stock Market Perspective*. Vol. 23, No. 1, January-June. Journal of Financial Management and Analysis 2010. <<http://ssrn.com/abstract=1686983>>

Kim, Hwa-Jin. 2008a. A tale of three companies. The emerging market for corporate control in Korea. I: Kanda, Hideki, & Kim, Kon-Sik & Milhaupt, Curtis J. red. *Transforming Corporate Governance in East Asia*. New York: Routledge. s.71-90.

Kim, Kon-Sik. 2008b. The role of judges in corporate governance. The Korean Experience. I: Kanda, Hideki, & Kim, Kon-Sik & Milhaupt, Curtis J. red. *Transforming Corporate Governance in East Asia*. New York: Routledge. s.116-138

Kim, Han E. og Woochan Kim. 2008. *Changes in Korean Governance: A response to Crisis* Journal of Applied Corporate Finance, Volume 20 Number 1, 2008.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1997. *Legal determinants of external finance*. Journal of Finance 52, 1131-1150.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes og Andrei Shleifer. 1998a. *Corporate Governance around the world*. Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes og Andrei Shleifer 1998b. *Law and Finance*. Journal of Political Economy, 1998, vol. 106, no. 6.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer 1999. *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance 54, 471-517.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer og Robert W. Vishny. 2000. *Investor Protection and Corporate Governance*. Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 58(1-2), s. 3-27.

Larcker, David F. og Brian Tayan. 2011. *Seven Myths of Corporate Governance*. Stanford University, Graduate School of Business.

Lazard Asset Management. 2010. *Lazard Korea Corporate Governance*. <http://www.lazardnet.com/lam/us/pdfs/profiles/LazardKoreanCorporateGovernance_Profile.pdf>

Lemmon, Michael og Karl V. Lins. 2001 *Ownership Structure, Corporate Governance, And Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis*. William Davidson Working Paper Number 393. Upublisert manuskript.

Lemmon, M.L. og K.V. Lins. 2003. *Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis*. The Journal of Finance 58, 1445-1468.

Lins, Karl V. 2002 *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*. Forthcoming in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Liu, Ningyue, Don Bredin, Liming Wang og Zhihong Yi. 2011. *Domestic and Foreign Institutional Investor Behavior in China*. <<http://ssrn.com/abstract=1785890>>

Mattlin, Mikael. 2007. *The Chinese government's new approach to ownership and financial control of strategic state-owned enterprises*. BOFIT Discussion paper No. 10. <http://ssrn.com/abstract=1001617>>

McCahery, Joseph A., Zacharias Sautner og Laura T. Starks. 2010. *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*. <<http://ssrn.com/abstract=1571046>>

McKinsey. 2004a. Barton, Dominic, Paul Coombes og Simon Chiu-yin Wong. 2004. *Asia's governance challenge*. *The McKinsey Quarterly*, 2004 Nummer 2.

McKinsey. 2004b. Coombes, Paul and Wong, Simon C. Y. *Chairman and CEO - One Job or Two?*. *The McKinsey Quarterly* 2004, Nummer. 2. <<http://ssrn.com/abstract=897485>>

Milhaupt, Curtis J. 2008. The (uneven, incomplete, and unpredictable) transformation of corporate governance in East Asia. I: Kanda, Hideki, & Kim, Kon-Sik & Milhaupt, Curtis J. red. *Transforming Corporate Governance in East Asia*. New York: Routledge. s.2-11.

Milhaupt, Curtis J. 1998. *Property Rights in Firms*. *Virginia Law Review*. Vol. 84, 1998.

Minow, Nell og Robert A.G. Monks. 2004. *Corporate Governance*. 3.utg. New Jersey, Blackwell Publishing.

Minow, Nell og Robert A.G. Monks. 1996. *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*. 1.utg. Massachusetts, Blackwell Publishers.

Nam, Sang-Woo Nam og Il Chong Nam. 2004. *Corporate Governance In Asia. Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea Malaysia, and Thailand*.

Nam, Chaewoo. 2012. *The national Pension Fund's Shareholder Rights*. Capital Market Opinion. Korea Capital Market Institute.

National Pension Service. 2012. Voting Guideline of the National Pension Fund of Korea. <http://english.nps.or.kr/jsppage/english/npf_korea/npf_06_01.jsp>

OECD 2002. Priorities For Development of China's Capital Markets. *China in the World Economy: The Domestic Policy Challenges*.

