

Norske familiebedrifter: Omfang, eierstyring og lønnsomhet

av*

Janis Berzins

Øyvind Bøhren

Kommer i *Praktisk økonomi og finans*, 2013

Sammen drag

Vi dokumenterer at familiebedriftene utgjør en betydelig andel av norsk økonomi regnet etter antall, ansatte, omsetning og eiendeler. Eierstyringen i den enkelte familiebedrift kjennetegnes av uvanlig tett kopling mellom eierskap, styredeltakelse og daglig ledelse. Maktmisbruk overfor minoriteten skjer trolig sjelden fordi familiens høye eierandel gir lave insentiver til slik behandling av medinvestorer. Familiebedrifter har atskillig høyere lønnsomhet enn andre bedrifter. Denne forskjellen i lønnsomhet reduseres imidlertid med to tredeler når vi tar hensyn til andre lønnsomhetsdrivende egenskaper ved bedriften enn måten den er eid på.

Mai 29, 2013

*Senter for eierforskning ved Institutt for finansiell økonomi, Handelshøyskolen BI, Nydalsveien 37, 0442 Oslo (www.bi.edu/ccgr). Våre epostadresser er janis.berzins@bi.no (Berzins) og oyvind.bohren@bi.no (Bøhren). Vi takker for mange innsiktsfulle kommentarer fra fagfellen. Alle gjenstående feil og uklarheter er vårt ansvar.

1. Innledning

I denne artikkelen skal vi vise at i norske familiebedrifter er eierskap, styre og ledelse spesielt tett innvevd i hverandre. Denne eierformen utgjør motpolen til bedriftene på Oslo Børs, som typisk har tusenvis av eiere, fraværende eierskap i styret og dessuten en ledelse med lav eierandel (Bøhren, 2011). Dette skillet mellom eierskap på den ene siden og daglig kontroll på den andre er eierstyringens grunnproblem utenfor familiebedriftenes rekke. Denne situasjonen er ikke unik for Norge, men gjelder i alle land. Familiebedrifter, inklusive de aller største av dem, er derfor spesielt interessante i et eierstyringsperspektiv fordi eierutøvelsen er så tett på den daglige kontrollen.

Vi skal også dokumentere at familiebedrifter utgjør en betydelig del av samlet verdiskaping i Norge. Det er altså ikke slik en gjerne lett tror at familiebedrifter er ørsmå virksomheter. Familiebedrifter er noe mye mer enn kolonialen på hjørnet, snekkeren i nabohuset og onkels konsulentfirma. Vi skal vise at i et samfunnsøkonomisk perspektiv er familiebedriftene viktige ikke bare aggregert, men ofte også enkeltvis.

I del 2 definerer vi begrepet familiebedrift og dokumenterer samlet omfang av denne bedriftstypen. Vi undersøker størrelsen på familiebedriftene i del 3, mens del 4 analyserer eierstrukturen. I del 5 ser vi på særtrekk ved styret og daglig ledelse, mens del 6 og 7 undersøker henholdsvis risiko og lønnsomhet. Vi oppsummerer og konkluderer i del 8.¹

2. Definisjon og omfang

Det finnes ikke noen standarddefinisjon av en familiebedrift. Uansett definisjon må den likevel forholde seg til to spørsmål:

1. Hvem skal inkluderes i det som kalles familien?
2. Hva må familien gjøre i bedriften for at den skal kvalifisere som familiebedrift?

På det første spørsmålet velger vi å svare at en familie er en gruppe personer som er koplet sammen gjennom giftemål eller gjennom slektskap i rett linje til og med oldeforeldre eller i sidelinje til og med søskenbarn. Det gode svaret på det andre spørsmålet avhenger av hva begrepet familiebedrift skal brukes til. I denne artikkelen vil det sentrale være familiemedlemmenes rolle som eiere, styremedlemmer og daglig ledelse. Blant disse tre rollene er eierrollen den avgjørende fordi simpelt flertall (over 50 % av aksjene) gir familien kontroll i generalforsamlingen. Denne eierandelen er tilstrekkelig stor til at familien alene kan

bestemme sammensetningen av styret, som i sin tur velger strategi samt ansetter og avskjediger daglig leder.² Vår definisjon er derfor at i en familiebedrift eies over halvparten av aksjene av personer som er gift, i svigerfamilie eller i slekt med hverandre.³

2.1 Omfang

Tabell 1 tar utgangspunkt i populasjonen av alle norske bedrifter med begrenset ansvar (AS og ASA) i øverste rad. Deretter viser tabellen hvordan vårt utvalg er fremkommet ved å filtrere ut bedrifter i populasjonen som ikke møter bestemte kriterier.

Tabell 1: Populasjon, filtre og utvalg

Data for 2011.

Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.

Filter nr.	Kriterium	Antall bedrifter
Populasjon	Er AS eller ASA	208 326
1	Er ikke datter	206 196
2	Har konsistent regnskap	199 359
3	Har salgsinntekt	178 490
4	Har ansatte	110 519
5	Er familiebedrift	71 955
5a	Er unotert	71 944
5b	Er notert	11

Filter 1 utelukker datterselskapet så sant morselskapet har konsoliderte regnskapstall. Børsnoterte bedrifter inkluderes uansett om de er morselskap eller datterselskap. Filter 2 krever at eiendelene er lik summen av egenkapital og gjeld, at ingen eiendelspost eller gjeldspost er negativ, at mest likvide omløpsmidler ikke overskrider omløpsmidler, og at arbeidskapitalen ikke overskrider eiendelene. Filter 3 og 4 er aktivitetskrav, mens filter 5 utelukker bedrifter hvor ikke ultimat eierandel for en familie overskrider 50 %.

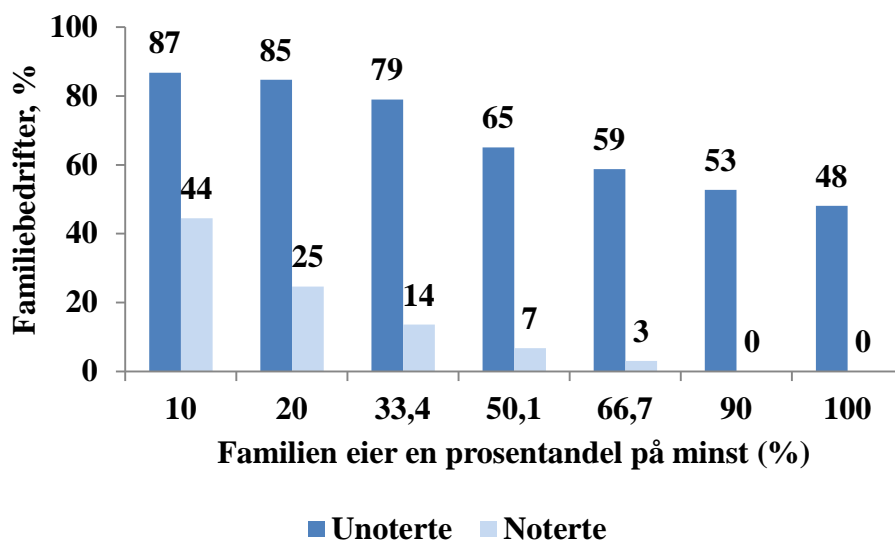
Tabellen viser at det var 208 326 AS og ASA ved utgangen av 2011 (populasjon). I unoterte bedrifter eliminerer vi datterselskaper og inkluderer det konsoliderte morselskapet (filter 1), og vi utelukker bedrifter der regnskapstallene ikke er internt konsistente (filter 2). Kun bedrifter med salgsinntekt (filter 3) og ansatte (filter 4) inkluderes. Dermed står vi igjen med utvalg på 110 519 bedrifter, dvs. 53 % av populasjonen. Av disse er 71 955 familiebedrifter (filter 5), hvor av 11 er notert på Oslo Børs. Som tabellen viser, er det aktivitetskravet (filter 4

og 5) som har den største filtreringseffekten gjennom å fjerne 42 % av populasjonen (88 840 bedrifter).

Figur 1 viser antall og andel familieeide bedrifter ved sju alternative kontrollgrenser. Vi baserer eierskapet på ultimat eierandel, dvs. summen av familiens direkte eierskap og indirekte eierskap gjennom andre bedrifter. Indirekte eierskap gjennom holdingselskaper ble en utbredt eierform i Norge etter at utbytte og kursgevinst ble skattbart på personlig hånd etter skattereformen i 2006 (Berzins, Bøhren og Stacescu, 2013).

Figur 1: Antall og andel AS og ASA i 2011 som er familiebedrifter ut fra seks alternative kontrollgrenser
Bedriftene i utvalget har konsistente regnskapstall, er i virksomhet og er ikke unoterte datterselskaper så sant morselskapet leverer konsolidert regnskap.
Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.

