

Trygve Gulbrandsen

Internasjonal forskning om eierskap
og kontroll i privat næringsliv

Institutt for samfunnsforskning

Oslo 1999

© ISF 1999

Institutt for samfunnsforskning
Munthes gate 31
0260 OSLO

ISBN 82-7763-119-7
ISSN 0333-3671

Innhold

Forord	5
1. Begrepet «corporate governance»	7
2. Forholdet mellom eiere og ledere i store aksjeselskaper	9
3. Mekanismer for kontroll av ansatte ledere	12
4. En grunnleggende skepsis til ansatte ledere	17
5. Bakgrunnen for framveksten av forskningen om «corporate governance»	19
6. Nærmere om forskningen om «corporate governance»	21
7. Nasjonale eiersystemer	23
7.1 «Corporate governance» i USA	24
7.2 Eierskap og kontroll i Storbritannia	29
7.3 Eierskap og kontroll i Tyskland	34
7.4 Eierskap og kontroll i Japan	37
7.5 Forskjeller og likheter mellom de nasjonale systemene for eierskap og kontroll	44
8. Økonomiske konsekvenser	49
9. Dilemmaer	51

10.	Noen kritiske kommentarer	54
10.1	Personlig-, familie- og statlig eide selskaper	54
10.2	Ansatte leders opportunisme	55
10.3	Hva er galt i næringslivet	56
10.4	Synet på eierrollen	58
10.5	Tillitsnivået i et samfunn	60
10.6	Andre bidragsyters legitime krav på eierrettigheter	61
11.	Eierskap og kontroll i familiebedrifter	63
11.1	Innledning	63
11.2	Styret i familiebedrifter	67
11.3	Familiebedrifter og ekstern kapital	68
11.4	Økonomiske resultater i familiebedrifter	71
	Litteratur	75

Forord

Denne rapporten er skrevet på oppdrag fra Seksjonen for familiebedrifter i Næringslivets hovedorganisasjon og programkomiteen «Nær-ing, finans og marked» i Norges forskningsråd, området Kultur og samfunn. Rapporten gir en oversikt over den internasjonale forskningen om eierskap og kontroll i privat næringsliv. Dette er et temaområde som internasjonalt er samlet under overskriften «corporate governance», og som i løpet av de siste femten årene har fått en sterkt voksende opp-merksomhet både innenfor forskning og politisk debatt. Selv om også enkelte norske forskere har gitt verdifulle bidrag til dette fagområdet, har jeg i denne rapporten likevel valgt å presentere bare arbeider fra forskningen i andre land.

For å kunne lage en slik oversikt over internasjonal forskning er en helt avhengig av både å finne fram til og skaffe relevant litteratur. Jeg fikk uvurderlig hjelp til dette av biblioteket ved Institutt for samfunns-forskning.

Under arbeidet med å skrive denne rapporten har jeg hatt stor glede av forslag og kommentarer fra Kristian Skjølaas og Børre Pettersen i NHO, Helge Rynning i Norges forskningsråd og Fredrik Engelstad ved Institutt for samfunnsforskning.

Begrepet «corporate governance»

Fra midten av 1980-tallet har det internasjonalt vokst fram en bred offentlig debatt og en rikholdig litteratur om det som betegnes som «corporate governance». Dette begrepet kan oversettes med «styring av selskaper». Den internasjonale forskningen om «corporate governance» handler således i prinsippet om ulike sider av hvordan private selskaper styres. I den internasjonale litteraturen er imidlertid begrepet «corporate governance» definert og benyttet på flere ulike måter, som for eksempel:

Ifølge Williamson (1984) viser «corporate governance» til de transaksjonene som gir grunnlag for kontroll mellom de ulike deltakerne eller bidragsyterne til selskaper, som for eksempel arbeidstakerne, eierne, leverandørene, kundene, lokalsamfunnet og ledelsen. Schleifer og Vishny (1996) har definert «corporate governance» som de virkemidlene som leverandører av kapital (långivere og investorer) til private selskaper kan benytte for å sikre seg at de får en avkastning på sin kapital. For Carlsson (1997) handler «corporate governance» om koblingen mellom eiere som satser risikokapital og de foretakene der de har investert denne kapitalen. Han peker på at i mye av litteraturen er det underforstått at begrepet viser til styring av selskaper sett fra eiernes synsvinkel. Bergløf (1997) peker på at rollen til «corporate governance» er å sikre at signaler fra markedet og annen informasjon blir omsatt i investeringsbeslutninger i selskapene. Eksempler på slike beslutninger er utskifting av daglig ledelse som følge av dårlige resultater, og nedlegging av ulønnsomme enheter.

Blair (1995) hevder at en generelt kan skille mellom to hoveddefinisjoner eller bruksmåter av begrepet «corporate governance». I en begrenset betydning viser begrepet til de regler og ordninger som sikrer at

eiere eller aksjonærer har faktisk innflytelse på disposisjonene til den daglige ledelsen i private selskaper. I denne forstand handler «corporate governance» således om forholdet mellom eierne og de ansatte lederne i de private selskapene. I et bredere perspektiv, sier Blair (1995), viser «corporate governance» til alle de rettslige, kulturelle og institusjonelle ordninger som bestemmer hva børsnoterte selskaper kan gjøre, hvem som kontrollerer dem, hvordan denne kontrollen utøves, og hvordan risikoen ved og avkastningen av selskapenes aktiviteter er fordelt.

I likhet med Blair peker OECD (1997) på at begrepet «corporate governance» kan defineres på to måter. Definert avgrenset viser begrepet til de regler og tiltak som er utviklet for å løse informasjons- og insentivproblemene knyttet til atskillelsen av eierskap fra kontroll i private aksjeselskaper. I en bred forstand, befatter «corporate governance» seg med spørsmålet om hvordan en kan skape enighet mellom de ulike interessene som er involvert i driften av et foretak.

Det synes således ikke å være noen alminnelig enighet om hva «corporate governance» skal vise til. De ulike definisjonene antyder snarere at det området som dekkes av begrepet, omfatter en rekke ulike temaer og problemstillinger.

Forholdet mellom eiere og ledere i store aksjeselskaper

Bak forskjellene mellom de ulike definisjonene kan en likevel identifisere en kjerne. Utgangspunktet for forskningen om «corporate governance» er den iakttagelse, som ble framhevet allerede i 1932 av Berle og Means, at de store aksjeselskapene i de moderne kapitalistiske økonomier i praksis i stor grad kontrolleres og ledes av ansatte, profesjonelle ledere med få eierinteresser i selskapene. Berle og Means (1932) viste i sin banebrytende studie at framveksten av de store aksjeselskapene i USA i begynnelsen av dette århundret hadde ført til et faktisk skille mellom eierskap og kontroll. De demonstrerte at antallet aksjonærer i disse selskapene var blitt meget stort. Dette innebar for det første at *bare en liten del av avkastningen tilfalt hver eier. Dette ga aksjonærene lite incentiv til å engasjere seg i hvordan den daglige ledelsen skjøttet sin oppgave.* Oppsplittingen på eiersiden gjorde det dessuten *vanskelig å få dannet eierkoalisjoner som var store nok til å kontrollere disposisjonene til den daglige ledelsen.* Følgen var at den daglige ledelsen fullt ut hadde overtatt den faktiske makt til å bestemme hvordan produksjonsmidlene skal brukes. Eierne, aksjonærene, hadde i praksis bare beholdt retten til avkastningen av selskapets virksomhet, gjennom utbytte og verdistigning på aksjene.

Berle og Means (1932) pekte selv på at denne situasjonen rommet en fare for at den daglige ledelsen forfulgte egne mål og ikke tok hensyn til aksjonærenes interesser. Noen år senere hevdet Baumol (1959) at atskillelsen mellom eierskap og kontroll hadde ført til at ledelsen i de store selskapene ikke arbeidet for å øke overskuddet i selskapene, men isteden la vekt på å øke selskapenes størrelse. En grunn til dette var, ifølge Baumol (1959), at dette gir de ansatte lederne økt makt og prestisje og samtidig grunnlag for høyere lønninger. Denne innsikten i

farene for opportunistisk atferd hos ansatte ledere ble senere ført videre i et mer overordnet teoretisk rammeverk – prinsipal-agent teorien (Alchian og Demsetz 1972, Jensen og Meckling 1976, Eisenhardt 1989, Petersen 1993).

I prinsipal-agent teorien analyseres, som kjent, relasjoner hvor en eller flere personer (prinsipalen(e)) engasjerer en annen person (agenten) til å opptre eller utføre oppdrag på vegne av seg. Et viktig eksempel på en agent-prinsipal relasjon er nettopp forholdet mellom eiere og daglig ledelse i en bedrift. Engasjementet av agenten beskrives som en kontrakt, og kontrakten medfører en viss delegering av beslutningsmyndighet fra prinsipalen til agenten. I prinsipal-agent teorien er en særlig opptatt av de «agent-problemer» som kan følge av at prinsipalen og agenten ikke har samme mål eller interesser og av assymetrisk informasjon. Dersom de to parter ikke har sammenfallende interesser, antas det at agenten har et motiv til å opptre «opportunistisk», dvs. følge egne interesser. På grunn av assymetrisk informasjon, dvs. prinsipalen har i utgangspunktet ufullstendig informasjon om agentens virksomhet, har agenten mulighet til å skjule sin opportunistisme for prinsipalen.

I tradisjonen etter Berle og Means (1932) og i tråd med prinsipal-agent teorien er det sentrale problemet i «corporate governance» diskusjonen *hvordan en kan sikre at de ansatte lederne (agentene) opptrer i pakt med interessene til andre viktige bidragsytere til selskapene*. Som definisjonene ovenfor antyder, er det i litteraturen på feltet et hovedskille mellom de forskerne som forutsetter at de viktigste bidragsyterne til private selskaper er aksjonærene eller eierne, og de forskerne som også legger vekt på bidraget fra andre interessenter (eller «stakeholders»), som for eksempel ansatte, långivere som banker, lokalsamfunn og leverandører. I stor grad har imidlertid forskningen konsentrert seg om forholdet mellom aksjonærene/eierne og den daglige ledelsen i selskapene.

Hvilke interesser har så henholdsvis aksjonærene og de ansatte lederne? Innenfor finansøkonomi, den grenen av faget økonomi som i særlig grad har beskjeftiget seg med spørsmål omkring «corporate governance», forutsettes det at aksjonærenes primære interesse er å få maksimert verdien av sine aksjer («maximization of shareholder value»).

For ansatte toppledere med ingen eller få eierandeler i bedriften, er situasjonen annerledes. Disse lederne får ikke nytte godt av avkastningen i selskapet. De har dermed ingen økonomisk tilskyndelse til å skjøtte sin kontrolloppgave slik at restfortjenesten blir maksimert. Det de eier er sin egen «menneskelige kapital», og deres interesse vil snarere være å skape noe med, forvalte og høste av denne ressursen. De kan ha ambisjon om å gjøre bedriften til markedsledende eller den største i sin bransje. Å oppnå dette kan være tilfredsstillende i seg selv. Men det kan også bidra til å øke den ansatte toppleders prestisje i næringslivet. De kan videre ønske å benytte sin stilling til å høste høye inntekter. Og de kan være opptatt av å pleie sitt renommé som ledere med sikte på senere tilbud om enda mer prestisjefylte lederstillinger. Mange toppledere er forholdsvis få år i sin lederstilling. Dette gir en kort tidshorisont for å realisere de eierinteressene de knytter til sin menneskelige kapital. Dette kan forsterke interessen for blant annet å fremme bedriftens vekst og sikre fordelaktige lønnsvilkår. I motsetning til andre investorer har ledere heller ikke mulighet for spre risikoen knyttet til investeringen av sin «human capital». De vil derfor også vente en særskilt risikopremie for å satse alt på et kort i en lederstilling (Fama 1980).

Forskningen om «corporate governance» er primært opptatt av å beskrive, forklare og studere effektene av de ordninger eller mekanismer som har til formål å gjøre de ansatte lederne ansvarlige overfor selskapenes bidragsyttere. I tillegg er det også en omfattende normativ eller politisk diskusjon hvor temaet er hvilke ordninger eller tiltak som best kan bidra til at selskapenes disposisjoner tar hensyn til interessene til de ulike deltakerne i selskapene. Det er særlig i denne normative diskusjonen at en finner bidrag som framhever betydningen av de ansatte som en viktig interessent eller «stakeholder» i private selskapers virksomhet, se for eksempel Blair (1995).

Mekanismer for kontroll av ansatte ledere

Hvilke ordninger har så til formål å kontrollere at den ansatte, daglige ledelsen tar hensyn til aksjonærenes, eventuelt andre deltakeres, interesser? Her skal jeg konsentrere meg om de ordninger som kan tjene til fordel for aksjonærene.

- (i) I utgangspunkt legger allerede *konkurransen i markedene* for selskapenes produkter eller tjenester et vesentlig press på ledelsen til en mest mulig effektiv bruk av ressursene.
- (ii) Også *markedet for ledere* (Fama 1980) bidrar til en viss grad å disiplinere ansatte ledere til lydhørhet overfor aksjonærenes interesser. En toppleder som får rykte på seg for å opptre egenmektig og følge egne interesser kan få problemer med å få nye lederstillinger på et senere tidspunkt.
- (iii) Et viktig instrument for kontroll med de ansatte lederne er *aksjonærenes lovbaserte rettigheter i selskapet*, særlig retten til å bli informert, retten til å stemme over viktige beslutninger på generalforsamlingen og retten til å velge medlemmer til styret. Men dette instrumentet virker bare godt så lenge den sittende ledelsen tar hensyn til de ytringer og signaler som kommer fra aksjonærene på generalforsamlingen. Dersom aksjonærene er misfornøyd med ledelsen, må de mobilisere nok stemmer til å kaste den. Men med en stor og fragmentert eiergruppe blir dette, som Berle og Means (1932) pekte på, vanskelig. I enkelte land er det også gjennom selskapslovgivningen eller selskapenes vedtekter lagt

praktiske begrensninger på aksjonærenes bruk av stemmeretten. Aksjonærene kan for eksempel ikke stemme gjen-nom posten og må selv møte opp på generalforsamlingen. I USA var det også i mange år begrensninger på aksjonærenes mulighet til å konsultere hverandre og samordne sine synspunkter og stemmeavgivning før generalforsamlingen (Gilson og Kraakmann 1991).

Kontroll av den ansatte ledelsen gjennom utøvelse av eierrettighetene fungerer dermed best, som påpekt av Schleifer og Vishny (1997), når en stor del av aksjene kontrolleres av en aktør, m.a.o. når det er en dominerende eier. En stor eier har et insentiv til å samle inn informasjon og til å overvåke den sittende ledelsen. Vedkommende unngår de gratispassasjer problemer som vil finnes når det er et stort antall eiere. Store eiere kan også bruke sin stemmemakt til å presse ledelsen eller endog kaste den.

- (iv) Et viktig styringsorgan i private selskaper er *styret*. Styret er i utgangspunkt tenkt å representere eiernes interesser. I tråd med dette blir styremedlemmene vanligvis valgt på generalforsamlingen. I flere land blir imidlertid de nye kandidatene til styreverv nominert av ledelsen eller det sittende styret. Dette reduserer aksjonærenes reelle innflytelse på sammensetningen av styrene. Ikke uventet har derfor styrene i enkelte land, for eksempel USA og Storbritannia, vært dominert av personer fra den daglige ledelsen i selskapene (Charkham 1994). I begge disse landene var det i mange år også vanlig i mange selskaper at samme person kombinerte rollene som daglig leder og leder av styret (Davies and Stapledon 1994). Det sies seg selv at dette reduserer styrets mulighet til å virke som et kontrollerende organ overfor den daglige ledelsen i selskapene.
- (v) Ansatte ledere kan søkes påvirket gjennom ulike former for *insentivkontrakter* som bringer deres økonomiske interesser i større grad i overensstemmelse med de øvrige eiernes

interesser. Dette kan for eksempel være tildeling av aksjer, aksjeopsjoner, eller ulike former for overskuddsdeling eller resultatavhengig belønning. (Se for eksempel Mehran 1992, Gomez-Mejia 1994).

- (vi) Men aksjonærene kan også forsøke å presse ledelsen utenom de lovpålagte styringsorganene i selskapene. I USA er det for eksempel ikke så uvanlig at aksjonærer har gått til *søksmål mot den sittende ledelsen*. I disse søksmålene har de for eksempel krevd økonomisk erstatning for tap som de mener er forårsaket av utilstrekkelig informasjon fra ledelsen om selskapets økonomiske tilstand. Eller aksjonærene har hevdet at ledelsen har engasjert seg i virksomhet som har vært til økonomisk ulempe for aksjonærene. Pound (1992) har vist at enkelte eiergrupper i USA dessuten har begynt å benytte det han kaller «*politiske*» *virkemidler* i sin streben etter å kontrollere ledelsen i de selskapene de har eierandeler i. Disse virkemidlene omfatter for eksempel offentliggjøring av kritiske analyser av de enkelte selskapene utført av spesielt nedsatte eksperter, målrettet bruk av massemedia for å sette et kritisk lys på ledelsens disposisjoner, osv. Det er særlig enkelte av de institusjonelle eierne som har grepet til dette «våpnet».
- (vii) En viktig mekanisme for kontroll er *långiveres, særlig bankenes overvåkning* av de selskapene de har lånt penger til. Som blant annet Schleifer og Vishny (1997) har vist, har kreditorer, iallfall i de vestlige samfunn ustrakte rettigheter, særlig ved mislighold og konkurs. Utsiktene til at disse rettighetene aktiviseres motive-rer sannsynligvis selskapenes ledere til å opptre slik at selskapene ikke kommer i finansielle vanskeligheter. Denne disiplineringen som det innebærer å være debitor, kan også aksjonærene nyte godt av. Men dette gjelder ikke ubetinget. Kreditorer og aksjonærer har likevel ulike interesser, noe som kan få konsekvenser for hva slags beslutninger de foretrekker at selskapene tar. Særlig kan de ha ulike preferanser for grad av risiko i selskapets investeringer.

I selskaper med en del gjeld vil tapene som følge av risikable investeringer i stor grad ramme kreditorene. Gevinstene, i form av økt overskudd, vil derimot tilfalle aksjonærene. Under slike betingelser vil kreditorer ønske at selskapene er forsiktede og unngår for mye risiko, mens aksjonærene i større grad vil favorisere at investeringene har en høy risikoprofil.

- (viii) I litteraturen om «corporate governance» har særlig markedet for foretaks kontroll fått stor oppmerksomhet (for eksempel Auerbach 1988, Coffee, Lowenstein og Rose-Ackerman 1988, Jensen 1988a, Scherer 1988, Jarrell, Brickley og Netter 1988). I en nå klassisk artikkel pekte Manne (1965) på at (*fiendtlige oppkjøp av selskaper*) er den viktigste mekanismen i markedet for foretaks-kontroll for å disiplinere ledere. Til forskjell fra situasjonen ved fusjoner, som krever aksept fra styret i det selskapet som forsøkes kjøpt opp, blir tilbudene om oppkjøp gitt direkte til aksjonærene, så å si over hodet på den daglige ledelsen. I litteraturen er det ulike teorier om eller forklaringer av fiendtlige oppkjøp. To sentrale forklaringer atskiller seg særlig ved hva som antas å være formålene med oppkjøpene. Forskjellene i formål antas særlig å komme til uttrykk ved hva slags typer selskaper som det hevdes at velinformerte oppkjøpere, eller «raidere», ser seg ut som kandidater for oppkjøp.

Den ene gruppen av selskapene er kjennetegnet av at verdiene, målt ved prisene i aksjemarkedet, er for lave som følge av dårlig ledelse, og at verdiene potensielt kunne ha vært høyere under en alternativ ledelse. Etter oppkjøp blir da også regelmessig ledelsen i slike selskaper skiftet ut. Det antas at utsiktene til en slik oppsigelse motiverer ledere til å skjytte sine lederoppgaver slik at de unngår å bli mål for et fiendtlig oppkjøp.

