

# Økonomiske særtrekk ved stiftelser

Øyvind Bøhren\*

## Sammendrag

Det finnes ca 7.600 stiftelser i Norge, hvorav den nylig etablerte Olav Thon Stiftelsen er den største. Stiftelser er en utbredt organisasjonsform i mange land, særlig som eiere av næringsvirksomhet. Stiftelsen er et eksempel på en eierløs bedrift fordi ingen interessent i stiftelsen har kontantstrømsrett, dvs. tilgang til overskuddet og egenkapitalen. Slik eierløshet gir stiftelser en styringsmessig ulempe i forhold til bedrifter med eiere. Data fra andre eierløse bedrifter enn stiftelser tyder imidlertid på at eierløse bedrifters styringsulempe kan reduseres hvis bedriften er konkurranseutsatt. Da blir konkurransepress et substitutt for eierskap. Å være eierløs er derfor mer problematisk økonomisk sett når bedriften har markedsrett enn hvis den må kjempe mot mange andre. Artikkelen diskuterer også spørsmålet om beste eierform, som gjelder hvilken interessent som bør ha både kontrollrett og kontantstrømsrett. Svaret er at eierskapet bør tilhøre den interessenten som er god i eierstyring og som også lider mest hvis andre interessenter overtok eierskapet. I årene før innskuddsgaranti og risikoregulering i bankvesenet ga dette eierskapskriteriet gode argumenter for at banker bør være eierløse, slik norske sparebanker fortsatt er. Stiftelser er nok ofte eierløse av andre grunner, slik som at stifteren vil bestemme over sin formue etter sin død.

**Kommer i Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett**

August 19, 2014

\*Senter for eierforskning ([www.bi.edu/ccgr](http://www.bi.edu/ccgr)), Institutt for finans, Handelshøyskolen BI, Nydalsveien 37, N0442 Oslo. Min epostadresse er [oyvind.bohren@bi.no](mailto:oyvind.bohren@bi.no). Artikkelen tar utgangspunkt i et foredrag jeg holdt på BIs Stiftelseskonferanse den 15.01.2014. Jeg er takknemlig for innsiktsfulle kommentarer til tidligere versjoner av artikkelen fra Tore Bråthen, Per Ivar Gjørnum og Morten Josefsen.

## 1. Innledning

I Norge finnes det ca 7,600 stiftelser som forvalter eiendeler for ca 100 mrd. kroner. Den eldste nålevende stiftelsen er Oslo Katedralskole, som ble opprettet i 1153. Blant de yngre er Olav Thon Stiftelsen. Den ble opprettet i 2013 med en kapital på ca 25 mrd. kroner, og den er landets største stiftelse. Ca 10 % av de norske stiftelsene er næringsdrivende, slik som Institutt for energiteknikk, Kavli, Modum Bad, Sintef og Handelshøyskolen BI. De resterende 90 % er alminnelige stiftelser, slik som Fritt Ord og Kirkens Bymisjon (Kilde: [www.lottstift.no](http://www.lottstift.no)).

Stiftelser er ikke noe særnorsk fenomen. I USA står stiftelser for 64 % av all sykehusdrift, 56 % av barnehagene, 20 % av universitetene og 10 % av skolene under universitetsnivå (Hansmann, 1996; Malani et al., 2003). I mange land er det for øvrig vanlig at stiftelsen ikke selv driver næringsvirksomhet, men i stedet eier andeler i næringsdrivende bedrifter. Dette er altså en næringseiende og ikke næringsdrivende stiftelse.<sup>1</sup> Slik er det for øvrig også i den næringseiende Olav Thon Stiftelsen, som er eieier i den næringsdrivende Olav Thon Gruppen. Eksempler på næringseiende stiftelser i andre land er eieren av kontrollerende aksjeposter i A.P. Møller-Maersk og Carlsberg i Danmark, Bertelsmann og Bosch i Tyskland, Heineken i Nederland og Ikea i Sverige. I Danmark kontrollerer næringseiende stiftelser 25 av landets 100 største selskaper og 60 % av all børsnotert kapital (Hansmann og Thomsen, 2013).

Formålet med denne artikkelen er å beskrive særtrekk ved stiftelser sett med en økonoms øyne. Kapittel 2 definerer forskjellen mellom eide og eierløse bedrifter fra et styringsperspektiv, bruker de tre ulike banktypene i Norge til å illustrere denne forskjellen, og viser at stiftelsen er et eksempel på en eierløs bedrift. Kapittel 3 forklarer hvorfor stiftelser har en styringsmessig ulempe sammenliknet med bedrifter som har eiere. Forskningsresultater om lønnsomhetsforskjeller mellom eide og eierløse bedrifter gjennomgås i kapittel 4. Der forklares også mulige grunner til at eierløse bedrifter kan gjøre det like bra som eide. Kapittel 5 diskuterer hvem som bør eie en bedrift, inklusive om noen bør eie i det hele tatt, dvs. eierløshet. I kapittel 6 følger sammendrag og konklusjon.

## 2. Eid kontra eierløs bedrift

Bedrifter flest har mange interessenter, slik som aksjonærene, de ansatte, kreditorene, kundene, leverandørene myndighetene. Forholdet mellom bedriften og disse interessentene er ofte regulert. Eksempelvis er forholdet til aksjonærene og forholdet aksjonærene imellom eksplisitt regulert gjennom aksjelov, vedtekter og aksjonæravtale. Forholdet til de ansatte er ikke bare regulert eksplisitt i arbeidsavtale. Det reguleres også av implisitte avtaler, slik som en felles forståelse om at de ansattes familie fritt kan bruke bedriftens treningshall i helgene.