Utvalg	Familien eier en prosentandel på minst (%)							Alle bedrifter
	10	20	33,4	50,1	66,7	90	100	
Alle	95 925	93 580	87 276	71 930	64 965	58 292	53 143	110 519
Unoterte	95 853	93 540	87 254	71 919	64 960	58 292	53 143	110 357
Noterte	72	40	22	11	5	0	0	162



Tabellen øverst viser i ytterste høyre kolonne at utvalget består av i alt 110 519 bedrifter (se tabell 1). Det er 110 357 unoterte blant dem og 162 noterte. Resten av tabellen viser antall familiebedrifter i disse tre utvalgene ut fra sju alternative kontrollgrenser. Her er minimum 10

% eierandel for familien den svakeste kontrollgrensen, mens 100 % er den sterkeste. Søylen viser tallene fra tabellen i form av den andel familiebedrifter utgjør av alle bedrifter.

Figur 1 reflekterer at uansett hva vi bruker som kontrollgrense er familiebedriften den dominerende bedriftstypen i Norge. Standarddefinisjonen med simpelt flertall (minst 50,1 % i figuren) gjør at 71 930 av landets 110 519 aktive bedrifter er familiebedrifter, dvs. 65 %.

Familien kan avvise vedtektsendringer i 79 % av bedriftene gjennom negativ kontroll (minst 1/3 av aksjene). Familien kan egenhendig gjennomføre vedtektsendring i 59 % av bedriftene gjennom kvalifisert flertall (minst 2/3 av aksjene). Heleide familiebedrifter (100 % eierandel for familien) utgjør 48 % av alle bedrifter i vårt utvalg.

Dette mønsteret viser seg å være ganske stabilt i alle årene vi har eierdata for, dvs. 2000-2011. For øvrig er andelen familiebedrifter egentlig enda høyere enn hva disse tallene viser. Dette skyldes at for ca 15 % av bedriftene mangler vi fullstendige data om eiernes identitet. I slike tilfeller klassifiserer vi bedriften som familiebedrift bare så sant de eierne som kan identifiseres utgjør en kontrollerende familie.

Tallene i figur 1 dokumenterer at det ikke finnes mange børsnoterte familiebedrifter i Norge. Tabell 2 viser omsetning, kontrollerende familie og familiens eierandel i familiebedrifter på Oslo Børs i 2011. Samtlige av dem er datterselskaper av unoterte morselskaper.

Tabell 2: Noterte familiebedrifter på Oslo Børs

Oversikten inkluderer familiebedrifter som er datterselskaper. Data for 2011.

Kilde: www.proff.no og www.bi.edu/ccgr.

Bedrift (ASA)	Omsetning, mill. kr	Kontrollerende familie	Familiens eierandel, %
Aker	6 217	Røkke	65
Rieber & Søn	4 334	Rieber	88
Salmar	3 837	Witzøe	52
Olav Thon Eiendomsselskap	3 496	Thon	71
Wilson	2 023	Eidesvik	68
Tide	1 993	Jin Hermansen	76
Gyldendal	1 716	Must	50
Havila Shipping	1 389	Sævik	51
Rem Offshore	755	Remøy	74
Aker Biomarine*	334	Røkke	54
Havila Ariel*	267	Sævik	53

* Ikke børsnotert i mai 2013

Empirien om norske familiebedrifter i det følgende vil derfor nesten bare dreie seg om unoterte bedrifter. Bedriftene på Oslo Børs vil likevel inngå som sammenligningsgrunnlag gjennom de bedriftene som ikke er familieeid (151 av de 162 børsnoterte i vårt utvalg i 2011). Dette fokuset på de unoterte familiebedriftene fyller også et hull i litteraturen. Mangel på data om unoterte bedrifter gjør nemlig at internasjonal forskning nesten bare har undersøkt familiebedrifter som er på børs. Som vi vil vise, har disse studiene dessuten måttet bruke mye lavere kontrollgrenser enn 50 % for å oppnå et utvalg med tilstrekkelig mange familiebedrifter for statistiske tester. Tabell 3 viser eksempler på store og små familiebedrifter utenfor Oslo Børs.⁴

Tabell 3: Eksempler på norske unoterte familiebedrifter
Datterselskaper inngår i morselskapenes tall. Data for 2011.
Kilde: www.proff.no og www.bi.edu/ccgr.

Bedrift (AS)	Omsetning, mill. kr	Kontrollerende familie	Familiens eierandel, %
Reitangruppen	62 212	Reitan	100
Joh. Johannson	58 671	Johannson	100
Laco	19 484	Møgster	74
Møllergruppen	18 205	Møller	51
Ferd JHA	9 241	Andresen	100
Kistefos Holding	8 996	Sveaas	100
Thon Gruppen	7 454	Thon	100
Canica	7 227	Hagen	100
Holta Invest	6 155	Holta	100
TRG	6 020	Røkke	98
Firda Eiendom	500	Braanaas	100
Øystese Mek Verksted	100	Gjerde	100
Dybvik Sport	10	Dybvik	75
Ørje Tremiljø	1	Grøndal	67

Hva betyr familiebedriftene for Norge? Figur 2 gir bakgrunn for et mulig svar ved å sammenligne samlet omfang av landets familiebedrifter med bedrifter ikke er familieeide. Denne siste gruppen er ut fra vår definisjon bedrifter der største familie ikke har flertall på generalforsamlingen ved fullt oppmøte av alle eiere.

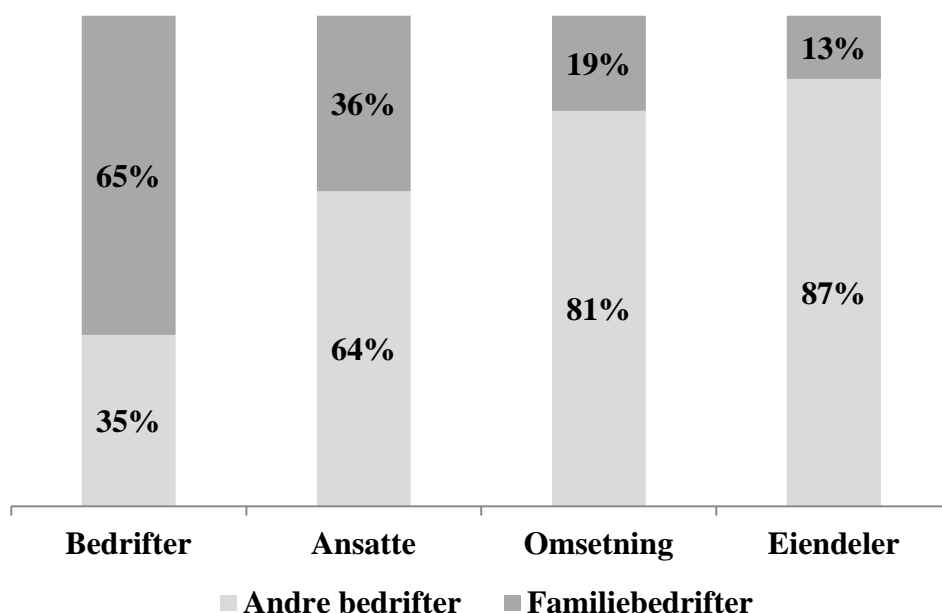
Søylen helt til venstre gjentar resultatet fra figur 1 for standarddefinisjonen (familien har flertall). De tre andre søylene reflekterer at selv om familiebedrifter representerer 65 % av landets bedrifter, står de for 36 % av sysselsettingen, 19 % av omsetningen og 13 % av eiendelene. Disse aggregerte andelene for familiebedrifter er dessuten noe underestimerte

fordi vi mangler data om eiernes identitet i ca 15 % av bedriftene. Uansett betyr dette at sammenlignet med andre bedrifter er familiebedrifter gjennomgående tallrike, men små. Del 3 gir mer informasjon om størrelsen på den enkelte bedrift.

Figur 2: Aggregert størrelsesforhold mellom familiebedrifter og andre bedrifter målt ved antall bedrifter, antall ansatte, omsetning og eiendeler

Data for norske AS og ASA i 2011 som har konsistente regnskapstall, er i virksomhet og ikke er unoterte datterselskaper så sant morselskapet leverer konsolidert regnskap. Prosentandelene er angitt i søylene.

Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.



3. Størrelse

I tabell 4 viser panel A fordelingen mellom store og små bedrifter. Tallene dokumenterer for det første at uansett familiestatus (familie/ikke familie) er bedrifter flest små. I følge vår definisjon betyr det at bedriften verken har minst 50 ansatte eller minst 80 mill. i omsetning og 80 mill. i eiendeler. For det andre viser tabellen at mens ca 1 % av familiebedriftene er store, er ca 6 % store blant de andre bedriftene. Relativt sett er det altså fem ganger flere store bedrifter når ikke en familie har aksjemajoritet.