I den andre hovedforklaringen hevdes det at oppkjøpskandidatene er preget av å ha en kontantstrøm som er større enn det selskapet trenger for å finansiere alle sine løpende og planlagte prosjekter (Jensen 1988b). I disse

selskapene er det en fare for at ledelsen investerer dette kontantoverskuddet i prosjekter med lav avkastning istedenfor å betale det ut til aksjonærene i form av utbytte. Ved å overta et slikt selskap vil de nye eierne ved utbetaling av et større utbytte hindre ulønnsomme investeringer fra den daglige ledelsens side. Med en mindre kontantbeholdning vil ledelsen ved nye prosjekter dessuten i større grad måtte skaffe finansiering gjennom å ta opp eksterne lån. Dette har, ifølge teorien, den tilleggsfordel at selskapets ledelse da blir utsatt for vurdering og kontroll av långiverne. Långiverne kan på denne måten dermed assistere aksjonærene med å overvåke selskapets ledere. I disse selskapene er det i prinsippet ikke nødvendig å skifte ut ledelsen etter oppkjøp. Men uenigheten eller konflikten mellom eiere og ledelse om disponeringen av selskapets overskuddslikviditet vil i praksis likevel ofte føre til at ledelsen sies opp etter et oppkjøp. Også i denne forklaringen antas det at mulighetene for fiendtlige oppkjøp og dermed overstyring eller oppsigelse av daglig leder fører til at ledere flest blir mer lydhøre overfor aksjonærene i fordelingen av selskapets overskudd av kontanter.

En bestemt type oppkjøp som fikk mye oppmerksomhet i USA er det som betegnes som «Leveraged buy-outs» (LBO). I disse tilfellene ble selskapene overtatt ved at en gruppe av selskapenes egne ledere kjøpte ut de øvrige aksjonærene ved hjelp av lånte midler. Gjeldsgraden i disse selskapene kunne være meget høy, opp til 85 prosent ved overtakelsestidspunktet (Jensen 1989). Disse oppkjøpene skjedde i samarbeid med eksterne firmaer som spesialiserte seg på denne typen oppkjøp. Disse spesialiserte LBO-firmaene kjøpte selv store aksjeposter og virket som rådgivere for den nye ledelsen og overvåkere av selskapenes virksomhet. Etter oppkjøpet ble selskapene tatt av børsen. For Jensen (1989) hadde disse LBO-selskapene for det første den fordel at ledernes formue og inntekter (gjennom store aksjeposter og mer resultatavhengige lønninger) var direkte knyttet til selskapets resultater. Dette ga et sterkt insentiv til å arbeide for

størst mulig inntjening og overskudd. For det andre bidro den store gjelden til å løse problemet med at en for stor kontantbeholdning kan friste til uvettige og ulønnsomme investeringer. Gjelden sporet dessuten lederne til kontinuerlig årvåkenhet og innsats-vilje.

- (ix) Børslovgivningen og børsenes egne vedtekter virker også til å kontrollere ledelsen i selskapene. Spesielt viktig her er de *kravene som settes til selskaper for at de skal kunne bli børsnotert*, for eksempel om hva slags informasjon selskapene gir til offentlig-heten og hvor ofte, krav til selskapenes regnskaper og revisjons-standarder, forbud mot innsidehandel, o.l.

En grunnleggende skepsis til ansatte ledere

«Corporate governance» litteraturen synes å bygge på en grunnleggende mistillit til ansatte ledere. Iallfall kan en hevde at det er en under-liggende antakelse i store deler av denne litteraturen at det er grunn til å opptre med vaktksomhet overfor ansatte ledere som ikke blir overvåket av de øvrige interessentene i selskapene. Et klart uttrykk for dette grunnsynet finner en i en meget god oversiktsartikkel av Schleifer og Vishny (1997). I en del av artikkelen vier de plass til først å demonstrere teoretisk på hvilke måter ansatte ledere kan «tilrane» seg økonomiske eller andre fordeler. De gjennomgår deretter studier som dokumenterer at ledere med stor grad av beslutningsmyndighet kan opptre på måter som ikke tjener aksjonærenes interesser.

Historisk sett, representerer denne grunnleggende skepsisen et skifte i synet på betydningen av de ansatte lederne i de store aksjeselskapene. Som Kaufmann og Zacharias (1992) har pekt på, ble private foretak og ledelsen i disse foretakene i det forrige århundret i USA sett på som sentrale representanter for et fritt marked som innenfor det liberale demokrati skulle virke som en motvekt til opphopningen av makt på statens hender. Framveksten av det moderne storforetak med sin kon-sentrasjon av ressurser og beslutningsmakt på slutten av forrige og begynnelsen av det nåværende århundret reiste imidlertid tvil om markedets bidrag til maktbalansen i et demokratisk samfunn. Denne «legitimasjonskrisen» for ledelsen i storforetakene ble, ifølge Kaufmann og Zacharias (1992), løst ved at det i mellomkrigstiden isteden ble utviklet en juridisk teori som beskrev ledernes rolle som en slags tillitsvalgte eller forvaltere på vegne av offentligheten. De

ble framstilt som autorisert til å koordinere selskapenes investorer og de ansatte til en samfunnsmessig ansvarlig virksomhet til det kollektivt beste.

«Corporate governance» litteraturen og særlig prinsipal-agent teorien innebærer således et grunnleggende brudd med dette synet på de profesjonelle lederne som en slags offentlige forvaltere av samfunnets beste.

Blair (1995) viser imidlertid at det på 1970-tallet skjedde en endring i finanstetikernes syn på hva som var hovedproblemet knyttet til skillet mellom eierskap og kontroll. Tidligere hadde det vært en bekymring for at ledere uten kontroll fra eierne kunne bli late eller opptre svikaktig. Fra 70-tallet ble mange mer opptatt av faren for at lederne skulle bruke sin makt til å bygge imperier på bekostning av selskapenes lønnsomhet.

Bakgrunnen for framveksten av forskningen om «corporate governance»

Hva var grunnen til den økte oppmerksomheten fra midten av 1980-tallet, særlig i USA, om eier- og styringssystemene i private bedrifter? Var den først og fremst en avglans av framveksten av de nyere øko-nomiske teoriene om bedrifter og de endrede ideologiske bildene av ledelsens oppgaver? Blair (1995) viser at det var mer enn dette som bidro til at eierskap og kontroll kom så sterkt på dagsordenen.

En viktig forklaringsfaktor var den utbredte oppfatningen på 80-tallet om at mange amerikanske selskaper var i ferd med å henge etter konkurrentene i Japan og Tyskland i innføring av ny teknologi og utvikling av nye produkter. Både forskere og politikere begynte å spørre seg om denne forskjellen skyldtes måten selskapene ble eiet og kontrollert på i de ulike landene.

En annen viktig grunn til den økte interessen for spørsmål om eierskap og styring var den bølgen av fiendtlige oppkjøp og restruktureringer av amerikanske selskaper som skjedde på 80-tallet. Kritikere av disse oppkjøpene hevdet at disse begivenhetene vitnet om et press fra finansmarkedene om umiddelbare resultater som førte til at selskapenes ledere ble paranoid opptatt av å maksimere de kortsiktige økonomiske gevinstene. I flere av statene førte de fiendtlige oppkjøpene til at en rekke fabrikker og arbeidsplasser ble nedlagt. Reaksjonene på disse følgene fikk politikerne i mange av delstatene til å vedta lover som la hindringer i veien for denne type oppkjøp. I en rekke selskaper ble det dessuten gjennomført tiltak som skulle bidra til å hindre fiendtlige oppkjøp.

En tredje faktor var den enorme økningen i lønningene til lederne i de større aksjeselskapene. Fra 1983 til 1993 steg toppledernes lønninger i børsnoterte selskaper med 70 prosent samtidig mens sysselsettingen i de samme selskapene stagnerte, og reallønningene for de øvrige gruppene av medarbeidere i beste fall forble på samme nivå (Blair1995). Denne realiteten ble for mange observatører et klart tegn på hvordan toppledere uten kontroll fra sine eiere på en egenmektig måte ga seg selv økonomiske fordeler.

Disse ulike forholdene førte således til motstridende krav. Fra enkelte hold ble det framhevet at eierne burde få mer makt i selskapene. Fra andre interessegrupper ble det derimot krevet at selskapene, de ansatte og ledelsen måtte beskyttes fra investorenes grådighet og hensynsløshet.

Nærmere om forskningen om «corporate governance»

En stor del av forskningen om «corporate governance» konsentrerer oppmerksomheten om de enkelte mekanismene eller ordningene for kontrollen av disposisjonene til ansatte ledere i private selskaper. For eksempel er det en ganske omfattende litteratur om markedet for foretaks kontroll og fiendtlige oppkjøp, særlig i USA. Det er mange studier av aksjonærs rettigheter og hvordan ulike eiertyper eller -grupper utøver sin rolle som aksjonærer. Det har for eksempel i de siste årene blitt en økende interesse for å studere hvordan pensjons- og aksjefond opptrer som eiere. Det er videre gjennomført særskilte studier av styrets rolle og atferd. Det har etterhvert blitt et stort antall under-søkelser av hvordan ledere belønnes, så mange at lederes lønnsvilkår nærmest har blitt et selvstendig forskningsfelt.

Det varierer imidlertid mellom landene hvordan de ulike ordningene er utformet og hvilken betydning de har for kontrollen av disposisjonene til ledelsen i de enkelte selskapene. Mens for eksempel mange forskere ser på forekomsten av og dermed trusselen om fiendtlige oppkjøp som en viktig styringmekanisme i amerikansk økonomi, er fiendtlige oppkjøp nærmest fraværende i tysk økonomi. Forskerne innenfor «corporate governance» feltet har derfor i økende grad blitt opptatt av at virkemåten til de ulike kontrollordningene henger nært sammen med de øvrige egenskapene ved *det nasjonale systemet for finansiering og eierskap*. Dette har gitt større interesse for å beskrive eiersystemene i de forskjellige landene i sin helhet og for å analysere de enkelte kontrollmekanismene i lys av denne helheten. Det har dessuten kommet til en rekke komparative studier hvor oppmerksomheten rettes særlig mot forskjellene og likhetene mellom systemene for

«corporate governance» i de ulike landene. I denne komparative forskningen er forskerne dels opptatt av å beskrive selve forskjellene, dels å forklare hvorfor eier- og styringssystemene varierer mellom landene og hva som er de økonomiske konsekvensene av forskjellene.

I det følgende skal jeg gi et nærmere inntrykk av denne forskningen om eierskap og kontroll i private selskaper. I tråd med det foregående skal jeg beskrive hovedtrekkene ved eier- og styringssystemene i et mindre utvalg av land – USA, Storbritannia, Tyskland og Japan. Innenfor rammen av disse beskrivelsene skal jeg så presentere resultatene av utvalgte studier av de ulike mekanismene for kontroll av ledelsen i selskapene som dominerer i disse landene. På grunn av Japans «ekso-tiske» karakter og sterke stilling i internasjonal økonomi har styrings- og kontrollsystemet i landets næringslivet fått forholdsvis stor oppmerksomhet. I det følgende skal jeg derfor vie noe større plass til gjennomgangen av systemet i Japan.

Nasjonale eiersystemer

En rekke forskere har presentert helhetlige beskrivelser av eier- og styringssystemene i næringslivet i enkeltland. For eksempel har Baums (1993, 1994) beskrevet eier- og styringssystemet i Tyskland, David og Stapledon (1994) har beskrevet Storbritannia, Skog (1994) har tilsvar-ende beskrevet situasjonen i Sverige, Aoki (1990), Gerlach (1992) og Gilson og Roe (1992) har diskutert det japanske systemet for «corporate governance», og en helhetlig beskrivelse av systemet i USA finnes blant annet i OECD (1996). Sammenliknende beskrivelser av eier- og styringssystemene i flere land er gitt av Charkham (1994), Franks og Mayer (1990) og (1994), Roe (1993), Wymersch (1994) og Bergløf (1988) og (1997).

I litteraturen er det gitt ulike forslag til å klassifisere de nasjonale eiersystemene. Bergløf (1997) skiller for eksempel mellom «kontroll-orienterte» og «arms-length» systemer for finansiering og kontroll. Franks og Mayer (1994) skiller mellom «innside» og «outside» systemer for kontroll av selskaper. OECD (1996) skiller mellom institusjons-baserte og markedsbaserte systemer for «corporate governance». Enkelte forskere beskriver også systemene i Japan og Tyskland som bank-orienterte systemer, se mer om dette nedenunder. Generelt er disse ulike klassifikatoriske dikotomiene overlappende.

Med «kontrollorienterte», «innside» eller institusjonsbaserte systemer siktes det til at en stor del av selskapene i vedkommende land styres fra «innsiden» av store eiere (eventuelt en gruppe samkjørte eiere) med stor grad av faktisk kontroll over selskapene. Disse store og kontrollerende eierne er som regel institusjoner, som

banker eller andre bedrifter. I denne kategorien plasseres vanligvis Tyskland, Frankrike og Japan.

«Arms-length», «outside» eller markedsbaserte systemer er kjenne-tegnet av at kontrollen med selskapene skjer ved bruk av markeds-mekanismen, gjennom trusselen om fiendtlige oppkjøp, eller ved at misfornøyde aksjonærer reagerer med å selge seg ut av selskapene. Selskapenes ledelse kontrolleres således på avstand eller fra utsiden ved at potensielle investorer og profesjonelle analytikere fortløpende vurderer de ulike selskapene (og deres ledelse) for kjøp eller salg. Det er først og fremst USA og Storbritannia som plasseres i denne kategorien.

Jeg skal i det følgende gi en kort beskrivelse av systemene og de viktigste kontrollmekanismene i de enkelte utvalgte landene. Deretter skal jeg se nærmere på likhetene og forskjellene mellom de ulike systemene og diskutere hva som kan forklare forskjellene. Til sist skal jeg ta opp spørsmålet om forskjellene mellom de nasjonale systemene for «corporate governance» har økonomiske konsekvenser.

7.1 «Corporate governance» i USA

I USA var det på begynnelsen av 90-tallet om lag 6500 børsnoterte selskaper (Franks og Mayer 1994). Helt i tråd med Berle og Means (1932) klassiske bilde var det i disse selskapene en stor spredning av eierskapet. Men utenom dette sjiktet av store selskaper er de fleste selskapene, som i andre land, kjennetegnet av mer konsentrert eierskap. Underskogen av amerikanske bedrifter eies av de opprinnelige grunn-leggerne eller av deres arvinger eller familier. Eller de eies i et partnerskap mellom slike personlige eiere og ulike typer av eksterne investorer og investeringsselskaper.

Det er svært lite krysseie i de store amerikanske selskapene. De største eierne er institusjonelle investorer, først og fremst private og offentlige pensjonsfond. Institusjonelle investorers eierandel i amerikanske selskaper med åpen omsetning har steget fra under 10 prosent på 1950-tallet til 45 prosent tidlig på 1990-tallet. I de 1000 største selskapene er eierandelen 57 prosent (OECD 1996).

Forskjellig fra Tyskland og Japan er forretningsbankene gjennom offentlige regler i stor grad forhindret fra å handle med og eie aksjer i private selskaper (Roe 1994). Bankene spiller derfor en marginal rolle på eiersiden i amerikansk næringsliv.

Hvordan virker så systemet for «corporate governance» i selskapene i USA? Beskyttelsen av investorer er meget god i USA (Bhide 1994). Lovverket stiller strenge krav til de opplysningene selskapene skal gi både i sine årsberetninger og kvartalsrapporter og ved utstedelse av nye aksjer. Det er strenge regler mot innside handel med aksjer, og mot manipulering av aksjekursene.

Kongressen har også regulert finansielle institusjoner som forvalter fonds, bl.a. gjennom minimumskrav til spredning av plasseringene og gjennom forbud mot å eie mer enn 10 prosent av et selskaps aksjer.

Disse ulike reguleringene har hatt til formål å beskytte den lille aksjonær, investoren i aksjefond og innskyteren i pensjonsfond. Sam-tidig har reguleringene bidratt til å skape et meget likvid aksjemarked, dvs. et aksjemarked som har en høy omsetning og hvor det er lett å omsette aksjene i de enkelte selskapene. Tryggheten for at aksje-omsetningen ikke domineres av aktører med innsidekunnskaper om selskapene, har gjort det mindre risikofylt å kjøpe og selge aksjer i selskaper som verken kjøper eller selger egentlig kjenner særlig godt. Også kravene til pensjons- og aksjefondene om spredning av investeringene i aksjer har vært viktig for likviditeten. Diversifiseringen fører til fragmentering av eierskap. Dette fremmer i sin tur likviditet ved å øke sannsynligheten for en handel ved at en eller annen trenger penger eller tror at en bestemt aksje er galt priset.

Men i hvilken grad engasjerer aksjonærene seg i de selskapene de investerer i? I hvilken grad forsøker de å påvirke ledelsens disposisjoner? På grunn av den store spredningen i aksjeeiet har de enkelte aksjonærene lite insentiv til å ta på seg oppgaven med å overvåke selskapene. De eventuelle fordelene av en slik overvåkning ville tilfalle alle aksjonærene mens kostnadene vil påhvile bare den som tok på seg kontrolloppgaven. For å motvirke dette gratispassasjerproblemet er det nødvendig med mer

konsentrerte aksjeposter. Pensjonsfondene har i større grad slike konsentrerte aksjeposter.

Men det lovverket som regulerer disse institusjonene har gjort det vanskelig for dem å gå inn i en aktiv kontrollrolle overfor de selskapene de investerer i. Kravet om en spredning av investeringene fører til at fondene har så mange selskaper i sin portefølje at de ikke har mulighet for å gå inn og vurdere hvert enkelt selskap. Børslovgivningen gjør det vanskelig for representanter for pensjonsfondene å sitte i selskapenes styrer. I styreposisjon kan de nemlig få innside informasjon om selskapene, med den følge at de må unngå å handle med aksjene til det aktuelle selskapet. Dette reduserer fondenes likviditet, noe de færreste fondsforvaltere ønsker å gi avkall på. Går det galt med selskapene, kan fondsforvalterne under bestemte betingelser dessuten bli erstatning-ansvarlige overfor innskytere i eget fond. Til sist var det i mange år også offentlige reguleringer som forhindret at aksjonærer kunne koordinere sine synspunkter og stemmegivning før generalforsamlingen i selskapene (Gilson og Kraakman 1992, Blair 1995). De måtte blant annet informere offentligheten, de andre aksjonærene og børsen om sine intensjoner på forhånd. Det var også en rekke praktiske hindringer i veien for at de, i opposisjon til den sittende ledelsen, kunne gå ut til andre aksjonærer å be om fullmakt (Grundfest 1990). I 1992 ble det imidlertid innført nye regler som har gjort det lettere for aksjonærene å kommunisere seg i mellom (OECD 1996). Dette gjør det i større grad mulig for de institusjonelle investorene å samarbeide om å påvirke selskapenes disposisjoner.

Mange av de institusjonelle investorene later til å opptre passivt overfor de selskapene de har aksjer i (Charkham 1994). Det har vært hevdet at de snarere har bidratt til kortsiktighet i markedet ved til enhver tid å selge til de investorer som har tilbudt mest for aksjene (Blair 1995). En del pensjonsfond har imidlertid utviklet en rolle som aktive eiere. Dette gjelder særlig CalPERS (Californias pensjonsfond). Dette pensjonsfondet har 950 000 medlemmer og forvaltet i 1993 verdier for 71 milliarder dollar. CalPERS har presset ledelsen i flere selskaper til å endre sin politikk. CalPERS har også

gått i bresjen for å få børsen til å endre en del av sine regler. Det er faktisk de offentlige pensjonsfondene som har opptrådt mest aktivt som eiere i USA.

Hjørnesteinen i styringssystemet i amerikanske selskaper er aksjonærenes rett til å velge medlemmer til styret. I praksis nøyer aksjonærene seg med å godkjenne de kandidatene som styret selv har nominert. Og i denne nominasjonsprosessen har vanligvis selskapets toppsjef hatt en sterk innflytelse. Tidligere var styrene dominert av direktører fra selskapene selv. I de senere årene har styrene i større grad fått eksterne styremedlemmer, ofte i flertall. En undersøkelse i 1990 viste at de eksterne styremedlemmene utgjorde flertallet i 86 prosent av styrene i børsnoterte industriselskaper og 91 prosent i selskaper innenfor andre næringer (Charkham 1994). Men ved overgangen til 90-tallet var det i 80 prosent av de 500 største selskapene fremdeles daglig leder som samtidig beklede posisjon som styreformann (Jacobs 1993).