OECD. 2004. *OECD Principles of Corporate Governance*.

OECD. 2007. Yong-Jin Jung. *Relations between Regulators and Prosecutors in Korea. I: The Unfinished Agenda. Corporate Governance in Emerging Markets. Enforcement of corporate Governance in Asia*.

-
- OECD. 2010. *Policy Brief On Corporate Governance Of State-Owned Enterprises In Asia Recommendations For Reform*.
- OECD. 2011a. *Corporate Governance in Asia: Progress and Challenges, Corporate Governance*. OECD Publishing.
- OECD. 2011b. *Corporate Governance of Listed Companies in China Self-Assessment by the China Securities Regulatory Commission*.
- OECD. 2011c. *Reform Priorities in Asia. Taking Corporate Governance to a Higher level*.
- OECD 2011d. *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing. doi: 10.1787/9789264128750-en.
- OECD .2011e. *Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors*, The OECD Latin American Corporate Governance Roundtable, Paris.
- OECD. 2011f. Paul Hewitt. *The Exercise of Shareholder Rights: Country Comparison of Turnout and Dissent*. OECD Corporate Governance Working Papers, No.3. Upublisert manuskript. <www.oecd.org/daf/corporateaffairs/wp>
- OECD. 2012. *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*. OECD Publishing. <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264168008-en>>
- Panunzi, Fausto, Burkart, Mike C. og Shleifer, Andrei. 2002. *Family Firms*. FEEM Working Paper No. 74.2002; Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1944. Upublisert manuskript. <<http://ssrn.com/abstract=298631>>
- Park, Chan Dong. 2010. *Institutional Investors in Corporate Governance of Korea*. <<http://ssrn.com/abstract=1783122>>
- Qian, Jun og Shan Zhao. 2011. *Shareholder Rights and Tunneling: Evidence from a Quasi-Natural Experiment*.
- Roche, Julian. 2005. *Corporate Governance in Asia*. 1.utg. New York: Routledge.
- Rodrigues, Usha. 2004. *Let the Money Do the Governing: The Case for Reuniting Ownership and Control*. Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 9, pp. 254-280.
- Roe, Mark J. 2004. *The institutions of Corporate Governance*. Discussion Paper No.488. Harvard Law School, Cambridge, MA. <<http://ssrn.com/abstract=612362>>
- Samsung Articles of Incorporation. 2002. <http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/ir/corporategovernance/articlesofincorporation/downloads/aoi_eng_2006.pdf>
- Samsung Electronics. About Samsung Electronics. 2011. <<http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/sustainability/sustainabilityreports/download/2011/2011%20About%20Samsung%20Electronics.pdf>>

Santella, Paolo, Enrico Baffi, Carlo Drago og Dino Lattuca. 2009. *A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the EU and in the US*.

<<http://ssrn.com/abstract=1137491>>

Sharfman, Bernhard S. 2012. *Why Proxy Access is Harmful to Corporate Governance*.

Shleifer, Andrei og Robert Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94: s.461-488.

Shleifer, Andrei og Robert Vishny. 1994. *Politicians and firms*. *Quarterly Journal of Economics* 109, s.955-1025.

Smith, Adam. 1776. *The Wealth of Nations*. Edited by Edwin Cannan, 1904. Reprint edition 1937. New York, Modern Library.

Song, Ok-Rial. 2002. *The Legacy of Controlling Minority Structure: A Kaleidoscope of Corporate Governance Reform in Korean Chaebol*. *Law and Policy in International Business* 34, s. 183-245.

Song, Ok-Rial. 2008. Improving corporate governance through litigation. Derivative suits and class actions in Korea I: Kanda, Hideki, & Kim, Kon-Sik & Milhaupt, Curtis J. red. *Transforming Corporate Governance in East Asia*. New York: Routledge s.91-115.

Tang, Xin. 2008. Protecting minority shareholders in China. A task for both legislation and enforcement. I: Kanda, Hideki, & Kim, Kon-Sik & Milhaupt, Curtis J. red. *Transforming Corporate Governance in East Asia*. New York: Routledge. s.141-167.

Thurnbull, Shann. 2004. *Agendas for reforming corporate governance, capitalism and democracy*. Upublisert manuskript.