Tabell 4: Størrelse for familiebedrifter og andre bedrifter

Data for norske AS og ASA i 2011 som har konsistente regnskapstall, er i virksomhet og ikke er unoterte datterselskaper så sant morselskapet leverer konsolidert regnskap. En stor bedrift i panel A har enten minst 50 ansatte eller både minst 80 mill. kroner i omsetning og minst 80 mill. kroner i eiendeler (EUs definisjon). Størrelse i panel B er målt som omsetning i millioner kroner.

Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.

A: Store og små bedrifter

Type	Store	Små	Sum
Familiebedrifter	882	71 073	71 955
Andre bedrifter	2 379	36 185	38 564
Sum	3 261	107 258	110 519

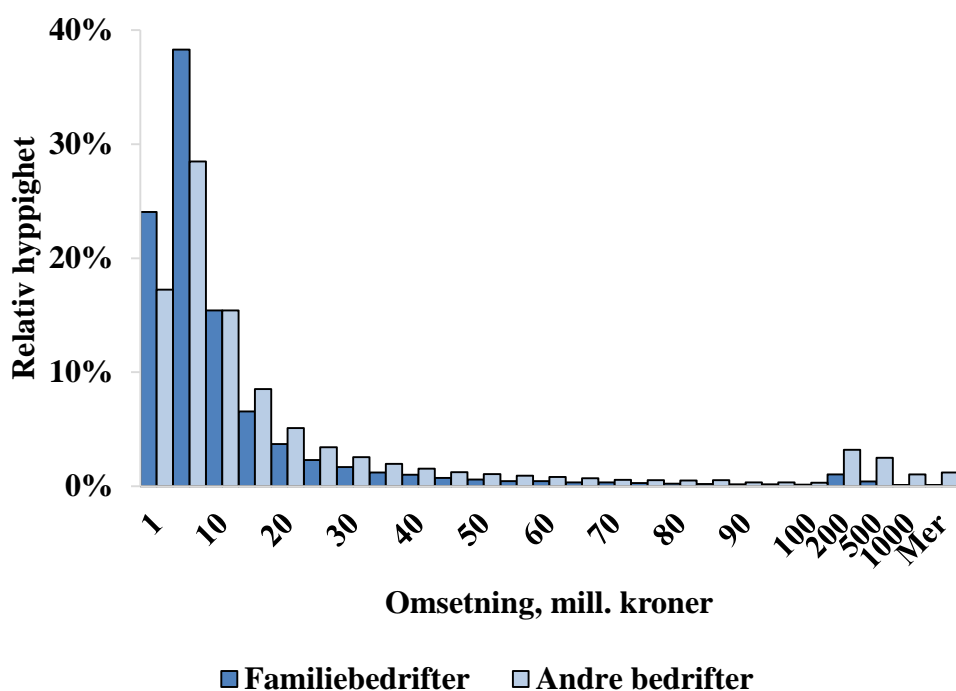
B: Størrelse per bedrift

Type	Gjennomsnitt	Standardavvik	Median	Antall
Familiebedrifter	14	132	3	71 955
Andre bedrifter	112	3 860	6	38 564

Panel B i tabell 4 viser nøkkeltall for størrelse per bedrift. Disse bekrefter bildet fra panel A om at de fleste familiebedrifter er små. Tabellen viser imidlertid også at mens ikke-familiebedrifter er ca åtte ganger større enn familiebedrifter i gjennomsnitt (112 mill. kontra 14 mill. kroner), er de bare dobbelt så store (6 mill. kontra 3 mill.) ut fra median. Dette reflekterer en mye sterkere spredning i størrelse blant bedriftene som ikke er familieeid. Et langt høyere standardavvik i forhold til gjennomsnittet bekrefter dette inntrykket. Hovedgrunnen er at de aller største blant ikke-familie bedriftene, som også er børsnoterte, er så mye større enn alle andre.

Dette forholdet kommer enda tydeligere frem i figur 3, som viser hyppighetsfordelingene for bedriftsstørrelse i henholdsvis familiebedrifter og andre bedrifter. Hyppighetsfordelingene viser at sammenlignet med andre bedrifter er det blant familiebedriftene en overhyppighet av bedrifter med omsetning under 10 mill. kroner. Motsatt er familiebedriftene underrepresentert blant bedrifter med minst 15 mill. i omsetning. Dette betyr imidlertid ikke at alle familiebedrifter er små. Både den høyre halen av frekvensfordelingen i figur 3 og listen over navngitte familiebedrifter på og utenfor børs i tabell 2 og 3 viser at det finnes mange familiebedrifter som er virkelig store.

Figur 3: Størrelsesfordelingen for familiebedrifter og andre bedrifter.
 Data for norske AS og ASA i 2011 som har konsistente regnskapstall, er i virksomhet og ikke er unoterte datterselskaper så sant morselskapet leverer konsolidert regnskap. Størrelse er målt som omsetning i millioner kroner.
 Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.



4. Eierskap

Eierkonsentrasjonen reflekterer hvor stor makt og hvor sterke insentiver store eiere har til å involvere seg i bedriftens strategi og drift. Her har tidligere studier i Norge vist at eierkonsentrasjonen er mye høyere i unoterte bedrifter enn i noterte (Berzins og Bøhren, 2009). Eksempelvis var gjennomsnittlig eierandel for bedriftens største eier i 2008 lik 76 % i unoterte og 30 % i noterte. Dessuten ser det ut til at bedriftens størrelse betyr lite for eierkonsentrasjon blant de unoterte. Store unoterte hadde altså omtrent like høy eierkonsentrasjon som små unoterte.

Tabell 5 grupperer bedriftene etter familiestatus (familie/ikke-familie) snarere enn noteringsstatus (notert/ikke-notert). Tabellens første linje viser at største enkelteiers andel er høyere i familiebedrifter enn i bedrifter uten familiekontroll (79 % kontra 52 %). Tilsvarende er nest største eiers andel lavere (14 % kontra 21 % i andre linje). I disse tallene opptrer altså hver enkelteier i familien hver for seg.

I tabellens tredje linje er eierandelene til familiemedlemmene gruppert sammen til én eierpost. Da har største familie regnet etter eierandel en gjennomsnittlig andel på hele 93 % av aksjekapitalen i en familiebedrift. Minoritetseierne har derfor kun 7 %, mens de i gjennomsnitt har 48 % i andre bedrifter.⁵

Tabell 5: Eierkonsentrasjon i familiebedrifter og andre bedrifter

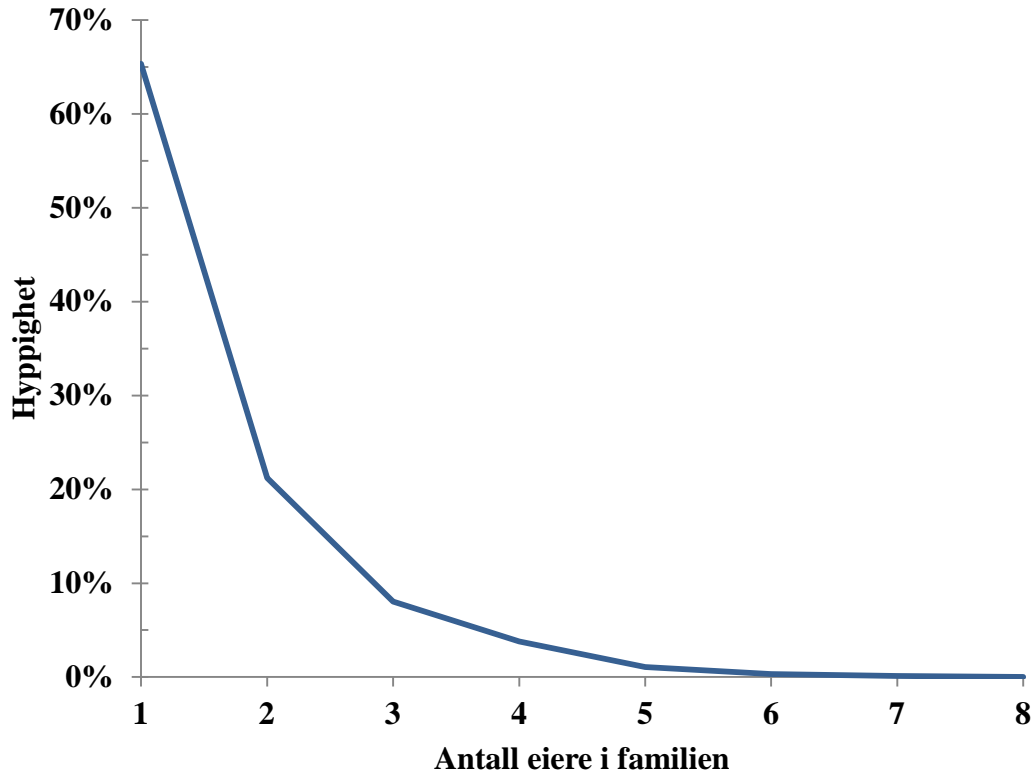
Data for norske AS og ASA i 2011 som har konsistente regnskapstall, er i virksomhet og ikke er unoterte datterselskaper så sant morselskapet leverer konsolidert regnskap

Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.