Men hvordan utøver styret sin rolle som overordnet styringsorgan overfor den daglige ledelsen? I en klassisk studie av styrets rolle beskrev Mace (1971) styrene som «pynt på selskapenes juletre». Både Mace og senere forskere (Minzberg 1983) viste at eierne *kan* overvåke den daglige ledelsen gjennom representanter i styret. Styret kan både ha en kontrollfunksjon og virke som et serviceorgan overfor den daglige ledelsen. Det synes imidlertid som om styremedlemmenes kontrollmuligheter i stor grad er avhengig av hvordan toppledelsen selv bruker og forholder seg til styremedlemmene. Lorsch og McIver (1989) mener imidlertid at styrene i mange selskaper i løpet av 80-tallet har tatt sin overvåkningsoppgave mer på alvor. Dette kan skyldes et økende antall søksmål mot styremedlemmer fra aksjonærer og en økt offentlig bekymring om manglende kontroll med ledelsen i selskapene.

For mange framstår markedet for foretaks kontroll og trusselen om fiendtlige oppkjøp som en av de viktigste kontrollmekanismer i det amerikanske systemet for «corporate governance». Med en fragmentert eiermasse, forholdsvis passive institusjonelle investorer og selskaps-styrer dominert av den daglige ledelsen har mange sett

på de fiendtlige oppkjøpene som den eneste ordningen som bidrar til å holde lederne i tømme. Oppkjøpsmarkedet har da også vært meget stort i USA. Antallet overtakelser av alle slag steg, målt i verdi, fra 12 milliarder dollar i 1975 til 268 milliarder dollar i 1988. Fram til 1991 sank imidlertid omfanget til 100 milliarder dollar (Charkham 1994). Siden 1968 har det vært minst 83 000 fusjoner og oppkjøp (OECD 1996). Fiendtlige oppkjøp utgjør imidlertid bare et mindretall av disse transaksjonene.

Oppkjøp og fusjoner kan generelt bidra til å høyne effektiviteten i selskapene på mange måter, primært ved å overføre produktive verdier til de aktører som vet å verdsette dem mest. Oppkjøpene (både fiendt-lige og vennlige) har dessuten gjennomgående vært til fordel for aksjo-nærene i målselskapene. Disse har blitt kjøpt ut til aksjepriser klart over markedsnivået før oppkjøpene. Men har oppkjøpene vært til fordel for aksjonærene i de oppkjøpende selskapene? Her synes resultatene å ha vært mer blandet. I en oppsummering av resultatene av tidligere forskning hevder Megginson (1997) at på 1960-tallet fikk aksjonærene i oppkjøpende selskaper (både fiendtlige og vennlige oppkjøp) en klar gevinst som følge av oppkjøpet. I tiårene etter ga derimot oppkjøp lavere gevinst. Det økonomiske utfallet for aksjonærene synes også å ha variert med måten oppkjøpene ble finansiert på. Aksjonærene i tilbyder selskapene verken vant eller tapte i de tilfellene hvor overtakelsene ble finansiert med kontanter. Ble derimot aksjer benyttet som betalingsmiddel, synes resultatet å ha vært tap for aksjonærene.

Men det interessante spørsmålet er om den mindre gruppen av fiendtlige oppkjøp har virket slik som teorien har forespeilet og som mange har håpet – til å disiplinere amerikanske ledere. Det er vanskelig å si hvordan utsiktene til oppkjøp generelt har påvirket lederne. Men tilgjengelig forskning i USA tyder iallfall på at fiendtlige oppkjøp, i tråd med teorien (se foran), har bidratt til å fjerne inkompetente ledere. Et eksempel er en studie av Morck, Schleifer og Vishny (1988). De fant at selskaper som var mål for fiendtlige oppkjøp, og hvor det er sannsynlig at ledelsen vil bli sagt opp, på forhånd hadde dårligere resultater sammenliknet med selskaper involvert i vennligsinnede oppkjøp. Romano (1992) viser

også til andre studier som hun mener støtter opp under denne teorien. Romano (1992) refererer dessuten forskning som støtter teorien om at målene for mange fiendtlige oppkjøp er selskaper med et overskudd av kontanter. Formålet med disse oppkjøpene synes nettopp å være å forhindre uvettige investeringer fra ledelsens side gjennom å redusere dette overskuddet.

Det har imidlertid også vært reist en god del kritikk mot oppkjøpene. En av de markante kritikerne har vært Louis Lowenstein (1994), professor ved Columbia University. Han har for det første pekt på at den store tilgangen på lånekapital på 80-tallet gjorde det mulig for aktører helt uten industrierfaring og uten egne ressurser å kjøpe opp store selskaper. Disse oppkjøperne hadde følgelig ingen kompetanse å tilby de selskapene de kjøpte opp. Kanskje det var derfor den eneste resepten for omstrukturering av selskapene som mange av disse nye eierne hadde, var å stykke opp selskapene og selge ut de enkelte bitene.

Mange av oppkjøpene var lånefinansiert. Ifølge Lowenstein (1994) var det i mange tilfelle skattefordelene knyttet til at aksjekapital ble erstattet med gjeld som var forklaringen på de tilsynelatende verdier som ble skapt gjennom oppkjøpene. Han peker dessuten på at mange av oppkjøpstilbudene gjaldt veldrevne selskaper og slett ikke «sinkene» i markedet, slik som den teoretiske modellen forutsatte. I tillegg viser han at i mange tilfelle var den pris på aksjene som ble tilbudt aksjo-nærene så høy, opp til 80 prosent over markedskurs, at det var høyst tvilsomt om disse kostnadene kunne tjenes inn igjen.

Svært mange av de fiendtlige oppkjøpene var organisert av andre selskaper. Blair (1995) har pekt på det tvetydige i denne situasjonen: Hvordan kan en da være sikker på at ikke også de nye eierne er opptatt av å bygge imperier, det problemet som de fiendtlige oppkjøpene ble ansett å være et botemiddel mot?

7.2 Eierskap og kontroll i Storbritannia

Det var på begynnelsen av 1990-tallet 2500 børsnoterte selskaper i Storbritannia (Franks og Mayer 1994). Eierskapet i store aksjeselskaper var lite konsentrert. I et utvalg slike selskaper var det bare 16 prosent av selskapene som hadde en eier med mer enn 25 prosent av aksjene.

Det har skjedd vesentlige endringer i sammensetningen av eierne. Andelen aksjer som eies av individer sank kraftig fra 1963 til 1992, fra 54 prosent til 21,3 prosent (Davies og Stapledon 1994). Derimot har andelen aksjer som eies av institusjoner (forsikringsselskaper, pensjons-fond, finansinstitusjoner o.l.) steget fra 29 prosent i 1963 til 60,4 prosent i 1992. Veksten har vært jevn. Den mest dramatiske økningen har vært for pensjonsfond, fra 6,4 prosent i 1963 til 34,7 prosent i 1992. Forsikringsselskapene fordoblet sin eierandel i samme periode.

Den bemerkelsesverdige veksten i pensjonsfondenes eierandel an-tyder at en viktig drivkraft bak disse tallene har vært utviklingen i an-sattes og arbeidsgiveres langsiktige sparing for å sikre arbeidstakernes inntekt i alderdommen. Denne sparingen har blitt kanalisert inn i yrkes- eller bedriftsbaserte pensjonsordninger som førte til opprettelsen av egne pensjonsfond med ansvar for å forvalte utbetalingen av pensjons-midlene til de ansatte. Denne sparingen forklarer også veksten i eierandelen til forsikringsselskapene, siden det har vært populært å kjøpe livsforsikringer som en måte å finansiere pensjoner på.

Det var i hele etterkrigstiden et positivt klima i Storbritannia for oppbyggingen av slike yrkesbaserte pensjonsordninger. Inntil 1960-tallet hadde det statlige pensjonssystemet hatt forholdsvis liten appell, blant annet på grunn av lave utbetalinger. Da staten på 1960-tallet vurderte mer generøse utbetalinger, var imidlertid de private pensjons-ordninger vel etablert og ble fortsatt dominerende i britisk arbeidsliv. Hadde den statlige pensjonsordningen, ifølge Davies og Stapledon (1994), hatt større betydning på et tidligere tidspunkt, er det ikke sikkert at det i samme grad hadde vært rom for de private pensjonsordningene. Skattereglene i Storbritannia oppmuntret

arbeidsgiverne til å sette opp pensjonsfondene som stiftelser uavhengig av selskapene. Dette har bidratt til å redusere interessen for investeringer i eget selskap, noe som er vanlig i Tyskland. Isteden søkte pensjonsfondene investerings-muligheter for de løpende innbetalingene i det øvrige næringslivet i Storbritannia.

Men hvorfor valgte de eksterne pensjonsfondene å investere i aksjer? Dette var tross alt bare en av flere investeringsmuligheter. På grunn av inflasjonen som kjennetegnet britisk økonomi i etterkrigstiden, ble det vurdert som bedre å investere i verdier med høy likviditet, som for eksempel børsnoterte aksjer.

Reguleringen av finansmarkedet i Storbritannia favoriserer fiendtlige oppkjøp. Det er aksjonærene som bestemmer om det skal takkes ja til et tilbud om oppkjøp, ikke ledelsen eller styret. Regelverket hindrer dessuten den sittende ledelsen i å gjennomføre tiltak som i praksis medfører at denne beslutningsmakten tas ut av hendene på aksjonærene.

På slutten av 1980-tallet var det da også, som i USA, en oppkjøps-bølge i britisk næringsliv. På ett år i denne perioden ble opp til 4 prosent av samlet britisk aksjekapital ervervet gjennom oppkjøp eller fusjoner (Franks og Mayer 1994). Gjennom 80-årene var om lag en fjerdedel av oppkjøpene fiendtlige i den forstand at oppkjøpstilbudene innledningsvis ble avvist av ledelsen i målselskapene (Franks og Mayer 1990 og 1994). Halvparten av forsøkene på fiendtlige oppkjøp ble gjennomført. Disse fiendtlige oppkjøpene bidro dermed i prinsippet til å aktivisere trusselen om fiendtlige oppkjøp som en mekanisme for kontroll av ledelsen i selskapene.

Franks og Mayer (1994) reiser imidlertid spørsmålsteget ved den vanlige tolkningen innenfor finansøkonomi om at markedet for foretaks kontroll har som funksjon å rette opp feil hos den sittende ledelsen. De viser for det første til en studie av Martin og McConell (1991). Disse to forskerne fant ingen forskjell mellom disiplinerende (ledelsen skiftes ut etter oppkjøpet) og ikke-disiplinerende oppkjøp når det gjaldt hvilken «premie» (forskjellen mellom tilbyderens pris på aksjene og forventet normalt prisnivå) aksjonærene i målselskapene fikk. De fant dessuten bare svake forskjeller i

aksjekursene på de to typene selskaper før oppkjøp. Franks og Mayer (1994) fikk tilsvarende resultater i en studie de selv gjennomførte av britisk oppkjøp. I deres studie var verken aksjekurs eller utbyttet i selskaper som var mål for fiendtlige oppkjøp, to år før oppkjøpet signifikant forskjellig fra et utvalg selskaper hvor tilbudene ble akseptert. De fant også lite belegg for at skifte av toppledere etter oppkjøp var en reaksjon på dårlig innsats fra lederne. De finansielle resultatene var nemlig ikke noe forskjellig i de to typene selskaper. Men Franks og Mayer (1994) fant at det etter oppkjøp fant sted omfattende omstruktureringer, selv når det ikke var bevis på dårlige resultater. Og det var større slike omstillinger når oppkjøpene var fiendtlige eller førte til utskifting av toppledelsen.

Franks og Mayer (1994) mener dette viser at utskifting av toppledere først og fremst gjenspeiler en uenighet om strategi mellom sittende ledelse og oppkjøper. De tolker disse resultatene dithen at *markedet for foretaks kontroll egentlig er et marked for konkurrerende strategier for selskapenes framtidige utvikling og ikke en mekanisme for å rette opp tidligere dårlige resultater.*

Også andre britiske forskere har reist tvil om betydningen av fiendtlige oppkjøp som en mekanisme for kontroll av selskapenes ledere. Davies og Stapledon (1994) har for eksempel pekt på at oppkjøpstruslene ikke er stabile. Oppkjøpstilbudene finner nemlig sted i sykler, som synes å være lite relatert til sykliske variasjoner i ledelsens resultater og dyktighet. Oppkjøpsbølgen på 1980-tallet så snarere ut til å henge sammen med en plutselig oppmykning av hindringene for finansiering av privat næringsvirksomhet. De har også framhevet at tilbudene om oppkjøp gjerne kommer inn på et relativt sent stadium i en eventuell negativ utvikling i selskapene. Ledernes inkompetanse eller egenmektighet må ha nådd et nivå hvor konsekvensene gir seg til kjenne også gjennom aksjeprisene. Det økonomiske verdifallet som følge av ledernes udyktighet må dessuten være så stort at en mulig oppkjøper kan ha tro på at han vil tjene på overta selskapene, selv etter kostnadene forbundet med overtakelsen. Davies og Stapledon (1994) antar derfor at mange av de fiendtlige tilbudene om oppkjøp ikke bare er motivert av dårlig

lederskap, men også av utsiktene til andre fordeler. Dette kan for eksempel være mulige synergieffekter ved at oppkjøper slår sammen det oppkjøpte selskapet med eget selskap.

For øvrig skapte erfaringene med oppkjøp på slutten av 1980-tallet en endring i opinionen i favør av «intern overvåkning», og et press på aksjonærene til å bruke sin makt overfor selskapene. Det er da et interessant spørsmål i hvilken grad disse eierne fulgte opp disse forventningene.

Men spredningen av eierskapet i de britiske selskapene gir lite insentiv for de enkelte eierne til å ta på seg oppgaven å se ledelsen i kortene. Hva så med de de eierne som sitter på de største aksjepostene, pensjonsfondene, i hvilken engasjerer de seg i driften av de selskapene de investerer i? Det synes å finnes liten empirisk forskning om dette. Det skyldes blant annet at de institusjonelle eierne kontaktes med og initiativ overfor selskapene skjer i «private» møter med den sittende ledelsen. Begge parter har et insentiv til å løse eventuelle uenigheter uten at det kommer til offentlig konflikt.

Som i USA har også i Storbritannia flere observatører hevdet at de institusjonelle investorene egentlig bare har bidratt til kortsiktigheten i aksjemarkedet. Det har de gjort, hevdes det, dels ved å beholde aksjene bare en forholdsvis kort tid av gangen, dels ved å være raske til å akseptere tilbud fra aktører som gjennom oppkjøp forsøker å få kontrollen over bestemte selskaper. I en av de få empiriske studiene av britiske investeringsfond undersøkte Morgan og Morgan (1990) om forvalterne i disse fondene hadde en kortsiktig orientering i sin investeringsatferd. De ble spurt om hvilke forhold som hadde betydning for deres beslutning om å akseptere eller avvise et oppkjøpstilbud på deres aksjer. Det hensyn som ble tillagt størst vekt var de langsiktige mulighetene til det selskapet som var målet for oppkjøpsforsøket. For Morgan og Morgan (1990) tydet dette resultat på at investerings-forvalterne kanskje er mindre kortsiktige enn det som har blitt hevdet i den offentlige debatten.

Britiske forskere har imidlertid inntrykk av at pensjonsfondene tradisjonelt bare i liten grad har blandet seg inn i selskapenes

virksomhet (Davies 1993, Davies og Stapledon 1994). Hvorfor har det vært slik? En grunn er at i mange av pensjonsfondene forvaltes verdiene ikke av fondene selv, men er satt ut på oppdrag til eksterne, spesialiserte aksje-fond. Dette rapporteres å gjelde halvparten av alle pensjonsfondene. En annen grunn er at fondsforvalterne, for å være forsiktige og sikre likviditet, har spredt sine investeringer på et stort antall selskaper. Med en liten administrasjon har fondene i realiteten ikke ressurser til å overvåke alle disse selskapene effektivt. I prinsippet kunne man tenke seg at flere institusjoner kunne dele på kostnadene med å overvåke selskapene. Fondsforvalterne er imidlertid normalt i konkurranse med hverandre om oppdrag, og det er ikke lett å skape kollektiv handling blant aktører som konkurrerer.

Pensjonsfondene og deres forvaltere synes imidlertid å ha blitt mer aktive overfor selskapene på 90-tallet. Informasjon fra ulike hold tyder på at mange institusjonelle investorer i dag har en mer hyppig dialog med de selskapene de har i sin portefølje. I ny og ne griper de også direkte inn når selskapene har vanskeligheter. Men initiativ til utskifting av ledelsen forekommer bare i krisesituasjoner. Britiske forskere tviler imidlertid på om institusjonenes kontroll med selskapene er effektiv (Davies 1993, Davies og Stapledon 1994). At fondsforvalterne så sjelden griper inn og overstyrer den sittende ledelsen tyder, etter deres syn, ikke på at kontrollen er særlig aktiv.

De institusjonelle investorene har derimot engasjert seg langt mer i generelle selskapspolitiske spørsmål. De har særlig vært opptatt av aksjonærenes rettigheter. I flere år kjørte de, med suksess, en offentlig kampanje mot forekomsten av aksjer uten stemmerett. Like lenge har de insistert på at eksisterende aksjonærer skal ha forkjøpsrett når et selskap utsteder nye aksjer for salg. Her har deres press ført til ny lovgivning. De institusjonelle investorene har også lagt vekt på å unngå konsentrasjon av beslutningsmakt i selskapene. De har særlig arbeidet for regelverk som hindrer at rollene som daglig leder og styreleder innehas av samme person og for at styrene i selskapene skal ha et flertall av eksterne styremedlemmer. Disse kravene hadde stor innflytelse på arbeidet i den såkalte Cadbury-komiteen som egentlig hadde som oppdrag å vurdere

selskapenes finansielle rapportering (Cadbury 1993). I sin innstilling presenterte imidlertid komiteen nettopp forslag om organiseringen av styrene som i hovedtrekk var lik kravene fra de institusjonelle investorene. Forskning tyder for øvrig på at institusjonenes press har vært vellykket. I 1993 hadde 77 prosent av de børsnoterte selskapene splittet rollene som styreleder og administrerende direktør. Andelen eksterne styremedlemmer steg fra 36 prosent i 1988 til 41 prosent 1993.

7.3 Eierskap og kontroll i Tyskland

I 1990 var det i Tyskland om lag 2,1 millioner firmaer og av disse var 265 000 selskaper. Størsteparten av de tyske firmaene var små og mellomstore og eid av den som stiftet firmaet, av en familie eller som et partnerskap mellom et lite antall eiere. Bare 1800 av selskapene var juridisk organisert som aksjeselskaper hvor aksjene er omsettelige (Baums 1994). Av disse var igjen bare 450 selskaper børsnotert (Franks og Mayer 1994). Med denne sammensetningen av selskapene i Tyskland, er det som Baums (1994) har pekt på, egentlig misvisende å betegne det tyske eier- og styringssystemet som et bank-orientert system. Bankenes innflytelse i tyske selskaper gjelder bare de store selskapene med et spredt eierskap (se mer om dette nedenunder).

Som i andre vestlige land har det også i Tyskland skjedd vesentlige endringer på eiersiden i de større selskapene. Private hushold har redusert sin eierandel i børsnoterte selskaper fra 27 prosent i 1970 til 17 prosent i 1990 (Baums 1994). I 1990 står isteden «andre firmaer» fram som den mest dominerende eiergruppen med 42 prosent av aksjene i de børsnoterte selskapene i 1990. 14 prosent av aksjene ble eid av utenlandske investorer eller firmaer. I 1990 hadde bankene om lag 10 prosent av aksjene i tyske selskaper. Forsikringsselskaper og pensjons-fond hadde i alt 12 prosent av aksjene.

Private pensjonsfond med meget store aksjeporteføljer, som i England eller USA, finnes ikke i Tyskland. Grunnen til det er at en stor del av pensjonsmidlene forvaltes i bedriftsinterne pensjonsfond.

En del av disse midlene blir investert i selskapene selv. Bare i underkanten av en fjerdel av verdien av de samlede pensjonsforpliktelser i tyske selskaper i 1990 ble forvaltet gjennom eksterne pensjonsfond (Baums 1994).

Det er stor grad av konsentrasjon av eierskapet i de tyske selskapene. I et utvalg store selskaper fant Franks og Meyer (1994) at 85 prosent av selskapene hadde en eier med mer enn 25 prosent av aksjene.

Bankene spiller en spesiell rolle i tyske selskaper, en rolle som ikke umiddelbart kan leses ut av deres eierandeler i selskapene. Bankene stemmer nemlig på vegne av aksjer som er deponert hos dem av klientene, etter skriftlig fullmakt. I en tysk studie viste det seg at i et utvalg av de store aksjeselskapene representerte bankene over 80 prosent av alle aksjene som var representert på generalforsamlingen (Baums 1994). De var således istand til å bestemme og velge medlemmer av det overordnede styret i selskapene. Stemmerettighetene var dessuten i sterk grad konsentrert til de tre største bankene. Bankene kan dermed utøve kontroll og innflytelse over tyske selskaper både som eiere, fullmektiger for småaksjonærer og som kreditorer.