Tomasic, Roman A. 2010. *Looking at Corporate Governance in China's Large Companies: Is the Glass Half Full or Half Empty?* <<http://ssrn.com/abstract=1806504>> The Development of the Chinese Legal System Change and Challenges, Guanghua Yu, ed., Routledge.

UBS. 2009. *UBS Investment Research. Q-series: Corporate Governance in Asia*.

Weng, Charlie Xiao-chuan. 2012. *Chinese Shareholder Protection and the Influence of the US Law The Idiosyncratic Economic Realities and Mismatched Agency Problem Solutions*

Wong, Simon C. Y. 2010. *How Institutional Investors Should Step Up as Owners*. *The McKinsey Quarterly*, September 2010. <<http://ssrn.com/abstract=1675443>>

Xi, Chao. 2006. *Institutional Shareholder Activism in China: Law and Practice*. *International Company and Commercial Law Review*. Nummer 9, 2006 (Del 1) Issue 10, 2006 (Del 2).

Internetkilder

Asia Times. 2007. *Beijing ponders red-chip dual-listing.*

<http://www.atimes.com/atimes/China_Business/IC15Cb01.html> (30.april 2012)

BBC. 2010. *Profile: Lee Kun-hee.* <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8584702.stm>>

(18.april 2012)

Bloomberg. 2011. *SK Holdings's Vice Chairman Chey Is Arrested on Suspicion of Embezzlement.* <<http://www.bloomberg.com/news/2011-12-29/sk-holdings-s-vice-chairman-chey-is-arrested-on-suspicion-of-embezzlement.html>> (18.april 2012)

Bloomberg. 2012a. *Samsung Chairman Lee Urges Innovation as Global Economy Slows.* <<http://www.bloomberg.com/news/2012-01-02/samsung-chairman-lee-urges-innovation-as-global-economy-slows.html>> (18.april 2012)

Bloomberg. 2012b. *Citigroup Sells Pudong Bank Stake, Generates \$349 Million.* <<http://www.bloomberg.com/news/2012-03-19/citigroup-sells-pudong-bank-stake-generates-349-million.html>> (27.april 2012)

Business Insider. 2010. *Here's Why Chinese Stock Markets Remain A State-Controlled Facade* <http://articles.businessinsider.com/2010-06-22/markets/30072433_1_share-dividends-tradable-chinese-stock-markets> (10.mai 2012)

CalPERS. 2012. *Focus List Program.* <<http://www.calpers-governance.org/focuslist/focuslist>> (27.april 2012)

China Daily News. 2011. *Ex-China Mobile official gets suspended death sentence.* <http://www.chinadaily.com.cn/cndy/2011-07/23/content_12966609.htm> (27.april 2012)

China Mobile. 2010. *ANNOUNCEMENT RESIGNATION OF NON-EXECUTIVE DIRECTOR.* <http://www.chinamobileltd.com/images/pdf/2010/a_20100922_e.pdf> (27.april 2012)

China Mobile. 2012. *ANNOUNCEMENT RESIGNATION OF DIRECTOR* <http://www.chinamobileltd.com/images/pdf/2012/a_20120315_1_e.pdf> (27.april 2012)

China Mobile Articles of Association. 2004. *Memorandum and Articles of Association of China Mobile Limited.* <<http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2012/0323/LTN20120323585.pdf>> (8.mai 2012)

Council on Foreign Relations. 2012. *April 2012 South Korean Parliamentary Elections: Surprise Results and Implications.* <<http://www.cfr.org/south-korea/april-2012-south-korean-parliamentary-elections-surprise-results-implications/p28145>> (10.mai. 2012)

CNBC. 2011. *Why Shareholder Democracy Is a Bad Idea.* <http://www.cnbc.com/id/41663802/Why_Shareholder_Democracy_Is_a_Bad_Idea> (21.mai 2012)

Coventus Law. 2012. *Korea – Introduction to Amendments to the Korean Commercial Code*. <<http://conventuslaw.com/introduction-to-amendments-to-the-korean-commercial-code-effective-on-april-15-2012>> (15.april. 2012)

Economist Intelligence Unit. 2010. *From West to East. Gauging institutional investor attitudes to Asia*. <http://www.managementthinking.eiu.com/sites/default/files/Fidelity_main_Mar3_FINAL.pdf> (8.mai 2012)