<u>Eieregenskap</u>	<u>Familiebedrifter, prosent</u>	<u>Andre bedrifter, prosent</u>
Største enkelteiers andel	79	52
Nest største enkelteiers andel	14	21
Største families andel	93	37

Familiemedlemmene har ikke alltid samme syn på hva den felles eide bedriften bør gjøre. De nylige rettsforhandlingene mellom fire Skaugen-søsken er bare ett av mange eksempler på hvor misvisende det kan være å sette likhetstegn mellom familieeierskap og eieridyll.⁶ Å gruppere sammen familiemedlemmenes eierandeler til én post, slik vi gjør i denne artikkelen, innebærer derfor en implisitt forutsetning om familieenighet på generalforsamlingen som ikke alltid finnes. Figur 4 gir et visst innblikk i dette forholdet ved å vise hyppighetsfordelingen for antall eiere innenfor den kontrollerende familien.

Figur 4: Antall eiere innenfor den kontrollerende familien i en familiebedrift
 Data for alle norske familiebedrifter i 2011 som er AS eller ASA, har konsistente regnskapstall, er i virksomhet og ikke er unoterte datterselskaper så sant morselskapet leverer konsolidert regnskap.
 Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.



Figuren viser at i ca 65 % av familiebedriftene er det bare én eier i den kontrollerende familien. Det nest vanlige er to eiere (ca 20 %), fire eiere finnes i ca 5 % av familiene, og mer enn fire forekommer bare i ca 2 %. Tabell 5 viser dessuten at største enkelteier i familien gjennomsnittlig har 79 % av aksjene. Vurdert ut fra eierstrukturen kan derfor ett familiemedlem svært ofte få sin vilje gjennom. Uenighet innenfor familien er i så måte ikke noe stort poeng for styrken i eierstyringen, selv om uenigheten kan medføre mye tapt tid og penger i rettsalene samt mye vondt blod både før og etter rettssaken. En stor utfordring for familiebedriftene er da også å sørge for ikke familietreet får så mange og ulike grener eiermessig at hele treet dør (Lambrecht og Lievens, 2008).

Det er likevel ikke opplagt at den som har familiemakten også velger å bruke den når det er uenighet. Dessuten kan aksjonæravtaler mellom familiemedlemmene begrense den enkeltes rett til å utøve eiermakt egenrådig. Eksempelvis konsentreres makten hos familiens senior gjennom bruk av A og B aksjer med ulik stemmerett.⁷ Det kan også hende at selv om uenigheten er liten på generalforsamlingen, kommer den tydeligere frem i styret. Dette kan

eksempelvis skje når ulike fraksjoner i familien har avtalebestemt styreplass. Slike uformelle og formelle avtaler familiemedlemmene imellom er imidlertid ikke offentlig tilgjengelig informasjon. Analysen av eierstyring i følgende må vi derfor basere på familiens samlede eierandel og på familiens samlede tilstedeværelse i ledelse og styre. Vi skal nå kople disse komponentene sammen og vise konsekvensene for det vi vil kalle familiebedriftens agentkostnader.

5. Styre og ledelse

Interessemotsetninger er selve grunnlaget for eierstyringsfaget. Slike motsetninger omtales gjerne som prinsipal-agent problemer eller bare som agentproblemer. Det vi heretter kaller agentproblem 1 skriver seg fra mulige motsetninger mellom eierne på den ene siden og ledelsen på den andre. Eksempelvis kan ledelsen prioritere dyr firmabil og sosial synlighet gjennom sterk vekst, mens eierne ønsker en ledelse som setter lønnsomhet høyest.

Agentproblem 1 er større desto mindre insentiver og makt eierne har (lav eierkonsentrasjon) og jo mindre eierandel styret og ledelsen har (lavt innsideeierskap).

Agentproblem 2 oppstår når noen eiere forsyner seg på medeiernes bekostning. Bedrifter med høy eierkonsentrasjon er utsatt for dette problemet, som eksempelvis kan oppstå når majoritets-eier selger egne eiendeler til bedriften for overpris eller tilbyr underpris på minoritetsaksjene ved tvangsinnløsning. Kjell Inge Røkke måtte helt til Høyesterett i 2005 for sin tvangsinnløsningspraksis i Norway Seafoods (Bøhren og Krosvik, 2013). Han ble også kritisert sterkt av finanspressen og sin statlige medeier i 2009 for salg av påstått overprisede eiendeler fra Aker (hvor Røkke eide mye) til Aker Solutions (hvor Røkke eide mindre).⁸

Eierkonsentrasjonen er ikke det eneste kjennetegnet som påvirker agentproblem 2. Det påvirkes også av om de store eierne plasserer seg på innsiden av bedriften eller ikke. Tabell 6 dokumenterer, ikke overraskende, at i familiebedrifter manifesterer den høye eierkonsentrasjonen seg som bred tilstedeværelse i innsideposisjoner. Slike innsideposisjoner reflekteres i innsideeierskap, styreplass, styreledelse og daglig ledelse.

Tabell 6: Styre og ledelse i familiebedrifter og andre bedrifter

Data for norske AS og ASA i 2011 som har konsistente regnskapstall, er i virksomhet og ikke er unoterte datterselskaper så sant morselskapet leverer konsolidert regnskap.

Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.

Type	Innside- andel (%)	Største eier er i styret (ja; %)	Største eiers andel av styreplassene (%)	Største eier er styreleder (ja; %)	Største eier er daglig leder (ja; %)	Største eier er styreleder og daglig leder (ja; %)
Familiebedrifter	69	98	86	89	81	74
Andre bedrifter	41	79	34	36	36	12

Tabellen viser at i gjennomsnitt er 69 % av eierskapet representert i familiebedriftens styre og daglige ledelse. Største eier (dvs. familien) er nesten unntaksløst i styret (98 % av tilfellene) og har omtrent alle styreplassene (86 %). Et familiemedlem er styreleder i 89 % av tilfellene, daglig leder i 81 %, og familien fyller begge posisjoner i 74 % av familiebedriftene. I bedrifter uten familiekontroll er situasjonen ganske annerledes. Eksempelvis er gjennomsnittlig innsideandel 41 %. Største eier er styreleder i 34 % av disse bedriftene, daglig leder i 36 % og har begge roller i 12 %. Disse kjennetegnene betyr at i nesten alle familiebedrifter finnes det ingen agentkonflikt mellom eierne og ledelsen (agentproblem 1). Eierskap, styremedlemskap og daglig ledelse er helt innvevd i hverandre. Styrets oppgave i forhold til ledelsen er derfor rådgiving og ikke kontroll med at ledelsen meler egen kake på eiernes bekostning. Dette inntrykket forsterkes av at familiebedrifter gjennomgående er små og har en tilsvarende liten ledergruppe.

Konflikten mellom store og små eiere (agentproblem 2) er mest alvorlig når største eier så vidt kontrollerer bedriften, for eksempel med 51 % av aksjene. Majoritetseieren kan da få 100 % av fordelene ved ekstravagant firmabil, men betaler selv bare 51 % av kostnaden. Resten må minoritetseierne betale uten å få noe av fordelene. Dette agentproblemet blir imidlertid mindre jo mer majoriteten eier, og det er helt borte når majoriteten eier 100 %. I en slik eneeid bedrift er det jo ingen medeiere å stjele fra. Eier familien 99 %, er det uansett bare 1 % som må dekkes av minoriteten.

Tallene i tabell 5 og 6 innebærer at selv om familiebedrifter flest har minoritetseiere, har familien lite insentiv til å utnytte dem. Nesten hele familiens ekstraforbruk på bedriftens regning må familien dekke selv gjennom sin høye andel av det reduserte overskuddet. I familiebedrifter er derfor konflikten mellom majoritet og minoritet gjennomgående lav: Ekstra høy eierandel gjør at det aller meste av atferd som reduserer minoritetens verdier

automatisk internaliseres av familien. Aksjonæravtaler mellom majoritet og minoritet er derfor ikke så viktige i familiebedrifter flest. Agentproblem 2 er mer alvorlig i bedrifter som ikke kontrolleres av en familie. Der ligger største eiers andel i gjennomsnitt rett over 50 % (tabell 5), dvs. nettopp der den potensielle konflikten mellom majoritet og minoritet er størst.