På hvilke måter blir så ledelsen i de tyske selskaper overvåket og kontrollert? En ting er sikkert, markedet for foretaks kontroll er forholdsvis lite utviklet. Det foregår naturligvis omsetning av kontrollandeler, oppkjøp av bedrifter og fusjoner. Men antallet slike transaksjoner var på midten av 80-tallet bare halvparten av antallet overtakelser i Storbritannia (Franks og Mayer 1990). Viktigere er imidlertid at det omtrent ikke finnes fiendtlige oppkjøp i Tyskland. Franks og Mayer (1994) rapporterer at det bare har vært tre vellykkede fiendtlige oppkjøp etter den annen verdenskrig. Hva er grunnene til dette fraværet av fiendtlige oppkjøp?

En grunn er at mange tyske selskaper har stemmerettbegrensninger. Store aksjonærer får bare stemme for eksempel 10, 20 eller 30 prosent av de aksjene de eier. Dette gjør det vanskelig for eksterne oppkjøpere å få kontroll over selskapene. En annen viktig grunn er at de ansatte etter tysk selskapslovgivning er gitt en sterk stilling. I selskaper med over 500 ansatte har de rett

til 1/3 av plassene i det overordnede styret («Aufsichtsrat»). I selskaper med mer enn 2000 ansatte har de ansatte rett til halvparten av styreplassene. Dette betyr at i store selskaper kan de ansattes representanter i praksis blokkere forsøkene fra store eiere på styre selskapene etter eget hode. Dette gjør det antakelig lite fristende å forsøke et fiendtlig oppkjøp. Forekomsten av store eiere og bankenes sterke stilling har også bidratt til å hindre denne typen oppkjøp. Mange store selskaper med spredt eierskap har dessuten eierforbindelser til hver andre gjennom såkalte «Vorschaltsgesellschaften». Dette er små holdingselskaper hvor andre selskaper kan ha eierandeler. Disse holdingselskapene har så selv aksjeposter i børsnoterte selskaper. På den måten kan disse spesialiserte selskapene fungere som hjelpere («hvite riddere») ved forsøk på fiendtlige oppkjøp (Baums 1994).

Aksjonærmøtet (generalforsamlingen) er begrenset til helt grunnleggende beslutninger omkring endring av selskapets vedtekter, god-kjenning av årsberetning, disposisjon av overskuddet, støtte til bestemte strukturelle endringer som fusjoner, og valg av medlemmer til det overordnede styret. Aksjonærmøtet kan imidlertid ikke gi instruksjoner til selskapenes styrer. Ifølge Baums (1994) regnes ikke aksjonærmøtet å være det mest sentrale organet i tyske selskaper.

Tyske firmaer har to styrever, et styre av de viktigste lederne i selskapet og et overordnet styre («Aufsichtsrat»). Dette to-sporete systemet ble etablert allerede i 1870. Det overordnede styret representerer både aksjonærene og de ansatte overfor den daglige ledelsen representert ved lederstyret. Bankene er hyppig representert i dette styret i selskapene. For øvrig er mange av styremedlemmene toppledere i andre bedrifter.

De ansattes sterke stilling i tyske selskaper er et resultat av at tysk lovgivning betrakter de ansatte som medlemmer av firmaene, som en viktig gruppe «stakeholdere». Som følge av dette forventes tyske ledere å ta behørlig hensyn til de ansattes interesser. Etter Baums (1994) syn medfører dette i praksis at ledelsen gis større armslag til å ta beslutninger etter eget hode. Dette forsterkes ved at ledelsen etter tysk lov ikke er forpliktet til å maksimere aksjenes verdi.

Det overordnede styret velger medlemmene av lederstyret, vanligvis for fem år av gangen, og kan si dem opp, men bare dersom styret kan vise til en grunn. Det er lite empirisk kunnskap om hvordan styrene i tyske selskaper opptrer. Det overordnede styret er i prinsippet, som nevnt, ansvarlig for å overvåke og kontrollere lederstyret, men i praksis synes det å fungere mer som en rådgivende komite enn som et over-våkningspanel (Edwards og Fischer 1994). Unntaket er når selskapet har finansielle problemer. Da griper det overordnede styret tyngre inn, i første omgang med å be lederstyret legge fram en plan for restrukturering. Hvis ikke en slik restrukturering hjelper, skjer det ofte at ledelsen skiftes ut.

Det antas i litteraturen at de store bankene, i kraft av sine mange roller overfor selskapene, utøver en forholdsvis stor uformell innflytelse på de disposisjoner og veivalg som tas i selskapene. Det synes imidlertid å være svært lite forskning om hvordan denne innflytelsen utøves i praksis.

7.4 Eierskap og kontroll i Japan

I 1987 var det i japansk næringsliv to millioner selskaper med begrenset ansvar. Av disse var 1931 selskaper børsnotert (Charkham 1994). Omsetningen i disse børsnoterte selskapene utgjorde 29 prosent av den samlede omsetningen i det private næringslivet i Japan. Det har vært store endringer i sammensetningen av eierne i japanske selskaper i løpet av de siste 30–40 årene. I 1960 hadde personlige investorer over 50 prosent av aksjekapitalen i store japanske selskaper. Banker eide 23 prosent av aksjene og andre selskaper 18 prosent. Denne eiersituasjonen var et resultat av en målbevisst spredning av aksjene som ble tvunget gjennom av okkupasjonsmyndighetene etter den annen verdenskrig (Charkham 1994). Før krigen hadde japansk næringsliv vært dominert av et mindre antall konglomerater som ble betegnet som «zaibatsu». Kjernen i disse «zaibatsu» selskapene var et holdingselskap som ble eiet og kontrollert av den opprinnelige grunnleggerens familie (Yasuoka 1984). Dette holdingselskapet kontrollerte så igjen omtrent et dusin selskaper, deriblant en bank,

et forsikringsselskap og et handelsselskap. Til denne kjernegruppen av selskaper var det så tilknyttet en rekke andre selskaper, enten som datterselskaper eller som deleide selskaper.

De familiekontrollerte «zaibatsu» selskapene samarbeidet nært med den japanske krigsmakten. Etter krigen la derfor de amerikanske okkupasjonsmyndighetene vekt på å bygge ned disse familieselskapene gjennom oppbryting av holdingselskapene og spredning av aksjene i de ulike selskapene som inngikk i de enkelte «zaibatsu» klyngene.

På 1960-tallet løsnet den japanske regjeringen på hindringene for utenlandske investeringer i japanske selskaper. De japanske bankene allierte seg da med private industri- og handelsselskaper og sammen økte de sine eierandeler i japanske selskaper for å forhindre at de ble overtatt av utenlandske investorer (Charkham 1994). Som en følge av denne aksjonen var i 1975 bankenes andel av det totale antallet utstedte aksjer i børsnoterte selskaper steget til 35 prosent, og andre selskapers eierandel var steget til 26 prosent. (Hver bank tillates for øvrig å eie bare inntil 5 prosent av aksjene i et enkelt selskap.) Et annet resultat var utviklingen av det systemet for krysseierskap som er et vesentlig kjennetegn ved japansk næringsliv i dag.

Ikke overraskende er det større eierkonsentrasjon i japanske selskaper sammenliknet med selskaper i USA (Prowse 1992)

Et hovedtrekk i japansk næringsliv er forekomsten av særskilte grupper av selskaper, som betegnes som «keiretsu» (sammenslutning). Det er i realiteten to typer «keiretsu», det som av utledninger betegnes som henholdsvis vertikale og horisontale «keiretsu» grupper. De *verti-kale* «keiretsu» gruppene er et system som består av en hovedbedrift, for eksempel Toyota, og et sett av underleverandører som igjen har sine underleverandører. De ulike underleverandørene kan være knyttet til den enkelte (vertikale) «keiretsu» gruppen på mange ulike vis. Disse «keiretsu» gruppene kan være meget store. Hitachi har for eksempel 800 firmaer konsolidert i sitt regnskap og ytterligere over 1000 firmaer tilknyttet som leverandører av ulike produkter og tjenester (Charkham 1994).

De *horisontale* «keiretsu» gruppene består av en gruppe selskaper innenfor ulike bransjer og markeder, ofte med en bank eller et førende industriselskap i sentrum. I Mitsibishu gruppen er det for eksempel selskaper engasjert i blant annet produksjon av gass, kjemikalier, plastprodukter, stål, aluminium, sement, smør, øl, papir, osv. Det er seks slike «keiretsu» grupper. I 1992 ble det anslått at de seks «keiretsu» gruppene til sammen omfattet 188 selskaper som sto for 17 prosent av all kapital og 16 prosent av samlet omsetning i alle de børsnoterte selskapene (Charkham 1994). Tre av «keiretsu» gruppene er nærmest en slags arvtakere etter dominerende «zaibatsu» selskaper fra før annen verdenskrig (Lincoln, Gerlach og Ahmadjian 1996). Dette gjelder for eksempel Mitsibishu, som også eksisterte før den annen verdenskrig, men da som et «zaibatsu» selskap. Selskapene innenfor disse tre gruppene har felles navn på sine merkevarer.

Båndene mellom selskapene innenfor de horisontale «keiretsu» gruppene etableres gjennom to typer relasjoner. På den ene side er de enkelte selskapene knyttet til hverandre gjennom gjensidige økonomiske transaksjoner. Selskapene har lån i gruppens hovedbank, og produksjonsselskapene i gruppen er enten avtakere av hverandres produkter eller leverandører av innsatsvarer. På den annen side har selskapene styrings- og kontrollrelasjoner seg i mellom ved at de eier større aksje-poster hos hverandre og har representanter i hverandres styre. Eier-relasjonene er stabile. Aksjeposter i de andre selskapene selges svært sjelden utenfor gruppen.

En særskilt institusjon i styringssystemet innenfor «keiretsu» gruppene er det som kalles «shacho kai». Dette er et råd av topplederne i de enkelte selskapene som møtes regelmessig (Lincoln, Gerlach og Ahmadjian 1996). Det er visstnok lite kjent hva som foregår i disse møtene. Institusjonen «shacho kai» ses imidlertid primært som en en løs og frivillig sammenslutning som symboliserer og støtter identiteten til gruppen som helhet, men som selv i minimal grad blander seg inn i beslutningene i de enkelte selskapene. De selskapene som deltar i «shacho kai» rådet synes å utgjøre en indre kjerne i de enkelte «keiretsu» gruppene. I tillegg

er en rekke andre selskaper i varierende grad knyttet til hver av «keiretsu» gruppene, hvor variasjonene bestemmes av andelen transaksjoner som hver av selskapene har med gruppen og andelen gjensidig eierskap. «Shacho kai» selskapene er typiske både større og har hatt en lenger og sterkere tilknytning til «keiretsu» gruppene enn disse øvrige selskapene.

Med det stabile eierskapet innenfor de ulike foretaksgruppene er de enkelte selskapene beskyttet mot fiendtlige oppkjøp. Slike oppkjøp er følgelig svært sjeldne. Overvåkingen og kontrollen med de enkelte selskapene skjer isteden innenfor den enkelte «keiretsu» gruppen. Mange forskere og observatører tillegger bankene en sentral rolle i denne kontrollen (Aoki 1990). Selv om selskapene innenfor hver «keiretsu» gruppe kan ha lån i flere banker, er det likevel innenfor hver gruppe en hovedbank («the main bank»). Denne banken kjennetegnes av å ha aksjeposter opp mot 5 prosents grensen i de enkelte selskapene i gruppen og er samtidig selskapenes viktigste bankforbindelse når det gjelder kontanthåndtering og kreditter. Når ny finansiering skaffes tilveie av en gruppe banker, står hovedbanken som lånekonsortiets representant overfor selskapet og er ansvarlig for tett oppfølging av dets virksomhet.

Men normalt synes hovedbankene likevel i liten grad å blande seg inn i selskapenes løpende drift. De deltar verken i utvelgelsen av nye ledere eller i utformingen av selskapenes politikk. Så lenge det går bra med selskapene, blir en ny toppleder i stor grad valgt ut av den avtropp-ende toppleder blant de seniorlederne som arbeider innenfor selskapene. Dette skjer i nær halvparten av tilfellene (Charkham 1994). Avtropp-ende toppleder blir gjerne leder i selskapets styre. Heller ikke styrings-organene i selskapene synes å bli benyttet som noe aktivt instrument for eiernes styring av selskapene. Generalforsamlingen har i hovedsak en seremoniell karakter (Charkham 1994). Styret består i hovedsak av personer som arbeider i selskapet selv. Bare en fjerdedel av styremedlemmene er eksterne. Disse eksterne styremedlemmer kommer fra hovedbanken og de andre selskapene i gruppen. Selskapets toppleder velger selv ut de interne styremedlemmene. Også

styremøtene har en seremoniell karakter. Substansielle diskusjoner skjer sjelden.

Eierne synes bare å gripe inn når selskapene kommer i store vanskeligheter. Da kommer både hovedbanken og de andre selskapene til unnsetning. I slike tilfelle er det hovedbanken som tar ansvaret for ulike redningsoperasjoner, som kan omfatte alt fra refinansiering, endring av strategiske planer, til utskifting av ledere og reorganisering av selskapet (Aoki 1990). Like viktig er, som Lincoln, Gerlach og Ahmadjian (1996) har pekt på, at de andre selskapene i slike faser justerer sine egne kontraktsbetingelser med det problemrammede selskapet. Dette kan for eksempel skje ved at de selger sine egne produkter billigere til det aktuelle selskapet, betaler mer for eller kjøper mer av dette selskapets varer, eller forlenger eventuelle varekreditter. Hovedbanken og de øvrige selskapene i gruppen kan, om nødvendig, bruke sin makt som långivere og eiere til å tvinge gjennom eventuelle endringer. Vissheten om denne makten vil i seg selv kunne være et insentiv for lederne i de enkelte selskapene til å strekke seg for å unngå økonomiske problemer.

Bankenes sterke stilling i overvåkingen og kontrollen av selskapene har fått mange forskere til å beskrive det japanske systemet for «corporate governance» som et «main bank» system. Lincoln, Gerlach og Ahmadjian (1992) hevder at dette er et for unyansert syn. De peker for det første på at det i enkelte av «keiretsu» gruppene ikke er hoved-banken, men et industri- eller handelsselskap som er det dominerende selskapet innenfor gruppen. For det andre deltar, som vist ovenfor, alle selskapene i gruppen på ulike måter i redningsoperasjonen, ikke bare hovedbanken. Gilson og Roe (1992) har dessuten vist at alle selskapene i en «keiretsu» gruppe, gjennom sine gjensidige forretningstransaksjoner, bidrar til å overvåke den økonomiske tilstanden i de andre selskapene.

Et sentralt tema i forskningen om det japanske «keiretsu» systemet har vært hvilken økonomisk betydning eller «funksjon» det har. Dette temaet har vært formulert på ulike måter, dels som et spørsmål om formålet med systemet, dels som et spørsmål om systemets økonomiske virkninger for de enkelte medlemmene og

for økonomien som helhet. Teoretisk kan en skille mellom de hensiktene og motivene aktørene opprinnelig hadde da «keiretsu» systemet ble utviklet, og de formål systemet har i dag, dvs. hva aktørene ser som fordeler med å opprett-holde systemet. Dette skillet gjøres sjelden i litteraturen. Som vi så ovenfor, synes aktørene opprinnelig å ha vært primært opptatt av å bygge opp et system som kunne hindre oppkjøp av japanske selskaper fra utenlandske investorene. De teorier om systemets betydning som har vært lansert i de siste årene, later derimot til å fokusere mer på hvilke interesser eller hensyn systemet tjener i dag, dvs. hvilke virkninger aktørene ønsker å oppnå.

I litteraturen har jeg funnet fem ulike syn på hvilken betydning «keiretsu» systemet har hatt i de siste to tiårene:

- (i) Ett syn er at «keiretsu» gruppene er et instrument for å maksimere selskapenes gevinster gjennom tilnærmet monopol i ulike markeder. Dette er et syn som for eksempel synes å ligge til grunn for Cutts (1992) beskrivelser og analyse av «keiretsu» gruppene som en slags karteller. Han viser hvordan det på en rekke ulike sektorer i japansk næringsliv er karteller som tilstreber monopol eller kontroll over en størst mulig del av det aktuelle markedet. Han viser at eksistensen av disse kartellene blant annet har som konsekvens at japanske forbrukere må betale langt mer for bestemte varer og tjenester enn forbrukere i andre land. Denne teorien har kanskje ikke like sterk relevans i de sektorer og markeder der «keiretsu» gruppene møter hard konkurranse. Dette gjelder for eksempel på en rekke internasjonale markeder. Og selv innenfor Japans grenser er det i visse markeder en sterk konkurranse mellom de enkelte «keiretsu» gruppene (Gilson og Roe 1992).
- (ii) Et annet syn er at de gjensidige forretningsforbindelsene og eier- og kontrollrelasjonene innenfor «keiretsu» gruppene bidrar til økt effektivitet og økte økonomiske gevinster for alle deltakerne i gruppen. Gilson og Roe (1992) peker på at moderne produksjon krever at ulike aktører (leverandører, produsenter, avtakere, långivere) gjør langsiktige investeringer

i sine gjensidige rela-sjoner. Disse relasjonsspesifikke investeringer åpner imidlertid for opportuniste, ved at de enkelte deltakerne utnytter de andres forpliktende samarbeid til å sikre seg selv bedre forretningsvilkår. De gjensidige eier- og lånerelasjonene gir et ris bak speilet til å forebygge slik opportuniste. De mange gjensidige forretnings-transaksjonene gir dessuten grunnlag for en løpende og kostnads-besparende overvåkning av de enkelte selskapene.

- (iii) Japanske selskaper hadde inntil slutten av 1980-tallet høy gjelds-grad. Bankene var derfor ganske sterkt risikoutsatt. Bankenes engasjement gjennom eierposter og styrerepresentasjon har derfor vært sett som en strategi for å redusere denne risikoen gjennom tett overvåkning og kontroll av låntakerne. Ut fra et slikt perspek-tiv blir dermed «keiretsu» gruppene først og fremst et system av bank-kunde relasjoner. Utviklingen i «keiretsu» systemet siden slutten av 80-tallet gir en viss støtte til dette synet. Etter 1985 skjedde det en deregulering i kredittsystemet i Japan, og sel-skapene fikk tilgang på ny kapital i et raskt voksende obligasjons- og aksjemarked. Det førte til at gjeldsgraden i selskapene gikk ned og dermed avhengigheten av bankene. Enkelte observatører har hevdet at dette har bidratt til å løsne opp og svekke «keiretsu» gruppene (Prowse 1992).
- (iv) Lincoln, Gerlach og Ahmadjian (1996) hevder, i motsetning til de to første teoriene, at «keiretsu» nettverkene primært er et system for å redusere medlemmenes risiko for økonomisk tilbakegang og konkurs. Løpende justeres kontraktsvilkårene for å ta hensyn til de selskapene i gruppen som har størst vansker. Og når et medlem kommer i akutte vansker bidrar alle de andre selskapene med ressurser for å bringe det på fote igjen. Som nevnt foran, kan denne hjelpen blant annet bestå i at det problem-rammede firmaet gis spesielt gunstige betingelser i de gjensidige forretningstransaksjonene. Dette

innebærer at «keiretsu» gruppene «skattelegger» de sterkeste firmaene for å kunne forbedre situasjonen i de svakere selskapene. Ved på denne måten å utjevne de økonomiske resultatene mellom medlemmene bidrar gruppene til å styrke sin evne til å overleve økonomisk. For å etterprøve sin teori sammenliknet Lincoln, Gerlach og Ahmadjian (1996) de økonomiske resultatene i henholdsvis «keiretsu» selskaper og uavhengige selskaper. De fant at selskaper som tilhørte en «keiretsu» gruppe hadde lavere overskudd enn uavhengige selskaper. De fant også at det var større variasjon i inntjeningen i uavhengige selskaper enn i «keiretsu» selskapene, noe som også framkom i en studie av Prowse (1992). Begge funnene tolket de som en bekreftelse til sin teori om «keiretsu» gruppene som en slags forsikringsordning eller sikkerhetsnett mot økonomiske tilbakeslag. De fant for øvrig at omfordelingsvirkningene var sterkere når det empiriske målet for «keiretsu» medlemskap var grad av forretningsmessig tilknytning enn når målet var omfang av gjeld til gruppen. Forfatterne så dette resultatet som en indikasjon på at «keiretsu» gruppene er noe mer bankdominerte nettverk (jf. pkt. iii foran).