EE Times. 2006. *Court rules against Samsung in shareholder suit*. <<http://eetimes.com/electronics-news/4064244/Court-rules-against-Samsung-in-shareholder-suit>> (6.mars 2012)

Forbes. 2007. *Cutting the Korean Discount*. <<http://www.forbes.com/global/2007/0521/034.html>> (18.april 2012)

Financial Times. 2010. *China Mobile Vice-President sacked*. <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d2e3d86a-f5df-11de-bf49-00144feab49a.html#axzz1tFDNvtQ8>> (27.april 2012)

Financial Times. 2012. *S Korea: The Tiny Roar of the NPS*. <<http://blogs.ft.com/beyond-brics/2012/02/14/s-korea-the-tiny-roar-of-the-nps/#axzz1oFXm24Rs>> (20.april 2012)

Hankyoreh. 2012. *NPS chairman calls for consensus on investment policy*. <http://english.hani.co.kr/arti/english_edition/e_business/515943.html> (15.april 2012)

Korea Times. 2012. *Poor Corporate Governance*. <http://www.koreatimes.co.kr/www/news/opinon/2012/02/202_104815.html> (20.april 2012)

Harvard Law. 2012. *SEC Not Pursuing mandatory proxy Access at this Time*. <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/05/16/sec-not-pursuing-mandatory-proxy-access-at-this-time/>> (21.mai 2012)

Hong Kong Exchange News. 2010. *Announcement Re-designation of Directors*. <<http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2010/0819/LTN20100819155.pdf>> (27.april 2012)

Hong Kong Exchange News. 2011. *Announcement Appointment of Director*. <<http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/0726/LTN20110726367.pdf>> (27.april 2012)

Hong Kong Exchange News. 2012a. *Announcement*. <<http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2012/0302/LTN201203021210.pdf>> (27.april 2012)

Hong Kong Exchange News. 2012b. *Announcement Resignation of Directors. Re-designation of Director*. <<http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2012/0322/LTN20120322660.pdf>> (27.april 2012)

-
- Hong Kong Exchange News. 2012d. *List of Directors and their Role and Function*.
<<http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2012/0323/LTN20120323690.pdf>>
(8.mai 2012)
- Hong Kong Exchange News. 2012e. *Annual General Meeting Held on Wednesday, 16 May 2012 Poll Results*.
<<http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2012/0516/LTN20120516348.pdf>>
(26.mai 2012)
- International Monetary Fund. IMF. 2010. *The Unlikely Revolutionary*.
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/06/people.htm>> (24.mai 2012)
- Investopedia. 2010. *Proxy Voting Gives Fund Shareholders A Say*.
<<http://www.investopedia.com/articles/basics/04/082704.asp>> (4.juni. 2012)
- Investopedia. 2012a. *Shareholder Activist*.
<<http://www.investopedia.com/terms/s/shareholderactivist.asp#axzz1wLzLQVrS>> (30.mai 2012)
- Investopedia. 2012b. *Proxy*. <<http://www.investopedia.com/terms/p/proxy.asp>> (4.juni. 2012)
- Junkin, Andrew og Thomas Toth. 2011. *Re: Focus List Program Analysis*.
<<http://www.calpers-governance.org/docs-sof/focuslist/2011-10-25-corp-gov-wilshire-study.pdf>> Wilshire Associates Incorporated, 25. Oktober. 2011.
- Knowledge@Wharton. 2009. *Creating 'a Bigger Mess? Battle Lines Are Drawn on the Proxy Access Rule*. <<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=2331>>
(21.mai 2012)
- Korea Securities Depository. 2010. *KDR*.
<<http://www.ksd.or.kr/eng/html/services/kdr.home>> (10.mai 2012).
- Market Watch. 2012. <<http://www.marketwatch.com/story/chinas-welcome-mat-for-foreign-investors-2012-04-08>> (9.mai 2012)
- Morrison og Foerster. 2009. *Hong Kong Stock Exchange Listing Rules: Practical Implications of the Recent Amendments*.
<<http://www.jdsupra.com/post/documentViewer.aspx?fid=f71478e1-3034-4c46-bbb4-8f1caf1cdc03>> (8.mai 2012)
- New York Times. 2009. *Korean Leader Pardons Samsung's Ex-Chairman*.
<<http://www.nytimes.com/2009/12/30/business/global/30samsung.html?ref=leekunhee>>
(8.april 2012)
- New York Times. 2010. *In China, Investment to Expand E-Payments*.
<<http://www.nytimes.com/2010/03/11/business/global/11mobile.html>> (27.april 2012)
- New York Times. 2011. *Former China Mobile Official Sentenced in Bribery Case*.
<<http://www.nytimes.com/2011/07/23/business/global/china-mobile-executive-sentenced-to-death-over-bribes.html>> (27.april 2012)