6. Risiko

Resultatene så langt viser at familiebedrifter har mye høyere eierkonsentrasjon enn andre, og at aksjene som oftest er eid av ett eller to familiemedlemmer. Det er dessuten en utbredt praksis at familiemedlemmer arbeider i styret og er ansatt som daglig leder. Familieeiere får derfor både arbeidsinntekt og trolig store deler av sin formue fra en og samme kilde, dvs. fra bedriftens kontantstrøm. I tillegg er bedriften nesten alltid unotert, slik at eierandelene har lav likviditet.

Alt dette tyder på at familieeiere er udiversifiserte. Det betyr at de bærer økonomisk risiko som de kunne ha kvittet seg med ved å spre sitt eierskap over mange bedrifter. Dette kunne familien eksempelvis ha fått til ved å selge hele eller deler av familiebedriften og investere pengene i verdipapirfond. Familieeiere har imidlertid tatt et valg om ikke å gjøre dette. En nærliggende strategi er derfor å redusere risikoen gjennom måten familiebedriften finansierer, investerer og driver på. Nøkkelen er å redusere finansiell risiko gjennom lav gjeldsandel og å redusere operasjonell risiko gjennom stabile inntekter og lave faste kostnader. Lav gjeld, diversifisert produksjon og fleksibel kostnadsstruktur er derfor strategiske verktøy for å redusere risiko.

Svalland og Vangstein (2011) undersøkte nylig deler av denne problemstillingen ved å sammenligne risikoen i familiebedrifter med bedrifter som ikke er familieeid. Risiko ble definert som driftsrisiko og målt ved standardavviket til bedriftens driftsinntekter over ti år dividert med absoluttverdien av bedriftens gjennomsnittlige driftsinntekt over samme periode. Jo høyere forholdstall, desto større risiko. Det ble dessuten kontrollert for driftsrisikoen i bedriftens hovedbransje, for bedriftens størrelse gjennom salgsinntektene og for finansiell risiko gjennom gjeldsandelen.

Studien fant at familieeiere ser ut til å velge et produktspekter og en salgsform som gir lavere risiko enn andre eiere. Dette er konsistent med et ønske om diversifisering i driften.

Forklaringen kan også være at nettopp fordi familieeiere ofte er så tett på den daglige driften, reagerer de raskere ved negative signaler og iverksetter tiltak hurtigere og med større kraft

enn i bedrifter med fragmentert eierskap. Det viser seg for øvrig at familier ikke velger mindre risikable bransjer enn andre eiere.

Dette resultatet gjelder risiko for bedriften isolert sett, dvs. total risiko (summen av systematisk og usystematisk). Usystematisk risiko er relevant for udiversifisert eiere, slik som eiere av familiebedrifter. En diversifisert eier, derimot, har eierandeler i mange bedrifter. Da er det ikke totalrisikoen i den enkelte eierandel som teller. Det avgjørende er eierandelens risikobidrag til en diversifisert portefølje (systematisk risiko). Usystematisk risiko er irrelevant for slike eiere, og diversifisering innad i bedriften for å redusere slik risiko er derfor ikke i diversifiserte eieres interesse (Bøhren og Michalsen, 2012)

I forhold til konflikten mellom store og små eiere (agentproblem 2) betyr denne logikken at i familiebedrifter kan det skje risikostyring som riktignok tjener majoriteten (den udiversifiserte familien), men ikke en veldiversifisert minoritet. Denne konflikten eierne imellom inntreffer hvis den reduserte risikoen gjør familiebedrifter mindre lønnsomme.

Svalland og Vangsteins analyse gjelder bare risikoen i bedriftens inntekter. Analysen forteller derfor ikke hele historien, siden risiko for eierne også avhenger av risikoen i kostnadene. Ekstremtilfellene er at kostnadene er helt faste kontra helt variable. I det første tilfellet er kostnadene de samme uansett hvor godt eller dårlig salget går, dvs. høyere kostnad per enhet jo lavere salget er. I det andre tilfellet er kostnaden per enhet den samme ved lavt salg som ved høyt. Utleie av fast eiendom kan være et eksempel på det første tilfellet, mens dagligvarehandel ligner på det andre. Risikoeffekten av en fleksibel kostnadsstruktur kommer derfor i tillegg til de forklaringene som ble undersøkt. Det er ikke opplagt hvilken vei dette trekker nettoeffekten. I denne artikkelen vil vi ikke forfølge denne problemstillingen, som er omfattende og krevende. Dette gjelder særlig for unoterte bedrifter, siden det der ikke finnes risikomål basert på markedspriser.

7 Lønnsomhet

Familiebedrifter atskiller seg fra andre bedrifter gjennom sin eierstruktur, styresammensetning og daglige ledelse. Spørsmålet blir dermed hva konsekvensen av dette er for familiebedrifters evne til å skape bedriftsøkonomisk lønnsomhet. Vi gjennomgår først noen lønnsomhetsmessige fordeler og ulemper familiebedrifter kan tenkes å ha i forhold til andre. Deretter oppsummerer vi internasjonal empiri, for så å gjennomgå våre funn for Norge.

7.1 Lønnsomhetsfordeler i familiebedrifter

Empirien vi har gjennomgått så langt tilsier at i familiebedrifter flest er det ingen vesentlig konflikt mellom eernes og ledelsens interesser. Motsetningsforholdet mellom familien og andre eiere er også lite fordi familiens høye eierandel internaliserer det aller meste av kostnaden ved bare å tenke på seg selv. Den eneste reservasjonen her gjelder verditap skapt av overdreven intern risikoreduksjon.

I alle bedrifter kan det oppstå konflikter mellom eierne på den ene siden og de ansatte, kundene og storsamfunnet på den andre. Da kan det argumenteres for at familiebedrifter står for en langsiktighet og en nærhet til de ansatte som kan ha bedriftsøkonomisk verdi fordi det skaper tillit og gjensidighet mellom partene. Eksempelvis har vi vist at familiebedrifter nesten aldri er på børs. Derfor kan de være mindre utsatt for verdiødeleggende press fra sine eiere om kortsiktig gevinst enn hva børsnoterte bedrifter er. I familiebedrifter som har overlevd flere generasjoner kan dessuten respekt for forfedre gi en spesiell evne til utholdenhet og nøysomhet. I slike bedrifter kan også familiens sosiale renommé være knyttet til at bedriften greier å overleve.

7.2 Lønnsomhetsulemper i familiebedrifter

Den stabiliteten familien representerer kan imidlertid skape problemer både i eierutøvelse, styre og ledelse. Tabell 6 viser at daglig leder svært ofte rekrutteres fra familien. Sjansen er derfor høy for at den beste kandidaten utenfor familien ikke engang identifiseres og enda mindre vurderes. Familiebedriften ender dermed opp med en svakere kandidat fra familien enn hva ekstern rekruttering fra et mye større kandidatutvalg ville ha gitt.

En slik form for innavl er også et potensielt problem i styret, hvor tallene våre dokumenterer hvor uvanlig det er at en vesentlig del av styret består av medlemmer utenfor familien. For eierutøvelsen er problemet med dette at eierskapet fornyer seg for sakte. Dagens eiere utfordres dessuten ikke av nye eiere gjennom trusselen om å bli oppkjøpt når bedriften drives dårlig, slik børsnoterte bedrifter stadig utsettes for.

Her er det likevel verd å minne om at i følge figur 4 har to tredel av familiebedriftene bare en eier, og at største eier er daglig leder i åtte av ti tilfeller i følge tabell 6. I slike situasjoner skyldes trolig den tette koplingen mellom eierskap og ledelse at denne ene personen ønsker å drive egen næringsvirksomhet. Da er det daglig leder som velger å ha en familiebedrift, og ikke familiebedriften som rekrutterer daglig leder fra familien. Dette vil nok særlig gjelde for familiebedrifter som er unge og små.

Tabell 2 dokumenterer at familiebedrifter sjelden er børsnoterte. Det er heller ikke aktuelt å emittere nye aksjer til investorer utenfor familien hvis dette truer familiens kontroll. Denne situasjonen innebærer at familiebedrifter mer enn andre har svak tilgang på ny egenkapital. Den eneste kilden er familien selv og tilbakeholdt overskudd. Riktignok kan familiens formue gjøres mer likvid ved å selge deler av virksomheten, men familiens formue øker like fullt ikke. Denne mangelen på egenkapital begrenser muligheten til vekst og kan være en forklaring på at familiebedrifter er mindre enn andre. Sammen med ønsket om å overleve kan dette også ligge bak internasjonale funn om at økonomier med dominans av familiebedrifter kan ha problemer med risikotaking og vekst (Morck, Percy, Tian og Yeung, 2005).