- (v) Aoki (1990) peker på at «keiretsu» systemet er en forutsetning for at de særegne japanske systemene for arbeidsorganisering, ansettelse og karriere skal fungere. I arbeidsorganiseringen delegeres mye ansvar til de enkelte arbeiderne og en stor del av koordineringen mellom de enkelte delene av produksjonen skjer uformelt på et horisontalt nivå mellom arbeiderne. Denne organiseringen krever store investeringer i opplæring av de ansatte, både fra bedriften og de ansattes side. For eksempel tar det lang tid og mye praktisk erfaring før de ansatte behersker arbeidsformene og rutinene i den uformelle samordningen. For at de ansatte skal være villige til å investere i slike bedriftsspesifikke kvalifikasjoner må de kunne stole på at de får en rimelig avkastning av sine investeringer. Som avkastning tilbyr selskapene livslang

ansett-else og gunstige pensjoner og utsiktene til bedriftsintern karriere basert på de ansattes kompetanse og erfaring. Men disse belønningssystemene forutsetter at de ansatte kan gå ut fra at løftene om karriere og livslang ansettelse faktisk vil bli innfridd en gang i framtiden. Dette gjør det nødvendig at selskapene er stabile, at de fortsetter å eksistere over tid. «Keiretsu» systemet bidrar til å skape denne stabiliteten, både Eiermessig og finansielt.

7.5 Forskjeller og likheter mellom de nasjonale systemene for eierskap og kontroll

De fire landene som har blitt beskrevet i det foregående, har alle, som Schleifer og Vishny (1997) har pekt på, reguleringer som gir investorer en rimelig god beskyttelse. I alle fire landene ser vi også at institusjonelle eiere har blitt den dominerende eiergruppen i det private næringslivet. For øvrig er det store forskjeller mellom systemene for eierskap og kontroll i disse landene. Aksjemarkedet er langt større i USA og Storbritannia enn i Tyskland og Japan. I begge de to første landene har det i perioder vært et stort antall fiendtlige oppkjøp, mens denne type oppkjøp nesten ikke finnes i tysk og japansk næringsliv. Det er langt større konsentrasjon på eiersiden i tyske og japanske enn i amerikanske og britiske bedrifter. Det varierer også hva slags institusjoner som dominerer på eiersiden. Som vist er det i USA og Storbritannia pensjonsfond som er de største aksjonærene i selskapene. I Tyskland er det andre foretak og banker som er de viktigste eierne. I Japan er det finansinstitusjoner og andre selskaper. I Tyskland har dessuten de ansatte en langt sterkere stilling i selskapene gjennom sin lovfestede representasjon i selskapenes overordnede styre. Slike rettigheter har ikke de ansatte i USA og Storbritannia.

Hva kan forklare disse forskjellene? Den komparative forskningen om slike nasjonale forskjeller synes foreløpig å være lite utviklet. De forskningsbidragene som hittil har blitt levert, har alle først og fremst konsentrert seg om å beskrive likhetene og forskjellene. Men rundt om i litteraturen finner en likevel enkelte

forslag til forklaringer av eller teorier om hvorfor landene har så forskjellige systemer for «corporate governance». Jeg skal i det følgende kort presentere disse forklaringene uten å forsøke på noen nærmere vurdering av dem.

Schleifer og Vishny (1997) har antydnet at viktige trekk ved de nasjonale systemene for eierskap og kontroll henger sammen med hvor god rettslig beskyttelse minoritetsaksjonærene i de enkelte landene har. Utilstrekkelig beskyttelse av disse minoritetsaksjonærene vil ifølge de to forfatterne føre til at aksjemarkedene blir små og at selskapene isteden får store og stabile eiere. Av samme grunn ser de dominansen av familiebedrifter i mange land i den tredje verden som et uttrykk for den manglende beskyttelsen av eksterne investorer i disse landene. Dette er i tråd med Pollacks (1985) økonomiske teori om familiebedrifter. Han peker på at relasjonene innenfor en familie er preget av langsiktighet, nærhet, altruisme og lojalitet. Dette motiverer til å gi et bidrag til familiens felles aktiviteter uten tanke på kortsiktige gjen-ytelser. Dette reduserer også fristelsene til å lure seg unna. Innenfor en familiebedrift skaper dette grunnlag for tillit og forutsigbarhet. Familie-bedrifter vil derfor, ifølge Pollack (1985), særlig ha sin styrke i om-givelser preget av liten tillit. I sosialt og økonomisk turbulente samfunn vil dermed familiebedrifter kunne fungere bedre enn andre typer bedrifter.

Som Bergløf (1997) har pekt på, vil selskapenes kilde til finansiering, gjennom lån eller utstedelse av aksjer, kunne ha stor innvirkning på utformingen av eier- og kontrollsystemet i et land. Schleifer og Vishny (1997) viser at aksjer er det beste finansieringsinstrumentet når gjelds-kontrakter er vanskelige å håndheve. Dette gjelder for eksempel når det ikke er håndgripelige verdier som kan brukes som sikkerhet for lån, og når kontantstrømmen i de nærmeste årene er for liten til å betjene et lån. Dette innebærer at unge firmaer og kunnskapsbedrifter med få håndfaste verdier i større grad vil finansiere seg gjennom utstedelse av aksjer enn gjennom lån. En vil derfor særlig kunne observere finansiering gjennom aksjer og eierskap i raskt voksende økonomier og i økonomier med et stort antall unge firmaer eller med et stort

innslag av kunnskaps-bedrifter. I modne økonomier vil selskapene typisk isteden benytte bankfinansiering, eller finansiere investeringer fra eget overskudd. Disse forskjellene kan blant annet påvirke størrelsen på aksjemarkedet i et land.

Bergløf (1997) mener at karakteren til et lands rettssystem legger vesentlige føringer på utformingen av eierskapet i landets økonomi. Han skiller mellom «common law» og «civil law» systemer. I det første systemet utvikles loven primært av domstolene, som i USA og Storbritannia. I det andre systemet utvikles den av lovgivere og juridiske forskere i den romerske rettstradisjonen. Dette systemet finner en særlig på kontinentet i Europa (Tyskland og Frankrike). Bergløf (1997) mener disse forskjellene har påvirket og gjenspeiles i selskapslovgivningen. Han hevder at «common law» tradisjonen har ført til en selskaps-lovgivning hvor firmaet eller selskapet beskrives som den rettslige enhet og hvor den sentrale relasjonen er mellom firmaet og dets investorer. Sivilrettssystemet har derimot ført til en større vekt på selve de fysiske enhetene i firmaene, fabrikkene med bygninger og utstyr. Denne rettslige tilnærming åpner for et bredere syn på hvem de relevante interessenter eller «stakeholders» i firmaene er.

Franks og Mayer (1994) foreslår at det varierer mellom ulike typer produksjon hvilke fordeler som tilbys av henholdsvis et tysk og et anglo-amerikansk eier- og kontrollsystem. De mener det anglo-ameri-kanske systemet passer best når forretningsvirksomheten dreier seg om subjektive vurderinger av framtidige muligheter og der vurderinger av ansattes og ledelsens kvaliteter er av mindre betydning. De antar derfor at den anglo-amerikanske modellen vil være forbundet med mer spekulativ forretnings- og produksjonsvirksomhet, som for eksempel leting etter olje, bioteknologi og farmasøytisk produksjon. Det kontinentale systemet er derimot mer overlegent ved standard industriproduksjon hvor det er kjente kvalifikasjoner som kan overføres fra et firma til et annet. De sier at det derfor kanskje ikke er tilfeldig at ulike lands komparative fortrinn innenfor ulike bransjer synes å henge nært sammen med ulike systemer for eierskap og styring av store foretak. Men Franks og Mayer (1994)

innrømmer at årsakskjeden naturligvis kan være motsatt. Det tyske systemet kan for eksempel ha blitt utviklet som et resultat av i hvilke typer produksjon landet har hatt komparativ styrke.

Flere forskere har pekt på at utformingen av systemet for eierskap og kontroll i et bestemt land er sterkt preget av den politiske prosess og av fordelingen av politisk makt. Roe (1994a) har vist hvordan viktige særpreg ved systemet i USA, særlig bankenes svake stilling på eiersiden i selskapene, henger sammen med den rådende politiske kultur i forrige og begynnelsen av dette århundret. USA var, og er fremdeles, sterkt preget av det en kan kalle en pluralistisk politisk kultur med vekt på maktspredning og maktbalanse. Lovgiverne og politikerne i kongressen var sterkt opptatt av å forhindre opphopning av makt i samfunnet, for eksempel gjennom monopoler i næringslivet. Bankene hadde allerede på den tiden en sterk stilling i næringslivet. Lovgiverne fryktet at deres makt kunne bli for dominerende dersom de også fikk adgang til å ha eierandeler i private selskaper.

Grundfest (1990) har pekt på at private selskaper i USA ikke er en «kontraktsmessig tilstand», som enkelte teoretikere har beskrevet dem. De er snarere rettslige konstruksjoner skapt av de enkelte statene i USA. De reguleres av intrikate regler som er vedtatt som resultat av en politisk prosess i de enkelte statene. Politikernes vurdering av styringsutfordringene i private selskaper preges av deres oppfatning av hvordan ulike løsninger virker inn på viktige velgergrupper, som f.eks. ansatte eller lokalsamfunn. Ledelsen i selskapene i en bestemt stat kontrollerer fabrikker og arbeidsplasser i de områdene som lovgiverne og politikerne henter sine stemmer. De bidrar samtidig med økonomiske midler til politikernes valgkampanjer. Investorene er derimot geografisk spredt og står overfor store problemer med å koordinere seg og bli enige. De har derfor problemer med å organisere og uttrykke seg politisk og påvirke den politiske prosess. Denne ulikhet i politiske handlingsmuligheter mellom lederne i selskapene og investorene har ført til at den første gruppen i stor grad har fått gjennomslag for sine interesser i selskapslovgivningen i de enkelte statene, på bekostning av investorenes og aksjonærenes interesser.

Foran viste jeg at særlig forskjellen mellom Storbritannia og Tyskland også har sammenheng med hvordan privat pensjonskapital forvaltes i samfunnet. Dette er et tema som har blitt oversett i mange av de øvrige bidragene innenfor forskningen om «corporate gover-nance».

Økonomiske konsekvenser

Hvilke økonomiske konsekvenser har så disse forskjellene mellom de enkelte landenes systemer for eierskap og kontroll? Det er vanskelig å si noe sikkert om dette. Som Schleifer og Vishny (1997) peker på, har hver av systemene både fordeler og ulemper. Det tyske eier- og styringssystemet har på sin side den fordelen at ledelsen løpende blir påvirket av tålmodige og kunnskapsrike investorer. Men det er usikkert hvor pågående disse investorene er og dermed hvor effektiv kontrollen med de daglige lederne er. I internasjonale økonomiske magasiner som *Economist* har det dessuten vært hevdet at det tyske systemet gjør det vanskelig få til større omstillinger i bransjer og mellom foretak. Foretakene er så omkranset av ulike interessenter og «stakeholdere» at det kan forhindre tilpasninger som krever at noen av disse interessent-ene må ta tap.

Bhide (1994) har framhevet at det amerikanske systemet for «corporate governance» fører til en antagonistisk avstand mellom aksjo-nærer og ledere. Systemet hindrer aksjonærene i å engasjere den daglige ledelsen i åpne dialoger og i å bidra med informert og kompetent over-våkning og rådgiving. Dette tilskynder dyktige ledere til å neglisjere sine plikter som tillitsmenn og ødelegger dermed de langsiktige interes-sene både til selskapene og aksjonærene. Andre hevder at særlig de fiendtlige oppkjøpene fremmer korte tidshorisonter hos ledelsen og dermed svekker den langsiktige effekten av de investeringer som gjøres (Blair 1995). Det har også vært framhevet at mange av oppkjøpene mer har som formål å gi oppkjøperne raske gevinster og egentlig ikke bidrar til utvikle produksjonen i målselskapene. Eller oppkjøpene kan være

motivert av ønsket om skattereduksjoner. Dessuten er de et meget kostbart virkemiddel for å sikre at ledelsen tar hensyn til aksjonærenes interesser (OECD 1996). På den annen side er det flere forskere som hevder at oppkjøpene har bidratt til at den amerikanske økonomien på 80-tallet gikk gjennom en mer radikal og muligens mer effektiv omstrukturering enn økonomiene i Japan og Europa. Blant annet førte de fiendtlige oppkjøpene til at flere store og tungdrevne konglomerater ble stykket opp og den gjenværende produksjonsvirksomheten konsentrert i mer målrettede og effektive enheter. Disse konglomeratene var bygget opp som rene imperier i de to foregående tiårene. Som følge av dette har amerikanske selskaper på 90-tallet gjenvunnet sin konkurransevne (Schleifer og Vishny 1997, OECD 1996).

Etter fleres mening har imidlertid både det japanske, det kontinentaltyske og det angloamerikanske systemet, sammenliknet med det en finner i resten av verden, klare positive sider, særlig når det gjelder beskyttelse av investorene i aksjemarkedet. Studier av Kaplan (1994a,b) tyder dessuten på at eier- og kontrollsystemene i henholdsvis Japan, Tyskland og USA er like gode (eller dårlige) til å korrigere ledere som mislykkes i sin gjerning. Kaplan undersøkte for det første sannsynligheten for at toppledere blir skiftet ut ved større problemer i selskapene. Han fant ingen forskjell i sannsynligheten for slik oppsigelse mellom selskaper i Japan, Tyskland og USA. Det var heller ingen forskjell mellom landene i effekten av økonomiske vansker på ledernes lønn. Men Kaplan har vist at det varierer mellom landene hvordan utskiftingen av lederne finner sted. I Japan foregår dette ved at selskapets hovedbank griper inn. I USA skiftes ledere ut etter inngrep fra store aksjonærer eller et fiendtlig oppkjøp.

Dilemmaer

Den internasjonale litteraturen viser at utformingen av systemene for eierskap og kontroll i det private næringslivet gir opphav til flere dilemmaer eller målkonflikter. Enkelte eksempler på slike dilemmaer skal gis i det følgende.

Det er allmenn enighet om at store eiere har best forutsetninger og motivasjon for å overvåke den daglige ledelsen i et selskap. For at det skal være tilgang på slike eiere kan det være nødvendig at et samfunn gir muligheten for at bestemte aktører kan samle opp store mengder kapital, enten i form av store private formuer eller i form av pensjonskapital som kan investeres i private selskaper. Begge muligheter kan komme strid med andre hensyn i et samfunn. Oppbyggingen av store private firmaer kan gjøre det nødvendig med et skattesystem eller skatteregler som kolliderer med politiske målsetninger om for eksempel omfordeling. Oppsamling av pensjonskapital som settes inn i næringslivet kan tilsvarende kreve en satsing på private pensjonsopplegg, som kan bryte med en politisk prioritering av offentlige pensjonsordninger.

Frambringelsen av sterke eiere kan imidlertid også skje ved at selskapslovgivningen tillater selskapene å ha vedtekter som gir utvalgte eiere privilegerte stemmerettigheter. Dette kan for eksempel gjøres i form av ulike aksjeklasser (A- og B-aksjer) med ulik stemmeandel på generalforsamlingen. Slike ordninger gir muligheter for at de aksjo-nærene som har de privilegerte aksjene kan ha stor innflytelse i selskapene uten nødvendigvis å ha svært store aksjeposter. Slike differensierte stemmerettigheter har for eksempel vært meget vanlig i svensk næringsliv. Skog (1994) anslo at 80 prosent at alle selskaper som var notert på Stockholm børs

hadde aksjeklasser med ulik stemmerett. Men slike vedtekter strider mot det grunnleggende prinsippet om én aksje – én stemme, dvs. at alle eiere skal ha like store muligheter til å påvirke de større beslutningene i et selskap. Et slikt system kan dessuten gjøre det mindre fristende for en del investorer å plassere sine penger i de aktuelle selskapene. Dette vil isåfall kunne redusere tilgangen på risiko-kapital over børsen og redusere likviditeten i aksjemarkedet. Skog (1994) hevder imidlertid at svenske investorer ikke har vist noen påtakelig motvilje mot å kjøpe aksjer med begrensede stemmerettigheter.

Som jeg har vist foran, har det i enkelte land vært ytret håp om at institusjonelle investorer, særlig pensjons- og aksjefond, som de faktisk største eierne i private aksjeselskaper, skal opptre mer aktivt i eierrollen. Men utøvelsen av aktivt eierskap kan kreve at de institusjonelle eierne er stabile på eiersiden i de aktuelle selskapene. Et konstruktivt eierskap kan også kreve at eierne har førstehånds kjennskap til selskapene gjennom nær kontakt og oppfølging, for eksempel gjennom deltakelse i selskapenes styre. Eierstabilitet og deltakelse i den løpende styringen av selskapene kan imidlertid, som vist, kollidere med ønsket om å beskytte innskyterne. For å sikre en rimelig avkastning på fondsmidlene og forhindre for store tap legges det stor vekt på at fondene skal redusere risikoen ved å spre sine investeringer på et større antall selskaper. Av samme grunner tilstrebes det at fondene til enhver tid skal kunne selge seg ut av og kjøpe seg inn i selskaper, avhengig av priser og utsikter i selskapene. Dette gjør det svært vanskelig å forplikte seg til den eierstabilitet og oppbygging av kompetanse som er nødvendig for å kunne opptre som en god eier.

Store eiere vil, som påvist av Schleifer og Vishny (1997), kunne styre selskapene på måter som er til ulempe for minoritetsaksjonærer. Rettslig beskyttelse av de mindre aksjonærene er derfor viktig. Men denne beskyttelsen kan bli så streng at store eieres interesse i å innta kontrollposisjoner blir redusert. Et eksempel på dette kan være strenge krav til åpenhet og informasjon fra selskapene, som for både ledelse og store eiere kan oppleves å frata dem strategiske fordeler i selskapenes produktmarkeder.

I flere land har stemmerettsbegrensninger vært benyttet som et middel til å beskytte minoritetsaksjonærer, dvs. at en stor aksjonær bare får stemme for en begrenset prosent av sine aksjer. Denne type begrensninger har dessuten ofte vært benyttet som hinder for fiendtlige oppkjøp. Ulempen ved slike ordninger er at selv nye eiere som har kjøpt seg opp gjennom «vennlige» oppkjøp, kan bli hindret fra å innta en posisjon i selskapet som sikrer kontroll over den daglige ledelsen.

Det er et dilemma mellom ønsket om nasjonal kontroll i næringslivet og et ønske om en best mulig tilgang på investeringer fra utenlandske investorer. I mange land legges det stor vekt på at viktige deler av næringslivet skal være under nasjonal kontroll. Dels kan det være ren nasjonal stolthet som ligger til grunn for en slik politikk. Like viktig er at en i mange land har erfart at viktig kompetanse forsvinner ut av landet dersom bedrifter kjøpes opp og hovedkvarterene i selskapene flyttes til andre land. Det er dessuten, som sentrale informanter har påpekt overfor undertegnede, ofte lettere å gjøre forretninger med aktører som holder til i samme land. En ser da også at det i mange land er en rekke mer eller mindre sinnrike konstruksjoner som hindrer at private selskaper kan kjøpes opp av utenlandske bedrifter. Dette gjelder både Frankrike, Japan, Sverige og Tyskland. Krysseierskap, pyramidale eierstrukturer (holdingselskaper eier aksjeposter i selskaper som igjen eier aksjeposter i nye selskaper, osv.), stemmerettsbegrensninger, banker som eiere, utstrakt styrerepresentasjon for ansatte, – er alle eksempler på slike ordninger.

Slike ordninger kan imidlertid bidra til å redusere tilgangen på utenlandsk kapital. Utenlandske investorer kan nemlig vegre seg for å skyte kapital inn i de nasjonale selskapene med mindre de får adgang til å erverve aksjeposter som gir reell innflytelse i selskapene. Tilsvarende kan muligheten for at store nasjonale selskaper kjøper opp bedrifter i andre land være avhengig av at det ikke er restriksjoner mot samme type oppkjøp i det hjemlige næringslivet.