NBIM 2010. *Shareholder rights*. <<http://www.nbim.no/en/press-and-publications/feature-articles/2006/Shareholder-rights/>> (7.juni 2012)

NBIM. 2012. *NBIM blir sponsor av Asian Corporate Governance Association*. <<http://www.nbim.no/no/media-og-publikasjoner/nyheter/2012/nbim-blir-sponsor-av-asian-corporate-governance-association/>> (13.april 2012)

Private Equity Korea. 2011. *Samsung Electronics may soon merge with Samsung LED*. <<http://www.privateequitykorea.com/ma-news/samsung-electronics-may-soon-merge-with-samsung-led/>> (13.mai 2012)

Reuters. 2011. *China speeds up QFII approvals amid signs of capital outflow*. <<http://www.reuters.com/article/2011/12/29/us-china-qfii-idUSTRE7BS08J20111229>> (9.mai 2012)

Reuters. 2012. *SEC's Schapiro: Won't revisit proxy access rule soon*. <<http://www.reuters.com/article/2012/04/25/sec-proxyaccess-idUSL2E8FP84620120425>> (21.mai 2012)

Samsung. 2012a. *Ownership Structure*. <http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/ir/corporategovernance/ownershipstructure/IR_OwnershipStructure.html> (25.mars 2012)

Samsung. 2012b. *General Meeting of Shareholders*. <http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/ir/stockinformation/generalmeetingofshareholders/IR_GeneralMeetingOfShareholders.html> (25.mars 2012)

Samsung. 2012c. *The 43rd AGM Material. February 2012. Samsung Electronics*. <http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/ir/ireventpresentations/agm/downloads/Samsung_Electronics_43rd_AGM_Material.pdf> (25.mars 2012)

Samsung. 2012d. *Return to shareholder*. <http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/ir/stockinformation/returntoshareholder/IR_ReturnToShareholder.html> (25.mars 2012)

Samsung. 2012e. *Samsung Electronics' 43rd Annual General Shareholders' Meeting*. <http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/news/newsIrRead.do?news_ctgry=irnewsrelease&page=1&news_seq=20141&rdoPeriod=ALL&from_dt=&to_dt=&search_keyword=> (25.mars 2012)

Samsung. 2012f. *Board of Directors*. <<http://www.samsung.com/uk/aboutsamsung/management/boardofdirectors.html>> (25.mars 2012)

Samsung. 2012g. *Related Party Transactions Committee*. <http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/ir/corporategovernance/boardcommittees/IR_RelatedPartyTransactionsCommittee.html> (7.juni 2012)

Samsung. 2012h. *Independent director recommendation committee*. <http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/ir/corporategovernance/boardcommittees/IR_IndependentDirectorRecommendationCommittee2010.html> (7.juni 2012)

Samsung. 2012i. *CG and IR awards*.

<http://www.samsung.com/us/aboutsamsung/ir/corporategovernance/cgirawards/IR_CGIRAwards.html> (6.juni 2012)

SASAC, <<http://www.sasac.gov.cn>> (12. April 2012)

Site-by-site.com. 2012. *Korean ADR's*. <http://www.site-by-site.com/adr/asia/adr_kor.htm> (1.mai 2012)

The Depository Trust & Clearing Corporation. 2007. *TaxRelief - Country: KOREA. Samsung Electronics Non Voting GDR*.

<http://www.dtcc.com/downloads/legal/imp_notices/2007/dtc/div/div_0790-07.pdf> (1.mai 2012)

The Economist. 2012a. *Red Alert. Sceptism about the accounts of Chinese companies spreads*. <<http://www.economist.com/node/18805673>> (8.mai 2012)

The Economist. 2012b. *Minority Report. Corporate Governance explains South Korea's low stockmarket ratings*. <<http://www.economist.com/node/21547255>> (18.april 2012)

The Economist. 2010. *Pardon Me? Freeing Fat-Cat felons creates Moral Hazard, Koreans Fear*. <<http://www.economist.com/node/16693589>> (18.april 2012)

This Matter.com. 2011. *Global Depository Receipts (GDRs)*.