Merk for øvrig at selv om denne begrensningen på finansiering gjør at verdiskaping i kroner blir lavere, kan den gjøre avkastningen høyere regnet i prosent. Dette skyldes at familiebedriften ikke investerer i alle prosjekter med positiv nåverdi fordi den mangler finansiering. Da vil avkastningen på den kapitalen som investeres være høyere enn i bedrifter uten slike restriksjoner. I finansfaget kalles dette fenomenet for kapitalrasjonering.

7.3 Internasjonal empiri

Studiene av lønnsomhet i andre lands familiebedrifter har først og fremst undersøkt de børsnoterte blant dem. Dessuten er oftest 10 % eller 20 % brukt som nedre eierskapsgrænse.⁹ To sentrale studier i den finansorienterte eierskapsliteraturen gjelder ca 1 000 familiebedrifter i 13 vesteuropeiske land i 1998 (Maury, 2006) og ca 200 amerikanske familiebedrifter i perioden 1994-2000 (Villalonga og Amit, 2006). Resultatene viser at familiebedrifter har:

1. Høyere bokført avkastning på investert kapital, spesielt når familien har høy eierandel
2. Høyere markedsverdi per krone bokverdi (m/b) når familien har moderat eierandel
3. Bare høyere m/b i land med god rettsbeskyttelse av minoritetsiere
4. Høyest m/b når gründer er daglig leder og styreleder
5. Lavest m/b i generasjoner etter gründer, særlig når familien er leder eller styreleder.

Tolkningen av disse resultatene er at familiebedrifter drives mer lønnsomt enn andre bedrifter (resultat 1). Summen av fellesfordel for alle eierne og særfordel bare for familien er derfor størst i slike bedrifter. Fellesfordelen uttrykt ved aksjekursen er imidlertid bare høyere når familien har moderat kontroll (resultat 2) og når loven beskytter minoriteten godt (resultat 3). Disse funnene tilsier at minoriteten er utsatt for verditap (reduert fellesfordel) når den har liten makt enten gjennom sin eierandel eller gjennom svak lov.

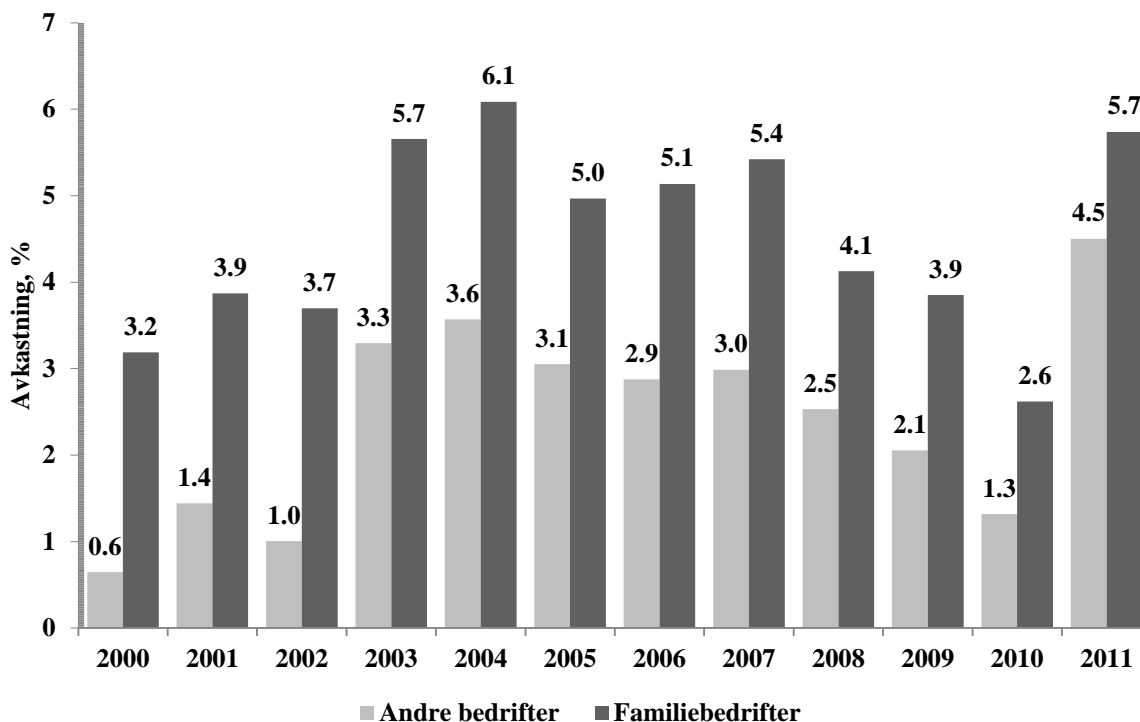
Det fjerde resultatet viser at en aktiv gründer ofte er avgjørende både i ledelsen og i styret. Endelig tilsier det femte resultatet at familiebedrifter ofte strever når første generasjon er borte. Populæroppfatningen om at dette først skjer i tredje generasjon ser derfor ut til å være for optimistisk.¹⁰ Disse to siste resultatene understreker også relevansen av to mulige ulemper ved familieeiere: Fastlåst eierstruktur samt feilrekruttert ledelse og styre.

7.4 Lønnsomhet i norske familiebedrifter

Fordelen med våre data sammenlignet med de internasjonale er at våre data gjelder alle bedrifter uansett noteringsstatus. Dessuten er nøyaktige familierelasjoner tilgjengelige for langt flere bedrifter i vårt materiale enn i andre land. I tillegg kan definisjonen av familiebedrift baseres på en eierskapsgrense som reflekterer utvilsom kontroll uansett oppmøte på generalforsamlingen (>50 %). Endelig gir dataene et stort utvalg bedrifter.

Ulempen ved datasettet er at fordi praktisk talt alle familiebedrifter er unoterte etter disse kriteriene, finnes det ikke gode data om markedsverdi, slik som børskurs. Lønnsomhetsmålet i det følgende er derfor bokført avkastning på investert kapital (ROA). Dette måler vi som driftsresultat etter skatt dividert med total kapital. Figur 5 viser median ROA i 2000-2011 for familiebedrifter og andre bedrifter. Tallene er deflatert, dvs. ROA er realavkastning. Median er brukt i stedet for gjennomsnitt, siden gjennomsnittet i dette tilfellet påvirkes urimelig sterkt av atypiske ekstremverdier.

Figur 5: Avkastning på investert kapital i familiebedrifter og i andre bedrifter
Tallene viser median realavkastning på investert total kapital basert på norske AS og ASA i 2011 som har konsistente regnskapstall, er i virksomhet og som ikke er unoterte datterselskaper så sant morselskapet leverer konsolidert regnskap.
Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.



Mønsteret i denne figuren er tydelig: Den typiske bedriften med familiekontroll er mer lønnsom hvert eneste år enn den typiske bedriften uten familiekontroll. I gjennomsnitt er differansen i ROA på to prosentpoeng (4,5 % kontra 2,4 %). Ut fra medianbedriften er det derfor atskillig høyere verdiskaping per krone investert når familien er majoritetseier.

Det er minst to grunner til å ta dette resultatet med en klype salt. Den første grunnen er at familiebedrifter kanskje underrapporterer verdien av sine eiendeler mer enn andre bedrifter. Tallene bak figur 5 er imidlertid fra finansregnskapet og ikke fra skatteregnskapet. Skattehensyn kan derfor ikke være poenget her. Det kan likevel tenkes at familieeiere mer enn andre ønsker å ha lavest mulig formue i finansregnskapet for å holde lav sosial profil. I så fall vil nevneren i ROA være undervurdert mer i familiebedrifter enn i andre bedrifter. Dermed blir ROA tilsvarende høyere. Siden det ikke finnes pålitelig kunnskap om et slikt motiv for underrapportering av eiendelsverdi, må dette punktet stå uavklart.¹¹

Den andre grunnen til aktsomhet i forhold til figur 5 er at det finnes mange andre mulige kilder for lønnsomhet enn bedriftens familiestatus. Spesielt sentralt i vår sammenheng er

kjennetegn ved eierstyringen ut over familieeierskap. Dessuten kan lønnsomheten påvirkes av egenskaper som gjeldsgrad, utbytte, størrelse, alder og risiko (Bøhren, 2011). Vårt neste trinn i analysen av ROA er derfor å kontrollere for forskjeller i slike forhold bedriftene imellom. Først da kan vi få en klarere oppfatning av hvorvidt det er familieeierskapet i seg selv som skaper lønnsomhet, eller om effekten kommer fra disse andre variablene.

Resultatene er gjengitt i tabell 7 for året 2011. Alle eierstyringsvariable er målt ved årets begynnelse, mens ROA, gjeldsandel utbytte, størrelse og alder er målt ved årsslutt. Vi gjør dette for å øke sjansen for at det er eierstyringsvariablene som påvirker lønnsomheten og ikke omvendt. Dessuten ønsker vi å sikre at det først og fremst er familiekontrollen som er det særpregende kjennetegnet ved familiebedriftenes eierstyring. Derfor utelukker vi bedrifter uten familiekontroll hvis verken daglig leder eller noe styremedlem er aksjonær, dvs. bedrifter uten innsideeiere.