Noen kritiske kommentarer

Som allerede antydnet ovenfor, er litteraturen om «corporate governance» preget av enkelte mer eller mindre eksplisitte forutsetninger og av bestemte valg av fokus for oppmerksomheten. Valg av forutsetninger og fokus har ført til at litteraturen etter mitt syn har visse mangler og svakheter som jeg skal diskutere nærmere i det følgende.

10.1 Personlig-, familie- og statlig eide selskaper

«Corporate governance» handler først og fremst om de selskaper hvor det faktisk er et skille mellom eierskap og kontroll. I praksis har dette ført til at mange av forskerne i de enkelte landene i stor grad har konsentrert oppmerksomheten om det lille sjiktet av børsnoterte selskaper. Men som vist foran, er ikke eier- og styringsforholdene i de børsnoterte selskapene representative for den store massen av ikke noterte, som regel små og mellomstore bedrifter. Disse bedriftene eies enten av sine grunnleggere, av grunnleggerens familie, i et partnerskap mellom grunnleggeren eller hans familie og profesjonelle investorer, eller som rene partnerskap mellom en mindre gruppe forretningsutøvere. Selv om de (oftest) store børsnoterte selskapene omfatter en stor del av verdiskapningen i en nasjonal økonomi, er det likevel mange av de mindre bedriftene meget dynamiske. For eksempel har mange framhevet den tyske «Mittelstand» av små og mellomstore bedrifter som selve grunnfjellet og motoren i tysk økonomi. I en stor del av disse bedriftene deltar eieren (eierne) selv i den daglige ledelsen. En finner dermed ikke det rendyrkede skille mellom eierskap og

kontroll som er selve forutsetningen for mye av «corporate governance» forskningen. Men også her er spørsmål omkring eierskap og kontroll av betydning for bedriftenes økonomiske velbefinnende og utvikling. Slike spørsmål vil nærmere behandles nedenunder i kapittel 11.

Mesteparten av litteraturen om «corporate governance» handler om helt private selskaper. Men i flere land er, eller har staten på ulike vis vært tungt inne på eiersiden i næringslivet. I Europa er Norge og Frankrike eksempler på land hvor staten har hatt store eierinteresser i private selskaper. Staten som eier har imidlertid vært lite påaktet innenfor «corporate governance» forskningen. Overgangen til privat eierskap og mer markedsstyring i de østeuropeiske landene og den økonomiske veksten i Asia har imidlertid gitt større interesse for dette temaet, jf. for eksempel Schleifer og Vishny (1997).

10.2 Ansatte leders opportunistisme

Som vist foran, er et hovedpremiss for forskningen om «corporate governance» at ansatte ledere uten kontroll fra sine eiere er troende til disposisjoner, for eksempel imperiebygging, som verken tjener aksjo-nærene eller økonomien som helhet. Særlig i USA har slik opportunistisme vært dokumentert i flere empiriske undersøkelser (se også Eisenhardt 1989). Det er få tilsvarende studier i Europa. Dette premisset har imidlertid til tider nesten fått en aksiomatisk karakter. Det er derfor grunn til å spørre om hvilken rekkevidde det har. Gjelder forutsetningen om ansatte lederes tilbøyelighet til opportunistisme i alle situasjoner hvor eiernes kontroll er fraværende? Kan det ikke for eksempel tenkes at ledernes orientering og atferd påvirkes av og dermed varierer med nasjonale forskjeller i vekt på ansvar og lojalitet overfor aksjonærene? Det er dessuten selv i USA eksempler i forskningen på at toppledere har opptrådt uegennyttig for å øke et selskaps verdi og inntekter. I en studie av (riktignok) advokatfirmaer har for eksempel Gilson og Mnookin (1985) vist at flere ledende firmaer var kjennetegnet av en ikke-opportunistisk kultur. Denne kulturen var skapt av sterke ledere som hadde gitt

avkall på store personlige inntekter til fordel for å bygge firmaet som institusjon med et solid renommé i markedet.

Dersom ansatte lederes opportunisme er variabel, blir det interessant å kartlegge under hvilke betingelser de kan ventes å være lojale overfor sine eiere. Tilsvarende vil det være nyttig å undersøke når det er fare for at topplederne forfølger mål som verken aksjonærer eller selskapet er tjent med. Som vist foran, mener enkelte forskere at mange av oppkjøpene under oppkjøpsbølgen på 80-tallet i USA ble stimulert av at tilgangen på kapital ble forbedret gjennom en rekke nye finansielle instrumenter (som for eksempel «junk bonds»). (Se imidlertid nedenunder om Blairs (1985) alternative teori om oppkjøpsbølgen i amerikanske næringsliv på 80-tallet). Kapitaltilgangen kan således være en faktor som utløser eller muliggjør lederes trang til imperiebygging. En annen faktor kan være rådende moteretninger innenfor lederfilosofi og strategisk tenkning. Det så for eksempel ut som om mange av oppkjøpene og fusjonene i det norske aksjemarkedet på 80-tallet hentet sin inspirasjon fra det som skjedde i USA.

10.3 Hva er galt i næringslivet

Deler av forskningen om «corporate governance» i USA på 80-tallet innebar samtidig en diagnose av hva som var galt med amerikansk næringsliv. Diagnosen var at mange selskaper i flere år hadde hatt dårlige økonomiske resultater målt ved aksjeprisene. Dette var et resultat av at lederne, som følge av skillet mellom eierskap og kontroll, hadde kunne tillate seg å bygge imperier uten å passe på overskuddet. Oppkjøpene, særlig de fiendtlige oppkjøpene, var det instrumentet som bidro til tilpasninger i selskapene som førte til nedbygging av over-kapasitet og økt vekt på produktivitet og lønnsomhet. Oppkjøpene bidro dessuten til at en større del av selskapenes kontantbeholdning ble utdelt til eierne og på den måten kunne bli satt inn i nye og lønnsomme prosjekter.

Denne diagnosen og den tilhørende foreskrivelsen av en egnet medisin rommer imidlertid enkelte svakheter. Dels mangler den en makroøkonomisk forståelse av både framveksten av problemene

og av hvorfor oppkjøpsbølgen vokste fram. Dels mangler den en forståelse for at utilfredsstillende økonomiske resultater og en svekket konkurranseevne kan ha vært forårsaket av andre svakheter i amerikanske selskaper enn den manglende eierkontrollen.

Jeg har ikke forutsetning for å begi meg inn i en analyse av utviklingen i de makroøkonomiske rammebetingelser verken for amerikanske eller andre lands selskaper. Jeg vil imidlertid nevne to eksempler på hvordan en i analyser av begivenheter relatert til systemet for eierskap og kontroll har trukket inn betydningen av makroøkonomiske forhold.

Blair (1985) hevder at den finansøkonomiske modellen ikke forklarer hvorfor de problemene som ble antatt å henge sammen med atskillelsen mellom eierskap og kontroll, så «plutselig» kom til syne i USA på 80-tallet. Dermed klarer de heller ikke å forklare framveksten av selve oppkjøpsbølgen i disse årene. Hennes egen forklaring er at det tidlig på 80-tallet fant sted en drastisk økning i realrenten i amerikansk økonomi. Denne utviklingen presset dermed opp alternativkostnadene for investorer ved å investere i de private selskapenes aksjer. Samtidig bidro denne økningen i realrentenivået til å redusere antallet lønnsomme investeringsobjekter for de private selskapene. Under slike betingelser var det mindre optimalt for aksjonærene å reinvestere selskapenes overskudd i selskapene. Da var det bedre å ta ut overskuddet og plassere det i mer sikre verdipapirer – og likevel få en høy avkastning. Finansmarkedet satte derfor i verk en rekke tiltak for å tvinge selskapene til å betale ut en større del av sin kontantbeholdning til aksjonærene. Overtakelser og fiendtlige oppkjøp var ett av disse tiltakene.

I sin empiriske analyse av de økonomiske konsekvensene av keiretsu-tilhørighet blant japanske selskaper viser Lincoln, Gerlach og Ahmadjian (1996) at omfordelingseffekten blant keiretsuselskapene ble svekket etter 1985. De tolker dette som et tegn på at det spesielle keiretsu-systemet fra dette tidspunktet gradvis begynte å brytes opp. Én grunn til dette var antakelig at selskapene som følge av deregulering av finansmarkedene fikk bedre tilgang til ekstern kapital. De ble dermed mindre avhengige av bankene for

lånekapital, og følgelig mindre «utsatt» for kontroll og styring fra bankenes side. Lincoln, Gerlach og Ahmadjian (1996) peker imidlertid på at en like viktig forklaringsfaktor bak svekkelsen av keiretsu-systemet kan ha vært at Japan på slutten av 80-tallet opplevde en klart lavere økonomisk vekst. Dette førte til at flere selskaper fikk problemer med å klare seg. Forfatterne antar at fordi mange selskaper i disse årene slåss for å overleve, var det vanskelig å komme andre medlemmer i keiretsu-gruppene til unnsetning når disse kom opp i alvorlige vanskeligheter.

I de siste ti årenes diskusjon i USA om grunnene til svekket konkurransevne i amerikanske selskaper har en rekke faktorer vært tatt opp. Jeg skal ikke her gå inn i denne omfattende diskusjonen. Som eksempler, kan det imidlertid nevnes at både for liten satsing på opp-læring (Dertouzos, Lester og Solow 1988) og utilstrekkelig utvikling av nye former for bedrifts- og arbeidsorganisering (Appelbaum og Batt 1994) har vært pekt ut som vesentlige svakheter i amerikanske selskaper. Begge svakheter har vært resultater av gjennomgående strategiske valg og prioriteringer hos amerikanske ledere, prioriteringer som ikke synes å ha blitt endret da selskapene som følge av oppkjøpene fikk nye eiere. Mange industriøkonomer og arbeidssosiologer peker for eksempel på at de ledende amerikanske bedriftene nå er blitt mer opptatt av å utvikle det som betegnes som «high commitment organizations» eller «high performance work organizations» (Osterman 1994). Dette er former for bedrifts- og arbeidsorganisering med større vekt på organisatorisk fleksibilitet, blant annet gjennom desentralisering av beslutningsmyndighet, nedbygging av grenser mellom avdelinger og yrker, sterk satsing på videreutdanning av de ansatte og mer bruk av resultatavhengige belønningsformer. Innføringen av disse nye ledelses- og organiseringsprinsippene er ikke gjort med noe enkelt håndgrep, men krever målbevisst satsing og løpende utviklingsarbeid over flere år.

Sammenliknet med de utfordringene det er å utvikle de nye «high commitment organizations» synes den resepten som de fiendtlige oppkjøpene i praksis har fulgt, å ha vært temmelig grov og lite framtids-rettet. Oppkjøpernes bidrag til å omstille de oppkjøpte

selskapene later stort sett til å ha vært å skifte ut ledelsen, selge ut enkeltbedrifter og trekke tilbake goder som de ansatte hadde fått gjennom stilltiende avtaler med ledelsen (Schleifer og Summers 1988). Disse disposisjon-ene var sikkert i mange tilfelle betimelige. Men de nye eierne synes for øvrig å ha hatt mindre å bidra med til mer langsiktig omstilling og utvikling av selskapene.

10.4 Synet på eierrollen

Mange bidrag innenfor «corporate governance» forskningen har etter mitt syn, implisitt eller eksplisitt, et for snevert syn på eierrollen. I sine vurderinger av styringsforholdene i de store aksjeselskapene tar de primært utgangspunkt i eiernes rettigheter – til avkastning og utbytte og til å kunne påvirke selskapenes disposisjoner. Men eierrollen innebærer ikke bare rettigheter, men også plikter. Eierskap er også en oppgave.

Som pekt på av Harold Demsetz (1967), en av de klassiske bidrags-yterne til «property rights» teorien, rommer eierrollen ikke bare en rett til kortsiktig høsting, men også en tilskyndelse til langsiktig *forvaltning* av ressurser. Demsetz (1967) argumenterte for at eierrettigheter vokser fram som et svar på «eksternaliteter», dvs. virkninger av bruk av eiendom som er til skade enten for brukeren selv, andre personer eller for framtidige generasjoner. Som eksempel nevnte han overbeskatning av viltbestander.

Ut fra et slikt perspektiv har eiere også ansvar for den langsiktige forvaltning og utvikling av det selskapet de er medeiere i. Men i store deler av «corporate governance» litteraturen beskrives aksjonærene i de store aksjeselskapene som investorer hvis lojalitet først og fremst knyttes til forvaltningen av egen privat formue. Denne forvaltningen skjer gjennom å investere i, overvåke og høste av ulike forretnings-prosjekter med varierende grad av risiko. Aksjonærenes lojalitet til egen finansformue fører til at deres primære interesse i selskapene er å høste av sine investeringer i form av mest mulig avkastning, til minst mulig risiko. Og som vist foran, gir da heller ikke systemet med fragmentert eierskap aksjonærene særlig mange alternativer for utforming av sin eierrolle.

Men selv når man innenfor denne litteraturen behandler de store eierne, med makt og interesse til å kontrollere at ressursene i selskapene forvaltes på en fornuftig måte, blir eierskap beskrevet på en smal måte. I mye av litteraturen får en inntrykk av at de store eierens bidrag først og fremst er å overvåke og kontrollere den daglige ledelsen. At eierne også kan ha en spesifikk kompetanse som kan komme selskapene til gode, er et perspektiv som er lite til stede innenfor denne forskningen.

Hvilken kompetanse kan så en eier ha? De gode eierne har, ifølge Dahlbäck (1987), evnen til å bidra til at bedriften tilpasser seg endringer i marked og teknologi. Denne evnen springer ut av en generell industriell kompetanse. Denne kompetansen består i at eieren har god oversikt over næringslivet nasjonalt og internasjonalt og har kunnskap om utviklingen og forretningsmuligheter innenfor beslektede bransjer. Dahlbäck viser at mye av den generelle industrielle kunnskapen erverves gjennom nettverk hvor en møter eiere og ledere fra andre deler av næringslivet. Eierens langsiktige ansvar for bedriftens tilpasning og utvikling kan derfor kreve aktiv deltakelse i ulike typer nettverk og næringsfora.

10.5 Tillitsnivået i et samfunn

Jeg refererte foran Schleifer og Vishnys (1997) interessante teori om at selskapenes eiertype og -struktur vil være betinget av hvor god rettslig beskyttelse private investorer har. Utilstrekkelig beskyttelse reduserer grunnlaget for investorenes tillit til de aktørene som står ansvarlige for aktuelle investeringsprosjekter. Dette fører til små aksje-markeder og selskaper dominert av store eiere, for eksempel i form av familiebedrifter. Denne teorien synes å ha mye for seg. Samtidig illustrerer den at flere forskere har en sterk fokus på, kanskje endog en preferanse for, å behandle utvalgte egenskaper ved et lands «corporate governance» system som avgjørende årsaks- eller uavhengige variable. De kan da lett overse at utformingen av et lands system for eierskap og kontroll like gjerne kan skyldes mer grunnleggende trekk ved et samfunns institusjoner eller kultur. I forhold til Schleifers og Vishnys (1997) teori kan en for eksempel

teoretisk snu deres resonnement på hodet og hevde at behovet for investorbeskyttelse avhenger av graden av tillit i et samfunn og dets næringsliv. La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer og Vishny (1996) har selv vist at det varierer mellom ulike land hvilket tillitsnivå det er i befolkningen. Det er rimelig å tenke seg at tillitsnivået innenfor et samfunn i sin tur har betydning for hvilken trygghet private investorer har overfor medkontrahenter og dermed for deres behov for rettslig beskyttelse. Forutsetningene for tillit innenfor næringslivet i et enkelt land har antakelig blant annet sammenheng med landets størrelse. Jo mindre et land er, desto mer oversiktelig blir det som foregår innenfor næringslivet. Oversiktligheten gir blant annet bedre grunnlag for at rykte og renommé kan bli viktige mekanismer i kontrollen av opportunistisk atferd.

En ledende norsk investor har overfor undertegnede pekt på at dette er et viktig kjennetegn ved norsk næringsliv. Han hevder at Norge er et land preget av mye tillit og uformell sosial kontroll. Det har blant annet ført til at klimaet for oppstarting av nye høyteknologi bedrifter er bedre i Norge enn i mange land. En viktig grunn til denne situasjonen er nettopp at oversiktligheten gjør at en profesjonell ekstern investor med forholdsvis liten innsats av ressurser kan skaffe seg en god vurdering av aktuelle entreprenører. Vedkommende kan derfor i stor grad være trygg for at han ikke blir lurt. Dessuten er hukommelsen lang. Syndere vil bli husket og ikke få nye muligheter.

10.6 Andre bidragsyters legitime krav på eierrettigheter

Lovgivningen i de fleste moderne økonomier gir aksjonærene rett til det overskuddet som blir igjen etter at de andre produksjonsfaktorene har fått sin kontraktsbestemte betaling. Det er to begrunnelser for dette. For det første, ses overskuddet («restfortjenesten») som et nødvendig insentiv for å få noen til å ta på seg oppgaven med å overvåke innsatsen til de andre produksjonsfaktorene (Alchian og Demsetz 1972). For det andre ses overskuddet som en rimelig kompensasjon for den risiko aksjonærene tar ved å skyte kapital inn i et selskap. Denne risikoen

består blant annet i at alle andre produksjonsfaktorer kan kreve å få dekket sine tilgodehavender overfor selskapet før aksjonærene. Ved konkurs vil derfor aksjonærene i praksis vanligvis tape sin investerte kapital.

I store aksjeselskaper svikter disse begrunnelsene av to grunner. For det første, som vi har sett ovenfor, betyr aksjonærene i slike selskaper i praksis svært lite for den løpende koordineringen og overvåkingen av produksjonsfaktorene. For det andre er det ikke bare aksjonærene som bærer risiko knyttet til sine investeringer i et selskap. I realiteten er aksjonærenes risiko begrenset, dels gjennom ansvarsbegrensningen som er knyttet til selve aksjeselskapsformen, dels ved at de fleste aksjonærer har redusert risikoen gjennom en diversifisert aksje- eller investerings-portefølje. I en moderne økonomi er det andre grupper av bidragsytere til et selskap som bærer en like viktig risiko som aksjonærene. Mange har særlig vært opptatt av den risiko som bæres av de ansatte i kunnskapsbasert produksjon og tjenesteyting (Blair 1995, Milgrom og Roberts 1992). Det pekes på at i kunnskapsbedrifter er de ansattes kompetanse og kvalifikasjoner den avgjørende innsatsfaktoren, ikke finanskapital. Det hevdes at disse kvalifikasjonene i stor grad er firma-spesifikke, dvs. at de er tilegnet og bare kan komme til nytte i det bestemte firmaet. De ansattes investeringer i ervervelsen av slike firma-spesifikke kvalifikasjoner innebærer en risiko for de ansatte. Dersom de blir oppsagt eller firmaet går konkurs, kan de i liten grad benytte og få avkastning av disse kvalifikasjonene i andre bedrifter. Denne risikoen framheves som et argument for at ansatte med verdifulle, men bedriftsspesifikke kvalifikasjoner, bør få eierrettigheter på linje med de aktører som bidrar med finanskapital, dvs. de tradisjonelle aksjonærene.

Eierskap og kontroll i familiebedrifter

11.1 Innledning

Mesteparten av forskningen om «corporate governance» handler om kontrollproblemene i selskaper der det er et skille mellom eierskap og daglig ledelse. Som pekt på foran i kapitel 10, blir denne litteraturen dermed lite dekkende for det store antallet bedrifter hvor den daglige ledelsen ivaretas av personer som samtidig er eiere i bedriften. Dette omfatter gründereide bedrifter, familiebedrifter og ulike typer partnerskap. Flere av de temaene og problemstillingene som behandles i «corporate governance» litteraturen er imidlertid likevel også interes-sante for disse typene bedrifter. I dette kapitlet skal jeg derfor ta opp enkelte av disse temaene og se på hvordan de har blitt behandlet i forskningen om eierstyrte og familieeide bedrifter.

Det er imidlertid ikke helt enkelt å avgrense hva som er familiebedrifter. I litteraturen er det gitt en rekke ulike definisjoner av begrepet familiebedrift. Av plasshensyn skal jeg her ikke gjengi de mange forskjellige definisjonene. De viser imidlertid at det er nødvendig å drøfte ulike dimensjoner ved familieeie som firmaform og utvikle en typologi over ulike typer familiebedrifter. En bør blant annet skille mellom:

- (i) Første generasjons entreprenørbedrifter og bedrifter som er overtatt av familiemedlemmer i annen eller senere generasjoner.