<<http://thismatter.com/money/stocks/global-depository-receipts.htm>> (1.mai 2012)

WTO. 2011. *WTO News. Pascal Lamy. A new chapter in China's reform and opening up to the world*. <http://www.wto.org/english/news_e/sppl_e/sppl211_e.htm> (12.april 2012)

XBMA. 2011. *Amendments to the Korean Commercial Code To Have Far-Reaching Implications for Korean M&A and Corporate Governance*. <<http://xbma.org/forum/korean-update-amendments-to-the-korean-commercial-code-to-have-far-reaching-implications-for-korean-ma-and-corporate-governance/>> (15.april 2012)

Yulchon. 2011. *Change is Afoot: Amendments to the Korean Commercial Code Set to Take Effect*. <<http://www.yulchon.com/ENG/Resource/Publications/view.asp?cd=1237>> (15.april. 2012)

Wall Street Journal. 2010. *China Mobile Is Set to Buy Interest in Shanghai Bank*.

<<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703701004575113114115050290.html>> (27.april 2012)

Wall Street Journal. 2012. *China Mobile Executive Quits Amid New Probe*.

<<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304459804577282703849983864.html>> (27.april 2012)

Webb-Site. 2012. *China Mobile Limited*. <<http://webb-site.com/dbpub/officers.asp?p=4800&hide=N>>

(30.april 2012)

Vedlegg

Figur 1				
CG Watch market scores: 2007 vs 2010				
(%)	2007	2010	Change (ppt)	Trend of CG reform
1. Singapore	65	67	(+2)	Improving slowly, negatives cancel positives
2. Hong Kong	67	65	(-2)	Some regression, static overall
3. Japan	52	57	(+5)	Improving, but will reform be sustained?
4. Taiwan	54	55	(+1)	Static overall, loss of focus
4. Thailand	47	55	(+8)	Improving, but political uncertainties remain
6. Malaysia	49	52	(+3)	Improving, but held back by "CG culture"
7. India	56	49	(-7)	Over-rated last time, but slow improvements
7. China	45	49	(+4)	Improving, but held back by "CG culture"
9. Korea	49	45	(-4)	Regressing, turning inward
10. Indonesia	37	40	(+3)	Improving, but weak political system
11. Philippines	41	37	(-4)	Regressing, but new government may help

Kilde: CLSA i samarbeid med ACGA.

Figur 2							
Market category scores							
%	Total	CG rules & practices	Enforcement	Political & regulatory	IGAAP	CG culture	
1. Singapore	67		65	60	69	88	53
2. Hong Kong	65		59	63	67	80	54
3. Japan	57		45	53	62	75	53
4. Taiwan	55		50	47	56	78	46
4. Thailand	55		56	42	54	73	49
6. Malaysia	52		49	38	60	80	32
7. India	49		46	36	54	63	43
7. China	49		47	36	56	75	30
9. Korea	45		43	28	44	78	33
10. Indonesia	40		39	28	33	67	32
11. Philippines	37		35	15	37	75	25

Kilde: CLSA i samarbeid med ACGA.

Vedlegg 1, til figur 3			
	Ordinære Aksjer	Eierandel inkludert egne aksjer	Eierandel korrigert for egne aksjer
Utestående aksjer	147 299 337		
Egne aksjer	16 912 614	11,48 %	
Egentlig utestående aksjer	130 386 723		
Utenlandske eiere	73 649 669	50,00 %	56,49 %
Majoritetseier og nærstående parter	25 909 953	17,59 %	19,87 %
Innenlandske institusjoner	23 567 894	16,00 %	18,08 %
Innenlandske individer	7 364 967	5,00 %	5,65 %
Total	130 492 483	100,07 %	100,08 %
Citibank N.A	7 316 976	4,97 %	5,61 %
Samsung Life Insurance	11 012 709	7,48 %	8,45 %
National Pension Service	9 764 440	6,63 %	7,49 %

Feil i totalsum skyldes at dette er gjort ved hjelp av utregninger av opplyste tall fra Samsung.

Kun hee-Lee og familie og styremedlemmer inngår i nærstående parter

Kilde: Samsung 2012a