Tabell 7: Familieeierskap og lønnsomhet

Kilde: Senter for eierforskning; www.bi.edu/ccgr.

Uavhengig variabel	Alle bedrifter	Store bedrifter	Små bedrifter	Små bedrifter med flere eiere
Konstantledd	-0,083 (0,000)	0,017 (0,821)	-0,084 (0,000)	-0,121 (0,000)
Familiebedrift	0,006 (0,091)	-0,019 (0,445)	0,006 (0,084)	0,002 (0,589)
Eierkonsentrasjon	-0,000 (0,224)	0,000 (0,718)	-0,000 (0,219)	-0,000 (0,001)
Innsideeiere	0,000 (0,000)	-0,000 (0,118)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
Styrestørrelse	-0,007 (0,000)	-0,004 (0,518)	-0,007 (0,000)	-0,009 (0,000)
Daglig leder er i styret	0,001 (0,760)	0,008 (0,597)	0,001 (0,783)	0,008 (0,013)
Gjeldsandel	-0,003 (0,011)	0,050 (0,042)	-0,003 (0,011)	-0,012 (0,000)
Utbytte	0,088 (0,000)	0,035 (0,028)	0,088 (0,000)	0,101 (0,000)
Størrelse	0,015 (0,000)	0,002 (0,673)	0,015 (0,000)	0,020 (0,000)
Alder	0,005 (0,000)	0,002 (0,848)	0,005 (0,000)	0,013 (0,000)
R ²	0,049	0,141	0,049	0,076
Antall observasjoner	60 717	270	60 447	22 955

Avhengig variabel i denne tabellen er realavkastning etter skatt på total kapital (ROA). Uavhengige variabler i venstre kolonne er egenskaper ved bedriften som kan spille rolle for årets lønnsomhet. "Familiebedrift" er lik 1 hvis over halvparten av bedriftens aksjer er eid av personer som er gift eller i nær slekt med hveandre. Variablen er lik 0 ellers. "Eierkonsentrasjon" måles som andel av aksjene som tilhører bedriftens største familieier. "Innsideeiere" er samlet eierandel for styret og daglig leder, og "Styrestørrelse" er antall styremedlemmer. "Daglig leder er i styret" er lik 1 hvis så er tilfelle og 0 ellers. "Gjeldsandel" er gjeld dividert med total kapital, "Utbytte" er utbytte dividert med resultat, "Størrelse" er logaritmen til omsetningen målt i millioner kroner, og "Alder" er antall år siden bedriften ble startet. Alle eierstyringsvariablene er målt ved årets begynnelsen av 2011, mens ROA, gjeldsandel, utbytte, størrelse og alder er målt ved årsslutt.

"Store bedrifter" har enten minst 50 ansatte eller både minst 80 mill. kroner i omsetning og minst 80 mill. kroner i eiendeler (EUs definisjon). Alle andre er "Små bedrifter". "Små bedrifter med flere eiere" har minst én eier i tillegg til familien.

Bedriftene er norske AS og ASA som har konsistente regnskapstall, er i virksomhet og er ikke unoterte datterselskaper så sant morselskapet leverer konsolidert regnskap. Vi inkluderer bare bedrifter der minst ett styremedlem eller daglig leder har eierandel. Bedriftens bransjetilhørighet brukes som mål på driftsrisiko (ikke rapportert i tabellen). ROA, utbytte og gjeldsandel er trimmet nedover i 1% øvre hale. P-verdiene er rapportert i parentes.

I tabell er ROA avhengig variabel, mens den sentrale uavhengige variabelen er Familiebedrift. Denne er lik 1 hvis bedriften er familieeid og lik 0 ellers. Koeffisienten for Familiebedrift viser dermed hvor mye høyere forventet ROA er i en familiebedrift enn i en bedrift som ikke er familieeid. Tabellen viser følgende mønstre for betydningen av familieeierskap, hensyn tatt til en rekke andre egenskaper som kan påvirke lønnsomhet:¹²

1. I familiebedrifter er forventet ROA 0,6 prosentpoeng høyere enn i bedrifter som ikke er familieeid (første kolonne). Dette resultatet er signifikant på 9,1 % nivå.
2. Denne ROA differansen skrives seg ikke fra de store bedriftene (kolonne 2) og heller ikke fra de små bedriftene som har flere eiere (kolonne 4). I disse to kolonnene er nemlig ikke koeffisientene signifikant forskjellige fra null på rimelig nivå noe sted
3. Lønnsomhetspremien for familiebedrifter skyldes derfor små bedrifter med én eier.

Disse resultatene viser at det bare er en undergruppe av familiebedrifter som gjennomgående gjør det bedre enn andre. Selv i denne gruppen er dessuten lønnsomhetspremien knapt en tredel av hva den er i figur 5 etter justering for andre egenskaper enn at bedriften er familieeid. Resultatene i tabell 7 er også mer i pakt med et likevektsargument. Det ville nemlig være overraskende hvis to ellers like bedrifter (bortsett fra familiestatus) skulle ha en typisk ROA differanse på over to prosentpoeng. Og enda mer overraskende ville det være hvis en så stor differanse skulle vedvare år etter år, slik figur 5 gir inntrykk av. Var det slik, ville en vente at flere bedrifter ble familieeid og at færre familier solgte seg ned under grensen for kontroll. Og nettopp en slik prosess med justering av eierskap burde gi som resultat at forskjellene mellom familiebedrifter og andre bedrifter ble visket ut.

Bedriftstypen med lønnsomhetspremie i vår analyse (små bedrifter eid av én person) er dessuten den typiske gründerbedriften i tidlig fase. Lønnsomhetspremien kan derfor tolkes som en gründerpremie og ikke som meravkastning for familiebedrifter generelt. Lignende mønstre viste seg i en studie av lønnsomhet og eierstyring hos bedrifter på Oslo Børs i 1996 (Mishra, Randøy og Jenssen, 2001). Kontrollert for en rekke andre faktorer ble det påvist høyest markedsverdi per krone bokverdi i unge bedrifter der daglig leder kommer fra den familien som startet bedriften.

Alt i alt tilsier empirien fra Norge og andre land at familiebedrifter gjennomgående har høyere lønnsomhet på investert kapital. Dette bildet blir mindre tydelig og mer i tråd med likevekt når vi tar hensyn til at bedrifter ikke bare atskiller seg hva gjelder familiestatus.

Familiebedrifter er også annerledes hva gjelder en rekke eierstyringsmekanismer og andre variable som er relevante for lønnsomhet.

Forskningen om familiebedrifters lønnsomhet er fortsatt i en tidlig fase, så siste ord er helt sikkert ikke sagt (O'Boyle, Pollack og Rutherford, 2012). Et spesielt vanskelig spørsmål gjelder ledelse av familiebedriften. Her er problemet å skille årsak fra virkning: Er det familiens ledelse som skaper høy lønnsomhet, eller er det høy lønnsomhet som gjør at familien velger å delta i ledelsen? I det første tilfellet er det grunn til å kreditere unike lederevner i familien. I det andre tilfellet styrer familien bevisst unna krevende ledersituasjoner, men stiller villig opp når bedriften er lønnsom uansett, eksempelvis fordi den har markedsrett.

En innflytelsesrik studie fra Danmark prøver å skille mellom disse forklaringene. Der er konklusjonen at daglig ledelse utført av familien ødelegger verdier når gründergenerasjonen er borte (Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez og Wolfenzon, 2007). Analysen finner faktisk at familiebedrifter med daglig leder fra familien har i gjennomsnitt minst fire prosentpoeng lavere ROA enn hvis lederen rekrutteres eksternt. Hvis det samme skulle gjelde for Norge, er det til ettertanke at i følge tabell 6 er familien involvert både som daglig leder og som styreleder i hele 74 % av norske familiebedrifter.

8. Oppsummering

Vi definerer en familiebedrift som en virksomhet der over halvparten av aksjene eies av personer som er gift eller i nær slekt med hverandre. Slike bedrifter står for ca to tredeler av Norges AS og ASA, for ca en tredel av sysselsettingen og for ca en femdel av omsetning og eiendeler. Ca 1 % av familiebedriftene er store bedrifter, mot ca 6 % i bedrifter som ikke er familieeid.