- (ii) Om familiemedlemmene arbeider i bedriften til daglig, eller bare styrer bedriften gjennom deltakelse i bedriftens styre.
- (iii) En kan muligens også skille mellom bedrifter hvor bare én representant for familien sitter som toppleder, og bedrifter hvor flere av familiemedlemmene har sitt daglige arbeid.
- (iv) Bedrifter som er fullt ut eid av en (eventuelt flere familier), og bedrifter hvor familien(e) bare eier en viss (større eller mindre) andel av aksjene i selskapet. Hvor stor andel av aksjene i en bedrift bør en familie eie for at en skal betegne bedriften som familieeid? Bør familien ha kontroll over mer enn 50 prosent av aksjene, eller holder det med en mindre andel av aksjene? Dette vil mye avhenge av hva slags forståelse en har av begrepet kontroll. Hva vil det si å ha kontroll over en bedrift, og hvor stor eierandel av aksjene er tilstrekkelig til å utøve reell kontroll? Det kan her som illustrasjon vises til at en i amerikansk forskning i flere år har vært enige om at det i store aksjeselskaper er fullt mulig å ha reell kontroll med helt ned mot bare 5 prosent av aksjene.

Det er også nødvendig å diskutere nærmere hva en skal mene med en familie. Her kan en for eksempel skille mellom familie som en gruppe mennesker i samme hushold, og familie i betydningen slekt. I det siste tilfelle vil familien omfatte en større eller mindre gruppe mennesker som på ulike måter er beslektet med hverandre. En familiebedrift som eies og styres av en husholdsfamilie vil nødvendigvis få et annet preg enn en bedrift hvor eierne bare tilhører samme slekt. Og hva skal en betrakte som grensene for å betegne en bedrift som familieeid? Er et firma hvor eierne bare fjernt er i familie med hverandre, å regne som en familiebedrift?

Begrepet eller kategorien «familiebedrifter» kan således dekke over en rekke variasjoner i eier- og styringsform. Ved å kombinere de ulike dimensjonene kan en komme fram til en eller flere typologier over familieeide bedrifter. Jeg skal ikke gå nærmere inn på alle disse mulig-hetene her. Det kan imidlertid pekes på at egenskapene ved familie-bedriftene i stor grad varierer med

bedriftenes størrelse. En situasjon hvor eieren og flere medlemmer av hans familie alle arbeider til daglig i bedriften er vanligere i mindre enn i store bedrifter. I større familie-bedrifter finner en oftere at familien utelukkende bekler posisjonen som toppleder eller først og fremst deltar i bedriftens styre.

På denne bakgrunnen er det ikke overraskende at de forskningsbidrag som jeg skal presentere i det følgende, har tatt utgangspunkt i til dels ulike definisjoner av hva en familiebedrift er. Der hvor det er relevant for å forstå eller vurdere resultatene skal jeg peke på hva slags definisjon forskeren(e) har bygget på.

Hvor utbredt er familieie i næringslivet? Siden svaret på dette spørsmålet i stor grad vil avhenge av hva slags definisjon av en familiebedrift som velges, er det naturligvis vanskelig å gi noe sikkert svar. Familiebedrifter kan dessuten være juridisk organisert på ulike måter. I Norge kan de for eksempel være organisert som blant annet ansvarlige selskaper og aksjeselskaper. I USA kan de tilsvarende være organisert som henholdsvis «sole proprietorships», «partnerships» eller «corporations» (Megginson 1997). Ikke uventet, varierer derfor andelen på andelen familiebedrifter i de ulike vestlige landene en god del, fra noe over 50 prosent til godt over 80 prosent.

Eierfamiliens eierandel sier dessuten ikke mye om den faktiske kontrollen som eierne kan ha over et selskap. I en nå klassisk studie viste Zeitlin (1974) at noen av de største selskapene i USA var familie-kontrollert uten at familiene hadde flertallet i selskapene. Familiene utøvet sin kontroll dels direkte gjennom posisjonen som en av de største aksjonærene, og dels indirekte gjennom kontroll over eller innflytelse gjennom trustar, stiftelser og finansieringsinstitusjoner som også hadde aksjeposter i de aktuelle selskapene. Flere av disse selskapene kunne dermed riktignok ikke karakteriseres som familiebedrifter i klassisk forstand, men familieinnflytelsen over selskapene var likevel betydelig.

Hvilke temaer og problemstillinger fra «corporate governance» forskningen er særlig interessante for familiebedrifter? Som vist foran, har en stor del av bidragene innenfor denne forskningen festet oppmerk-somheten på de kontrollmekanismene som kan bidra

til å sikre at eiernes interesser blir ivaretatt av den daglige ledelsen. Når eierne i familie-bedrifter selv tar hånd om den daglige ledelsen selv, blir imidlertid flere av disse kontrollmekanismene ikke like relevante. Men selv om det i familiebedrifter ikke er noe skille mellom eierskap og daglig kontroll av bedriften, kan en likevel spørre i hvilken grad eierrollen blir ivaretatt i slike bedrifter. Teoretisk kan en hevde at eierrollen rommer en «forpliktelse» til å sikre både en løpende avkastning og en langsiktig forvaltning og utvikling av verdiene som ligger i bedriften. Det blir da et interessant spørsmål hvordan eierne i familiebedrifter har innrettet seg å for å sikre at disse eierhensynene blir best mulig ivaretatt. I den tidligere litteraturen har flere forskere særlig vært opptatt av at bedriftenes *styrer* kan være et viktig instrument for ivaretagelsen av disse eierhensynene. I tråd med dette har det blitt økt interesse for å studere hvordan styrene er organisert og faktisk virker i familiebedrifter. Det er imidlertid foreløpig gjennomført få studier om dette temaet. Jeg skal i det følgende gjengi resultatene av enkelte av disse studiene.

Kjernen i «corporate governance» forskningen er at eierskap er en faktor som har reell økonomisk betydning for selskapene. Denne forskningen forutsetter at det faktisk gjør en forskjell om et selskap kontrolleres av sine eiere enn av de daglige, ansatte lederne. En av de beste måtene å etterprøve denne grunnforutsetningen på vil dermed være å sammenlikne den økonomiske atferden og de økonomiske resultatene i bedrifter som er eierdominerte med selskaper med fragmentert eierskap. Det er gjennomført flere studier hvor nettopp dette temaet har vært i sentrum for forskernes oppmerksomhet. Jeg skal i det følgende presentere resultatene fra to typer slike studier: (i) Undersøkelser av familiebedrifters kapitalstruktur og innhenting av ekstern kapital. (ii) Undersøkelser av de økonomiske resultatene i familiebedrifter sammenliknet med bedrifter med en annen eierform.

Et sentralt tema i «corporate governance» forskningen har vært forholdet mellom store, dominerende eiere og minoritetsaksjonærer i de samme selskapene. I en rekke familiebedriftene og de eierstyrte bedriftene er en del av aksjene solgt ut til eksterne investorer. Det

kan for eksempel være spesialiserte investeringsselskaper som bidrar med nødvendig kapital og med kompetanse som familieselskapene selv mangler. Disse eksterne eierne er som regel i minoritetsposisjon. Det er dermed et interessant spørsmål i hvilken grad og hvordan eierfamilien tar hensyn til og relaterer seg til disse minoritetsaksjonærenes interesser. Det synes imidlertid ikke å ha vært gjennomført studier som spesielt har tatt opp dette spørsmålet. Det må derfor overlates til videre forskning.

11.2 Styret i familiebedrifter

Mange observatører har hatt inntrykk av at familiebedrifter i liten grad har tatt i bruk styret som et viktig styringsorgan i bedriftene. Det kan være ulike grunner til dette. Én viktig grunn kan være at det rett og slett er mindre behov for et styre når eierne selv har hånd om den løpende styringen av bedriften. Da kan de til enhver tid selv ta de beslutninger som er nødvendige og trenger ikke å konsultere andre enn eventuelt de øvrige familiemedlemmene. En annen grunn kan være at mange eierledere har en personlig og uformell beslutningsstil. Dette fører til at de foretrekker minst mulig formalisering av administrasjon og styring i bedriften (Goffee og Scase 1985). Det har også vært pekt på at mange eierledere er lite villige til å delegere beslutninger og myndighet til andre (Goffee og Scase 1985). I tråd med dette kan en tenke seg at de i liten grad ønsker å la et selvstendig styre ta viktige beslutninger i firmaet.

Inntrykket av at familiebedrifter har en underutviklet styrefunksjon baserer seg dels på erfaringene til private konsulenter og dels på resultater fra et fåtall case-studier. De få statistiske undersøkelsene som har vært gjennomført, gir derimot et mer variert bilde av situasjonen.

I en surveyundersøkelse av et utvalg italienske bedrifter fant for eksempel Corbetta og Tomaselli (1996) at det store flertallet av familiebedriftene (86 prosent) faktisk hadde et styre. De definerte familiebedrifter som bedrifter som enten var direkte eid av én person, av en gruppe familiemedlemmer, eller en liten gruppe

aksjonærer som var bundet sammen jennom gjensidige avtaler. Blant de få bedriftene i utvalget som ikke falt innunder denne definisjonen, hadde alle opprettet et eget styre. 60 prosent av styrene i familiebedriftene hadde ingen eksterne styremedlemmer. I disse styrene var alle styremedlemmene familieeiere eller interne ledere. For øvrig varierte det hvor mange styremedlemmer familiebedriftene hadde og hvor aktive styrene var. 19 prosent av familiebedriftene med styrer hadde bare 2-3 styremedlemmer. De fleste, 60 prosent, hadde styrer med 4-7 medlemmer. Om lag halvparten av styrene hadde færre enn 6 møter i året, 37 prosent hadde 6-12 møter, og resten mer enn 12 møter. Men styrene i familiebedriftene lot til å beskjeftige seg med de samme spørsmål som andre bedrifter. Dette kom blant annet til uttrykk ved at nær 60 prosent av tiden i styremøtene ble benyttet til diskusjon og beslutninger om strategi. Det var dessuten tydelig at styrene ikke var betydningsløse organer. Flertallet av styremedlemmene så på styret som et nyttig organ, og mente at styret og dets medlemmer har reell makt i selskapet.

Men hvordan er styrefunksjonen ivaretatt i familiebedrifter sammen-liknet med andre bedrifter? I en britisk studie sammenliknet Westhead og Cowling (1996a) familiebedrifter og ikke-familiebedrifter langs flere dimensjoner av bedriftens styringssystem. De to forskerne definerte en familiebedrift som et firma hvor mer enn 50 prosent av stemmene eies av en enkelt familiegruppe som er forbundet gjennom blodsband eller giftermål, og hvor firmaet betraktes å være en familiebedrift. De fant ingen forskjell mellom familiebedrifter og ikke-familiebedrifter når det gjaldt antallet styremedlemmer. Det gjorde derimot Cromie, Stephenson og Monteith (1995) i en undersøkelse fra Nord-Irland. I denne undersøkelsen ble et selskap betraktet som en familiebedrift når (i) mer enn 50 prosent av aksjene var eid av en familie, (ii) en familie kan utøve stor grad av kontroll over bedriften, og (iii) en vesentlig andel av lederne kommer fra en familie. Begge forskergruppene fant imidlertid at familiebedrifter hadde færre eksterne styremedlemmer enn ikke-familiebedrifter. Samtidig fant

Cromie, Stephenson og Monteith (1995) at familiebedrifter likevel benyttet seg av eksterne rådgivere i utstrakt grad.

Som en ser, er det selv i denne lille gruppen av studier ulike oppfatninger om hva som kjennetegner en familiebedrift. Slike forskjeller gjør det noe usikkert om resultatene er sammenliknbare. Generelt synes det likevel grunn til å trekke den slutningen at familiebedrifter stort sett er opptatt av å benytte styret som et aktivt styringsorgan, men at de er mer forbeholdne enn andre bedrifter mot å slippe til eksterne styre-medlemmer.

11.3 Familiebedrifter og ekstern kapital

Det har vært hevdet at familiebedrifter vegrer seg mot å hente inn eller slippe til ekstern kapital (Lazonick 1991; Payne 1984). Eierfamiliene unngår i det lengste å ta opp lån i kredittinstitusjoner, hevdes det, og de anser det som lite ønskelig å hente inn ny kapital gjennom emisjon eller salg av aksjer til utenforstående. Grunnen til dette er at eierne frykter å miste kontrollen over familiebedriften ved at de eksterne kapitaleierne forlanger medinnflytelse på driften av familiefirmaet. Denne påstanden har vært etterprøvet dels innenfor økonomisk historie og dels gjennom statistiske undersøkelser fra vår egen tid.

I en historisk studie av store franske familiebedriftene i første del av dette århundret har Chadeau (1993) demonstrert hvordan flere av dem, i motsetning til den nevnte påstanden, hentet inn ny kapital ved å utstede nye aksjer for salg i investormarkedet. Han viser at det særlig var to grunner til at de «våget» å gjøre dette. For det første ga det franske lovverket familiebedriftene anledning til å utstede nye aksjer med begrenset stemmerett. Familieeierne beholdt således selv preferanse-aksjene. For det andre synes ikke fraværet av stemmerett å ha avholdt investorer fra å kjøpe aksjer i de store franske familiebedriftene. Dette skyldtes at Frankrike på denne tiden hadde en skattepolitikk som gjorde det fordelaktig for personer å inneha aksjer og obligasjoner. Eierfamiliene kunne følgelig hente inn ekstern kapital uten å miste kontrollen over familiebedriften.

Anledningen til å utstede aksjer uten stemmerett ble imidlertid ved en lovendring i 1935 gjort ulovlig.

I en økonomisk historisk undersøkelse av svenske familieeide malingsbedrifter (Johanson 1993) framkom det at ekspansjonen og investeringene i hovedsak ble finansiert ved å pløye overskuddet tilbake i bedriften. Disse overskuddene var i mange år så store at det ikke var behov for særlig mye «fremmed» kapital. På slutten av 1960-årene ble det imidlertid behov for store investeringer i nye lagrings- og distribu-sjonssystemer. Kapital fra egne overskudd var da ikke lenger tilstrekke-lig. Et av selskapene utstedte da nye aksjer som ble lagt ut for offentlig salg. Det samme selskapet tok også opp store banklån for å finansiere moderniseringen.

Agrawal og Nagarajan (1990) har studert kapitalstrukturen i et utvalg børsnoterte selskaper i USA. I sin studie tok de utgangspunkt i børsnoterte selskaper som ikke hadde langsiktig gjeld, – i alt 100 selskaper. Disse selskapene hadde også svært lite kortsiktige gjeldsforpliktelser. Formålet med deres studie var å forsøke å forklare hvorfor disse bedriftene hadde valgt en slik finansiell strategi. De sammenliknet disse selskapene med et utvalg bedrifter av samme størrelse og i de samme bransjer, men med en langsiktig gjeld tilsvarende minst 5 prosent av selskapets verdi. De to forskerne fant for det første at de «gjeldfrie» selskapene hadde større aksjekapital enn sammenliknings-gruppen, men færre aksjonærer. De fant for det andre at i disse firmaene var langt oftere minst en av seniorlederne i slekt med en annen av topplederne eller et av styremedlemmene. De tolket dette som tegn på at i disse bedriftene var familier i større grad involvert i den daglige driften enn i sammenlikningsgruppen. Og i disse familiebedriftene hadde toppledelsen og styremedlemmene større aksjeposter enn i de øvrige bedriftene. Deres tolkning av disse funnene er at i bedrifter hvor familier er engasjert i den daglige driften forsøker ledelsen å unngå gjeld for å gjøre både egen og familiens formue og menneskelige kapital mindre risikoutsatt. Denne studien synes dermed å bekrefte at familiebedrifter faktisk vegrer seg mot ekstern lånekapital. Men som det antydes i artikkelen, synes ikke grunnen til denne strategien å være engstelse for å miste innflytelse til for eksempel långivere.

Primært er hensikten å redusere risikoen for tap. En kan si at i en familiebedrift er alle eggene samlet i en kurv. Familien har både sin formue og sin sysselsetting forankret i familiebedriften. De føler det derfor mer nødvendig å sikre seg mot tap.

I en studie av spanske familiebedrifter fant Gallo og Vilaseca (1996) at disse bedriftene hadde lavere gjeldsgrad (i prosent av aksjekapitalen) enn gjennomsnittet av spanske bedrifter. For å bli regnet som en familiebedrift i denne undersøkelsen måtte mer enn 50 prosent av aksjene i selskapet være eid av en familie og minst et medlem i eierfamilien være med i selskapets toppledelse. Hele 27 prosent av familiebedriftene hadde ikke gjeld i det hele tatt, men finansierte sine investeringer gjennom tilbakeholdte overskudd. Forfatterne tolket disse resultatene som uttrykk for at familieeierne frykter de personlige og sosiale konsekvensene av konkurs i en slik grad at de blir mindre risikovillige i sin finanspolitikk enn andre bedrifter. Forskerne undersøkte også selskapenes utbyttepolitikk. De fant ingen sammenheng mellom selskapenes avkastning og størrelsen på det utbyttet som ble utbetalt til aksjonærene. Dette resultatet er antakelig et tegn på hvilken vekt en del familiebedrifter legger på å holde igjen overskuddet i bedriften for senere investeringer.

En kunne kanskje tenke seg at familiebedriftenes relativt lave gjeldsgrad også hadde sammenheng med en viss skepsis hos kreditt-institusjonene mot å låne dem penger. Men Bopaiah (1998) viser at dette ikke er tilfelle. I en studie av familiebedrifters (én familie eier minst 50 prosent av aksjene) bruk av handelskreditter fant de tvertom at slike bedrifter hadde bedre tilgang på kreditt enn ikke-familie-bedrifter. Etter Bopaiahs (1998) syn viser dette at långivere og kreditt-givere vurderer familieierskap som en eierform som gir insentiver for atferd som reduserer farene for «moral hazard» hos låntakerne.

Alt i alt bærer de foregående studiene bud om at familiebedrifter, som tidligere hevdet, er forsiktige med å slippe til «fremmed» kapital. De foretrekker så lenge som mulig å finansiere ekspansjon av egen drift. Og det er sannsynlig at de avstemmer sine vekstambisjoner til denne preferansen. Men familiebedriftenes

forhold til ekstern kapital synes samtidig i stor grad å være påvirket av ytre omstendigheter. Når de er nødt, henter de inn kapital fra eksterne kilder for å finansiere investeringer. Viljen til dette synes dessuten influert av hvor gunstige rammebetingelser myndighetene har trukket opp for familiebedriftene, jf. det franske eksemplet.

11.4 Økonomiske resultater i familiebedrifter

Ifølge den klassiske teorien om «managerial capitalism» er eierne opptatt av å maksimere verdien av sine aksjer, mens de ansatte ledernes interesse er å maksimere sin egen nytte gjennom økt inntekt, makt, status og trygghet. Prinsipal-agent teorien har pekt på at i selskaper med et skille mellom eierskap og kontroll vil denne forskjellen i interesser gi opphav til forskjellige agentkostnader. Disse kostnadene omfatter dels kostnader forbundet med å overvåke at de ansatte lederne opptrer i pakt med eiernes interesser. Dels omfatter de kostnader med å skrive og gjennomføre kontrakter som motiverer lederne til å ta hensyn til eierne. I selskaper hvor eierne samtidig har hånd om den daglige ledelsen, som i familiebedriftene, kan dermed slike agentkostnader unngås. En skulle vente at dette blant annet gir seg utslag i større effektivitet og lønnsomhet enn i selskaper med et skille mellom eierskap og kontroll. Men familiebedriftenes løsning av agentproblemene kan isteden gi opphav til andre kostnader. Konsentrasjonen av eierskap medfører for eksempel en mer begrenset risikospredning for eiernes verdier. Dette kan føre til lavere investeringer og mer begrenset vekst enn i firmaer med bedre muligheter for risikospredning.

Det er således teoretiske grunner til å vente at familiebedrifter er mer lønnsomme enn andre bedrifter. Men det er også teoretisk grunnlag for å hevde at familiebedrifter på grunn av begrenset risikospredning ikke foretar de investeringer som er nødvendig for å utnytte lønnsomme forretningsmuligheter.

Dette siste er et synspunkt som står sentalt i historikeren Alfred Chandlers (1990) forsøk på å forklare hvorfor britisk næringsliv fra forrige århundreskiftet sakk bak i forhold til utviklingen i næringslivet i USA. Han peker på at en viktig forskjell mellom

næringslivet i de to landene var eierforholdene. Det britiske næringslivet var dominert av et stort antall personlig eide og ledede bedrifter, dvs. familiebedrifter. I USA hadde derimot næringslivet utviklet seg fra en «personlig» til en «managerial» kapitalisme, med færre, men større selskaper ledet av profesjonelle ledere og med et mer spredt eierskap enn i Storbritannia. De personlige kapitalistene i Storbritannia var, ifølge Chandler (1990) uvillige til å foreta de investeringene som var nødvendige for utnytte den nye teknologien og gå inn i de nye markedene som åpnet seg på denne tiden. Sammenliknet med de amerikanske selskapene, forsømt de spesielt å gjøre de tredelte investeringene i storskalaproduksjon, internasjonal markedsføring og moderne ledelsessystemer. Disse forsømmelsene førte til lavere økonomisk vekst i Storbritannia enn i USA.

Hva sier så den empiriske forskningen i dag? Er det forskjeller mellom familiebedrifter og andre bedrifter når det gjelder investeringer og økonomiske resultater? De forholdsvis få studiene som har beskjef-tiget seg med dette spørsmålet har kommet opp med noe ulike funn.

Westhead og Cowling (1996b) fant ingen forskjeller mellom familiebedrifter og ikke-familiebedrifter når det gjaldt økonomiske resultater. (Jf. deres definisjon av en familiebedrift under 11.2). De fant heller ingen forskjeller i vekst i omsetning. Den statistiske metoden som ble benyttet i denne studien kan imidlertid ikke sies å ha vært tilfreds-stillende. (De sammenliknet gjennomsnittstall for et utvalg familie-bedrifter med et «matchet» utvalg av ikke-familiebedrifter.)

I en statistisk sett langt mer sofistikert undersøkelse av børsnoterte familiebedrifter innenfor tekstilindustrien i USA fant derimot Kang (1998) at familieeie faktisk har positiv betydning for bedriftenes økonomiske resultater. Et selskap ble vurdert å være en familiebedrift dersom en familie var største aksjonær eller var en av de fem største aksjonærene i selskapet. Kang (1998) hadde således en mer vid definisjon av hva som kjennetegner en familiedrift enn flere av de studiene som har vært presentert i det foregående. Han fant blant annet en positiv effekt på både avkastning på kapitalen

og på verdien av selskapets aksjer (målt ved Tobins Q) av at største aksjonær er en familie.

Han fant videre at familieselskaperens økonomiske atferd varierte med om bedriften var eid av tidlige eller senere generasjoner i familien. Familiebedrifter som var eid av grunnleggeren selv eller arvinger i annen og tredje generasjon viste seg å investere mer enn alle andre typer bedrifter. Kang (1998) peker på at dette funnet er i strid med Chandlers (1990) beskrivelse av personlige kapitalister som forbeholdne overfor investeringer. Kang (1998) fant også at disse tidlige generasjons familiebedriftene hadde færre ansatte i forhold til omsetningen enn andre bedrifter innenfor tekstilbransjen. Han tolket dette som et resultat av at arbeidskraft var blitt erstattet med nye maskiner, og at dette i seg selv var et klart tegn på disse familiebedriftenes vilje til å forbedre sin konkurransevne.

Et interessant funn i Kangs (1998) studie er at tilstedeværelsen av store eiere uten sosiale bånd til selskapene, stort sett institusjonelle investorer, ikke hadde noen effekt verken på investeringer, effektivitet eller avkastning. Disse institusjonelle eierne synes således ikke å ha hatt den påvirkning av selskapets disposisjoner og resultater som deres eierandeler skulle tilsi. Kang (1998) forklarer dette funnet med at de institusjonelle investorene først og fremst er finansielt orientert og mangler både den formelle autoritet, sosiale innflytelse og ekspertise som familieeierne har.

I en spansk studie av familiebedrifter fant Górriz og Fumás (1996) at familiebedrifter faktisk gjennomsnittlig er mer effektive enn andre bedrifter. Samtidig viste det seg at de familiebedriftene som inngikk i analysen ikke var mer lønnsomme enn de selskapene de ble sammen-liknet med. Det framkom imidlertid at familiebedriftene gjennomsnittlig var mindre. Forfatterne tolket dette som et resultat av en bevisst avveining mellom vekst og et ønske om å redusere eksponeringen for risiko. Górriz og Fumás (1996) hevder at disse funnene antyder at en bevisst vegring mot å vokse fører til at familiebedriftene ikke får utnyttet sin større grad av effektivitet til å øke selskapets lønnsomhet. De velger med andre ord å operere med en størrelse på bedriften som er mindre enn det som ville kunne ha maksimert avkastningen. Disse resultatene

innebærer dermed en viss støtte til de teoriene jeg presenterte i åpningen av dette avsnittet og til Chandlers (1990) mer generelle tese om familiebedrifter.

Et interessant bidrag fra forskningen om familiebedrifter, som Kangs (1998) studie illustrerer, er påvisningen av at eierformens **Litteratur** variere med hvilken fase eller generasjon selve eierfamilien er i. Tilsvarende har Chaganti og Schneer (1994) vist at den økonomiske effekten av at eierne samtidig har ansvar for den daglige ledelsen kan avhenge av hvordan eierlederen fikk sin posisjon. Chaganti og Schneer (1994) sammenliknet spesielt bedrifter hvor eierlederen (i) selv etablerte bedriften (ii) kjøpte en allerede etablert bedrift, eller (iii) arvet den. De fant at avkastningen på kapitalen var høyere i bedrifter hvor eierlederen selv hadde startet opp bedriften enn i de andre typene bedrifter. *The Journal of Finance*, XLV:1325-1331.

Alchian, A. og Demsetz, H. (1972), «Production, information costs, and economic organization.» *American Economic Review*, 62:777-795.

Aoki, M. (1999), «Towards a Model of the Japanese Firm.» *Journal of Economic Perspectives*, 13:9-37.

Baumol, W.J. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*. New York: Macmillan.

Baumol, T. (1994), «Corporate Governance in Germany – System and Recent developments.» I Isaksson og Skog, eds., *Aspects of Corporate Governance*. Stockholm: Juristförlaget.

Berglöf, E. (1988), «Ägarna och kontrollen över företaget – en jämförande studie av sex länders finansiella system». Bilaga 12. *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv*. Statens offentliga utredningar 1988:38. Stockholm: Industridepartementet.

Berglöf, E. (1997), «Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda». *Economic Policy*, 93-123.

Berle, A.A. og Means, G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. Revidert utgave: Harcourt, Brace and World, New York 1968.

Bhide, A. (1994), «Deficient Governance». *Harvard Business Review*, 72:128-139.

Blair, M.M. (1995), *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

Bopaiiah, C. (1998), «Availability of Credit to Family Businesses». *Small Business Economics*, 11:75-86.

- Cadbury, A. (1993), «Highlights of the Proposals of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance». I Prentice og Holland, eds., *Contemporary Issues in Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press.
- Carlsson, R.H. (1997), *Ägarstyrning*. Stockholm: Ekerlids forlag.
- Chadeau, E. (1993), «The Large Family Firm in Twentieth-Century France». Specialnummer av *Business History*. S. 184-204.
- Chaganti, R. og J.A. Schneer (1994), «A Study of the Impact of Owner's Mode of Entry on Venture Performance and Management Patterns». *Journal of Business Venturing*. 9:243-260.
- Chandler, A.D. (1990), *Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism*. Cambridge, Mass.: Harvard/Belknap.
- Charkham, J. (1994), *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*. Oxford: Clarendon Press.
- Coffe, J.C., L. Lowenstein og S.Rose-Ackerman, eds. (1988), *Knights, Raiders, and Targets. The Impact of the Hostile Takeover*. New York: Oxford University Press.
- Corbetta, G. og S.Tomaselli (1996), «Boards of Directors in Italian Family Businesses». *Family Business Review*. 9:403-421.
- Cromie, S., B. Stephenson og D.Monteith (1995), «The Management of Family Firms: An Empirical Investigation». *International Small Business Journal*. 13:11-34.
- Cutts, R.L. (1992), «Capitalism in Japan: Cartels and Keiretsu». *Harvard Business Review*. 70. Nr. 4. S. 48-55.
- Dahlbäck, C. (1987), «Investor och Providentia som aktiva ägare». I Ingemund Hägg (red), *Att äga store företag*. Stockholm: SNS Förlag.
- Davies, P.L. (1993), «Institutional Investors in the United Kingdom». I Prentice og Holland, eds., *Contemporary Issues in Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press.
- Davies, P.L. and G.P.Stapledon (1994), «Corporate Governance in the United Kingdom». I Isaksson og Skog, eds., *Aspects of Corporate Governance*. Stockholm: Juristförlaget.
- Demsetz, H. (1967), «Toward a Theory of Property Rights». *American Economic Review*. 57:347-373.
- Dertouzos, M., R. Lester og R. Solow (1988), *Made in America*. Cambridge: MIT Press.
- Edwards, J. og K Fischer (1994), *Banks, Finance and Investment in Germany*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Eisenhardt, K.M. (1989), «Agency Theory: An Assessment and Review». *Academy of Management Review*. 14:57-74.
- Fama, Eugene (1980): «Agency Problems and the Theory of the Firm». *American Economic Review*. Vol. 76, 971-983.
- Franks, J.R. og C.Mayer (1990), «Corporate Ownership and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK.» IFA Working Paper 127-90. London: London Business School.

- Franks, J.R. og C.Mayer (1994), «Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence». IFA Working Paper 165-92. London: London Business School.
- Gallo, M.A. og A. Vilaseca (1996), «Finance in Family Business». *Family Business Review*. 9:387-401.
- Gerlach, M.I. (1992), *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business*. Berkeley, California: University of California Press.
- Gilson, R.J og R.H. Mnookin (1985), «Sharing Income Among the Human Capitalists: An Economic Inquiry into the Corporate Law Firm and How Partners Split Profit». *Stanford Law Review*. 37:313-387.
- Gilson, R.J. og R.Kraakmann (1991), «Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors». *Stanford Law Review*. 43:863-906
- Gilson, R.J. og M.Roe (1992), «Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization». *The Yale Law Journal*. 102:871-906.
- Goffee, R. og R. Scase (1985), «Proprietorial Control in Family Firms: Some Functions of «Quasi-Organic» Management Systems.» *Journal of Management*. 22:53-68.
- Gomez-Mejia, L.R. (1994), «Executive Compensation. A Reassessment and a Future Research Agenda». *Research in Personell and Human Resource Management*. 12:161-222.
- Górriz, C.G. og V.S. Fumás (1996), «Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence From Spain». *Managerial and Decision Economics*. 17:575-586.
- Grundfest, J.A. (1990), «Subordination of American Capital». *Journal of Financial Economics*. 27:89-114.
- Jacobs, M.T. (1993), *Break the Wall Street Rule: Outperform the Stock Market by Investing as an Owner*. Reading, Mass.: Addison-Wesley.
- Jarrell, G.A., J.A. Brickley og J.M. Netter (1988), «The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence Since 1980». *Journal of Economic Perspectives*. 2:49-68.
- Jensen, M.C. og W.H. Meckling (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics*. 3:305-360.
- Jensen, M.C. (1988a), «Takeovers: Their Causes and Consequences». *Journal of Economic Perspectives*. 2:21-48.
- Jensen, M.C. (1988b), «The Takeover Controversy: Analysis and Evidence». I Coffe, J.C., L. Lowenstein og S.Rose-Ackerman, eds. (1988), *Knights, Raiders, and Targets. The Impact of the Hostile Takeover*. New York: Oxford University Press.
- Jensen, M.C. (1989), «Eclipse of the Public Corporation». *Harvard Business Review* Sept./Oct. 67:61-74.
- Johanson, A. (1993), «Structures, Managers and Owners: The Case of the Post-war Swedish Paint Industry». *Business History*. 9:87-98.
- Kang, D.L. (1998), «The Buddenbrooks Effect. The Generational Effect of Family Ownership on Firm Strategy and Performance». Paper presentert ved årsmøtet i American Sociological Association (ASA).

- Kaplan, S. (1994a), «Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany». *Journal of Law, Economics, and Organization*. 10:142-159.
- Kaplan, S. (1994b), «Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States». *Journal of Political Economy*. 102:510-546.
- Kaufmann, A. og L.Zacharias (1992), «From Trust to Contract: The Legal Language of Managerial Ideology, 1920-80.» *Business History Review*. 66:523-572.
- Lazonick, W. (1991), *Business Organisation and the Myth of the Market Economy*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Lincoln, J.R., M.I.Gerlach og C.L.Ahmadjian (1996), «Keiretsu Networks and Corporate Performance in Japan». *American Sociological Review*. 61:67-88.
- Lorsch, J.W og E.McIver (1989), *Pawns and Potentats: The Reality of America's Corporate Boards*. Boston, Mass.: Harvard University Press
- Lowenstein, L. (1994), «A Short and Not Altogether Happy History of Corporate Governance in the U.S.». I Isaksson og Skog, eds., *Aspects of Corporate Governance*. Stockholm: Juristförlaget.
- Mace, Myles L. (1971): *Directors: Myth and Reality*. Boston, Mass.: Harvard University Press
- Manne, H.O. (1965), «Mergers and the Market for Corporate Control». *Journal of Political Economy*. 73:110-120.
- Martin, J. og J.McConnell (1991), «Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover». *Journal of Finance*. 46:671-687.
- Meggison, W.L.(1997), *Corporate Finance Theory*. Reading, Mass.: Addison-Wesley.
- Mehran, H. (1992), «Executive Plans, Corporate Control and Capital Structure». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 27:539-560.
- Milgrom, P. og J. Roberts (1992), *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.
- Minzberg, Henry (1983): *Power in and around organizations*. Englewood Cliffs N.J.: Prentice-Hall.
- Morgan, E.V. og A.D. Morgan (1990), «Investment Managers and Takeovers: Information and Attitudes». Working Paper. Edinburgh: The David Hume Institute.
- Morck, R., A. Schleifer og R.W. Vishny (1988), «Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers». I A.J.Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: The University of Chicago Press.
- OECD (1996), «OECD Economic Surveys: The United States». Paris: OECD.
- OECD (1997), OECD Letter. 62/2. S.4.
- Osterman, P. (1994), «How Common is Workplace Transformations and Who Adopts it?» *Industrial and Labor Relations Review*. 47:173-188.
- Payne, P. (1984), «Family Business in Britain: An Historical and Analytical Survey». I Okochi og Yasuoka (red.) *Family Business in Era of Industrial Growth*. Tokyo: University of Tokyo Press..
- Petersen, T. (1993), «The Economics of Organization. The Principal-Agent Relationship». *Acta Sociologica*. 36:277-293.

- Pollack, R.A. (1985), «A Transaction Cost Approach to Families and Households». *Journal of Economic Literature*. 23:581-608.
- Pound, J. (1992), «Beyond Takeovers: Politics Comes to Corporate Control». *Harvard Business Review*. 70:83-93.
- Prowse, S.D. (1992), «The Structure of Corporate Ownership in Japan». *The Journal of Finance*. 48:1121-1140.
- Roe, M. (1994), *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Roe, M. (1994), «Some Differences in Corporate Governance in Germany, Japan and America.» I Baums, Buxbaum og Hopt, eds., *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlin: Walter de Gruyter.
- Romano, R. (1992), «A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation». *The Yale Journal of Regulation*. 9:119-180.
- Scherer, F.M. (1988), «Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments». *Journal of Economic Perspectives*. 2:69-82.
- Schleifer, A. og L.H. Summers (1988), «Breach of Trust in Hostile Takeovers». I A. J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: University of Chicago Press.
- Schleifer, A. og R.W. Vishny (1997), «A Survey of Corporate Governance». *The Journal of Finance*. 52:737-783.
- Skog, R. (1994), «Corporate Law in Transition – the Swedish Harmonization to the EU». I Isaksson og Skog, eds., *Aspects of Corporate Governance*. Stockholm: Juristförlaget.
- Westhead, P. og M. Cowling (1996a), «Management and Ownership Issues in Family and Non-Family Companies». Working paper. 55230 Paper no 42. University of Warwick. Warwick Business School. Centre for Small and Medium Sized Companies.
- Westhead, P. og M. Cowling (1996b), «Performance Contrasts Between Family and Non-family Unquoted Companies in the UK». Working Paper. 55230 Paper no 33. University of Warwick. Warwick Business School. Centre for Small and Medium Sized Companies.
- Williamson, O. (1984), «Corporate Governance». *Yale Law Journal*. 93:1197-1230.
- Wymersch, E. (1994), «Elements of Comparative Corporate Governance in Western Europe». I Isaksson og Skog, eds., *Aspects of Corporate Governance*. Stockholm: Juristförlaget.
- Yasuoka, S. (1984) «Capital Ownership in Family Companies: Japanese Firms Compared With Those in Other Countries». I Okochi og Yasuoka (red.), *Family Business in Era of Industrial Growth*. Tokyo: University of Tokyo Press.
- Zeitlin, M. (1974), «Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class». *American Journal of Sociology*. 79:1073-1101.



Rapport 99:3

<p><i>Forfatter/Author</i> Trygve Gulbrandsen</p>
<p><i>Tittel/Title</i> Internasjonal forskning om eierskap og kontroll i privat næringsliv</p>
<p><i>Sammendrag</i> I denne rapporten gis det en oversikt over internasjonal forskning om det som på engelsk betegnes som «corporate governance». Denne forskningen tar utgangspunkt i et utbredt inntrykk av at ansatte toppledere i store bedrifter bruker sin makt til å bygge imperier på bekostning av selskapenes lønnsomhet. I forskningen om «corporate governance» har en derfor for det første studert de ordninger som kan sikre at topplederne opptrer i pakt med interessene til eierne eller andre viktige bidragsytere til selskapene. Slike ordninger omfatter for eksempel aksjonærenes lovbaserte rettigheter og selskapenes styringsorganer, insentivkontrakter for toppledere, markedet for foretaks kontroll, og særlig bankenes kontroll med selskapene de har lånt ut midler til. For det andre har det vært en voksende oppmerksomhet om de systemene for eierskap og finansiering en finner i ulike land.</p>
<p><i>Emneord</i> Eierskap, kontroll, eiersystemer, familiebedrifter.</p>
<p><i>Summary</i> «Corporate governance» is internationally a fast growing research field. This research is based upon a growing concern that the top management of large corporations is too much focussed upon building empires at the expense of the profitability of the corporations. This concern has motivated scholars to study what mechanisms there are in national economies for disciplining top managers to pay sufficient heed to the interests of the owners and other stakeholders of the corporations. The use and effectiveness of particular control mechanisms vary, however, with the structure of the governance system of the individual countries. Realizing this fact, has stimulated an increasing interest in carrying out comparative studies of national governance systems.</p>
<p><i>Index terms</i> Corporate governance, corporate control, owners.</p>

I denne rapporten gis det en oversikt over internasjonal forskning om det som på engelsk betegnes som «corporate governance». Under overskriften «corporate governance» har det i mange land vært en voksende offentlig diskusjon om hvordan private selskaper eies og kontrolleres. Hele denne diskusjonen bygger på et utbredt inntrykk av at ansatte toppledere i store bedrifter mer er opptatt av å forfølge egne mål enn å ivareta eiernes interesser. I økende grad ser både aksjonærer og mange politikere en fare for at ansatte toppledere bruker sin makt til å bygge imperier på bekostning av selskapenes lønnsomhet. I forskningen om «corporate governance» har en derfor for det første studert de ordninger som kan sikre at topplederne opptrer i pakt med interessene til eierne eller andre viktige bidragsytere til selskapene. Slike ordninger omfatter for eksempel aksjonærenes lovbaserte rettigheter og selskapenes styringsorganer, insentivkontrakter for toppledere, markedet for foretaks kontroll, og bankenes kontroll med selskapene de har lånt ut midler til. For det andre har det vært en voksende oppmerksomhet om de systemene for eierskap og finansiering en finner i ulike land. Forskningen har vist at det er store forskjeller mellom eiersystemene i for eksempel land som Japan, Tyskland, Storbritannia og USA.

ISBN 82-7763-119-7

ISSN 0333-3671

ISF, Munthes gate 31, 0260 Oslo. Tlf 23 08 61 00 Faks
23 08 61 01

Trygve Gulbrandsen: Internasjonal forskning om eierskap og kontroll i privat næringsliv

ISF

Trygve Gulbrandsen

Internasjonal forskning om eierskap og kontroll i privat næringsliv

Rapport 99:3