Vi finner at aksjene i en familiebedrift sjelden er fordelt på mer enn tre familiemedlemmer. Utstrakt familiedeltakelse i styre og ledelse gjør at det gjennomgående er en ubetydelig interessekonflikt mellom eierne og ledelsen. Det samme gjelder konflikter med minoritetsiere utenfor familien fordi familiens høye eierandel internaliserer det aller meste av kostnaden ved å bevilge seg særfordeler som minoriteten ikke får ta del i. Minoriteten i familiebedrifter er derfor beskyttet mot overgrep fra familien nettopp fordi minoriteten er så liten.

Den kontrollerende eieren av familiebedrifter får ofte både formue og arbeidsinntekt fra bedriftens kontantstrøm. Denne situasjonen kan gi familien insentiv til å redusere risiko gjennom måten bedriften drives på. Et slikt valg gjør familiebedrifter mindre risikable for

udiversifiserte familieeiere, men ikke nødvendigvis for diversifiserte minoritetsiere. Uansett familiens eierandel er derfor bedriftsintern diversifisering en potensiell kilde for konflikt mellom minoriteten og den kontrollerende familien.

Familiebedrifter kjennetegnes av lave interessekonflikter i forhold til den typiske situasjonen i andre bedrifter. Familiebedrifter kjennetegnes trolig også av mer langsiktighet og utholdenhet i beslutningene. Stabiliteten i eierskap, styre og ledelse kan imidlertid gi kostnader i form av innavlet styre og ledelse, fastlåst eierstruktur, svak tilgang på ny egenkapital og for lav bedriftsstørrelse. Nettoeffekten av familieeierskap ser likevel ut til å være positiv. Den typiske norske familiebedriften har en realavkastning på investert kapital som ligger to prosentpoeng over hva andre bedrifter leverer. Justert for andre faktorer som påvirker lønnsomhet forsvinner imidlertid hele denne differansen bortsett fra i små familiebedrifter med én eier. Noe annet resultat ville da også være uforenlig med likevekt fordi det er fritt fram for alle å organisere virksomheten med eller uten familiekontroll.

Referanser

Bennedsen, Morten, Kasper M. Nielsen, Francisco Perez-Gonzalez og Daniel Wolfenzon, 2007, Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance, *Quarterly Journal of Economics* 122 (2), 647-691.

Berzins, Janis og Øyvind Bøhren, 2009, Unoterte aksjeselskaper selskaper er viktige, uutforskede og spesielle, *Praktisk økonomi og finans* 6, 65-75.

Berzins, Janis, Øyvind Bøhren og Bogdan Stacescu, 2013, Tax effects and agency effects of dividend policy: Holding companies as a separating device, Working Paper, BI Norwegian Business School.

O'Boyle, Ernest H. Jr., Jeffrey M. Pollack og Matthew W. Rutherford, 2012, Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects, *Journal of Business Venturing* 27, 1-18.

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

Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen, 2012, *Finansiell økonomi. Teori og praksis*, Fagbokforlaget: Bergen.

Bøhren, Øyvind og Nils Erik Krosvik, 2013, The economics of minority freezeouts: Evidence from the courtroom, kommer i *International Review of Law and Economics*.

Lambrecht, Johann og Josef Lievens, 2008, Pruning the family tree: An unexplored path to family business continuity and family harmony, *Family Business Review* 21 (4), 295-313.

Mauray, Benjamin. 2006, Family firms and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12 (2), 321-341.

Mishra, Chandra S., Trond Randøy og Jan Inge Jenssen, 2001, The effect of founding family influence on firm value and corporate governance, *Journal of Financial Management and Accounting* 12 (3), 235--259.

Morck, Randall, Michael Percy, Gloria Tian og Bernard Yeung, 2005, The rise and fall of the family firm: A history of corporate governance in Canada. I Randall Morck (Ed.), A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers. National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press: Chicago.

Svalland, Bjørn M. og Lasse C. Vangstein, 2011, Familiebedrifter og diversifisering, *Praktisk økonomi og finans* 8, 87--96.

Villalonga, Belen og Raphael Amit, 2006, How do family ownership, control, and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics* 80 (2), 385--417.

Sluttnoter

¹ Struktur og innhold i denne artikkelen følger kapittel 8 i Bøhren (2011). Den studien brukte data fra 2008 til den første omfattende analysen av norske familiebedrifters eierstyring og aggregerte omfang. I denne artikkelen har vi gjort alle analysene på nytt gjennom å bruke data til og med utgangen av 2011. Vi har dessuten brukt hele perioden 2000-2011 i studien av lønnsomhet. Datasettet om familierelasjoner er utvidet, og eierskapsvariable som baserer seg på disse dataene har høyere kvalitet enn tidligere.

² Selv med en gitt definisjon av familie (giftemål, svigerfamilie og slektskap) kan andre grenser enn 50 % være viktigere for familiekontroll. Eksempelvis trengs det 2/3 flertall for vedtektsendring. Motsatt vei trekker det faktum at alle grenser for flertall ikke regnes ut fra bedriftens aksjekapital, men ut fra hvilken andel av aksjekapitalen som møter på generalforsamlingen. Familien kan derfor ha kontroll med lavere andeler hvis andre aksjonærer ikke møter opp, slik tilfellet alltid er i børsnoterte bedrifter. Endelig kan det hevdes at skal noe virkelig kalles en ekte familiebedrift, må familien eie hele bedriften og ikke bare deler av den. I så fall blir grensen 100 %. Alt dette er argumenter for å undersøke effekten av å bruke andre kontrollgrenser enn 50 % i definisjonen av en familiebedrift. Vi skal undersøke dette senere i artikkelen.

³ Vår definisjon er mer restriktiv enn den EU bruker. (ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/family-business). EUs definisjon sier eksempelvis at bedrifter kontrollert av personer er familiebedrifter, uansett hvilket forhold disse personene har til hverandre. For børsnoterte bedrifter er det tilstrekkelig at personer har minst en firedel av stemmene.

Vi velger å ikke bruke denne definisjonen fordi vi mener den neppe fanger opp det spesielle ved eiere med sosiale bånd til hverandre. Definisjonen vil dessuten ikke fange opp familiebedrifter som familien eier gjennom et holdingselskap, eksempelvis av skattegrunner (Berzins, Bøhren og Stacescu, 2013).

⁴ CCGRs database inneholder bare anonymiserte eierposter og familierelasjoner. I tabell 2 og 3 har vi derfor identifisert den kontrollerende familien og dennes eierandel ved hjelp av data fra den åpne databasen Proff.

⁵ I kolonnen for Andre bedrifter har største enkelteier i første linje større andel enn største familie i tredje linje (52 % kontra 37 %). Dette reflekterer at i disse bedriftene, hvor altså ingen familie eier over 50 %, er største eier oftest ikke en familie.

⁶ www.dn.no/forsiden/politikk/Samfunn/article2590932.ece.

⁷ Et eksempel er Hagen familiens eierbedrift Canica AS (www.canica.no). Der kontrollerer far stemmeretten, men har bare 10 % av kontantstrømsretten, dvs. eierskapet til eiendeler og overskudd. De resterende 90 % av kontantstrømsretten eier barna.

⁸ <http://e24.no/makro-og-politikk/skal-slutte-aa-handle-med-seg-selv/3359458>.

⁹ Til forsvar for 10 % og 20 % kan det med rette hevdes at i børsnoterte bedrifter trengs lavere eierandel for kontroll enn 50 %. Det skyldes at ikke alle aksjonærer møter eller gir fullmakt på generalforsamling. Problemet er imidlertid at selv 20 % kontrollgrense forutsetter et oppmøte på kun 40 % for at 20 % av aksjekapitalen skal gi flertall. Det er grunn til å tro at jo større konflikt det er mellom eierne eller mellom eierne og ledelsen, desto større vil oppmøtet være. Nødvendig eierandel for kontroll vil derfor være større nettopp i de situasjonene der kontroll har verdi.

¹⁰ www.grunder.no/magasinet/arkiv/okonomisk-rapport-2001/nr-15/rapport/krangler-om-milliardene.

¹¹ Før skattereformen i 2006 var det spesielt fristende for familiebedrifter utenfor den såkalte delingsmodellen å ta ut lønn som utbytte. Skjer dette, blir telleren i ROA (overskuddet) og

dermed også ROA overvurdert i forhold til bedrifter som ikke er familiekontrollert. Det er også mulig at i familiebedrifter med svak økonomi tar familieeiere ut unormalt lav lønn for arbeidsinnsats i et forsøk på å holde bedriften i live.

¹² De andre uavhengige variablene i tabellen kommer stort sett ut som ventet, men sammenhengene er ikke alltid konsistente på tvers av utvalgene. Eksempelvis er det signifikant positiv korrelasjon mellom innsideeierskap og ROA i tre av fire utvalg. Små styrever går sammen med høy lønnsomhet i de samme tre utvalgene. Mangelen på signifikante sammenhenger i store bedrifter kan for øvrig skyldes at vi bare har 270 observasjoner.