Disse offentlige reguleringene og private avtalene fordeler rettigheter og plikter mellom interessentene. Blant rettighetene er kontrollretten og kontantstrømsretten de to viktigste økonomisk sett. *Kontrollretten* gjelder interessentenes mulighet til å utøve makt i bedriftens besluttsende organer, slik som å vedta regnskapet, bestemme utbyttet, og stemme ved styrevalg eller endring av vedtekter. *Kontantstrømsretten* gjelder tilgangen til bedriftens overskudd og

---

<sup>1</sup> I stiftelseslovens forstand omfatter kategorien “næringsdrivende stiftelse” også stiftelser jeg her kaller “næringseiende”. Se stiftelsesloven § 4 annet ledd).

egenkapital, dvs. henholdsvis sluttlinjen i resultatregnskapet og differansen mellom eiendelsverdi og gjeldsverdi i balansen.

Uansett organisasjonsform er kontrollretten alltid tilordnet en eller flere interessenter. Dette gjelder derimot ikke for kontantstrømsretten. Stiftelser er nemlig et eksempel på en organisasjonsform hvor kontantstrømsretten ikke tilhører noen:

- Ingen interessent i stiftelsen har rett til overskuddet
- Ingen interessent i stiftelsen har rett til egenkapitalen

Begrepene kontrollrett og kontantstrømsrett er alt som trengs for å kunne definere forskjellen mellom en eid bedrift og en eierløs bedrift (Hansmann, 1996):

- *Eid bedrift*: Minst én interessent har både kontrollrett og kontantstrømsrett
- *Eierløs bedrift*: Ingen interessent har både kontrollrett og kontantstrømsrett

Dermed er det klart at stiftelsen er eierløs fordi ingen interessent har kontantstrømsrett.

Norske banker egner seg godt til å illustrere innholdet i begrepene kontrollrett, kontantstrømsrett, eid bedrift og eierløs bedrift. Tabell 1 viser hvordan kontrollretten og kontantstrømsretten er fordelt mellom interessentene i hver av de tre banktypene i Norge. Basert på denne fordelingen av rettigheter klassifiserer tabellen hver banktype som eid eller eierløs i ytterste høyre kolonne.

**Tabell 1: Fordeling av kontrollrett og kontantstrømsrett i norske banker<sup>2</sup>**

Bank	Kontrollrett, %				Kontantstrømsrett, %	Eid/Eierløs
	Aksjonærer/ Egenkapitalbeveiseiere	Ansatte	Innskytere	Politikere		
Forretningsbank	67	33	0	0	Aksjonærene: 100	Eid
Sparebank	0	25	37,5	37,5	0	Eierløs
Egenkapitalbevisbank	25	25	25	25	Egenkapitalbeveiseierne: 5-92	Eid

Første kolonne i tabellen viser de tre alternative organisasjonsformene, som er forretningsbank, sparebank og egenkapitalbevisbank. Forretningsbanker har aksjonærer, er organisert som AS eller ASA, og er ofte børsnoterte hvis de er ASA. Sparebanker har ingen aksjonærer og har dermed heller ingen aksjekapital. Egenkapitalbevisbanker (kalt grunnfondsbanker før 1. juli 2009) er også sparebanker, men de atskiller seg fra de klassiske sparebanker ved å ha utstedt såkalte egenkapitalbevis. Dette er børsnoterte verdipapirer med mange av de samme egenskapene som aksjer.<sup>3</sup> Investorer i egenkapitalbevis kalles egenkapitalbeveiseiere.

Kolonne 2-5 i tabellen viser hvordan den formelle kontrollretten i hver banktype er fordelt mellom interessentene aksjonærer/egenkapitalbeveiseiere, ansatte, innskytere og politikere. Med kontrollrett menes her andel av stemmene ved valg av styre.

<sup>2</sup> Tallene i tabellen er fra perioden 1988-2002 (Bøhren og Josefsen, 2013).

<sup>3</sup> Den første norske sparebanken ble etablert i 1822, og den første forretningsbanken ble etablert i 1848. En lovendring i 1985 gjorde at den første egenkapitalbevisbanken (den gang kalt grunnfondsbank) ble etablert i 1988.

I forretningsbanker har aksjonærene to tredeler av kontrollretten, mens de ansatte har den resterende tredelen.<sup>4</sup> Kontantstrømsretten (kolonne 6) tilhører i sin helhet aksjonærene, siden de kan ta ut overskuddet og vil motta verdien av eiendelene minus utestående gjeld dersom banken selges. Fordi aksjonærene har både kontrollrett og kontantstrømsrett, er forretningsbanken en *eid* bedrift.

De klassiske sparebankene i tabellens andre linje har ingen aksjonærer. De ansatte har en firedel av kontrollretten, mens resten er delt likt mellom innskyterne og representanter utpekt av det lokale kommunestyre. Ingen interessent har kontantstrømsrett fordi ingen kan gjøre krav på bankens overskudd eller egenkapital. Dermed har ingen interessent både kontrollrett og kontantstrømsrett. Sparebanken er derfor en eierløs bedrift.

I en egenkapitalbevisbank har hver av de fire interessentene en firedel av kontrollretten. Kontantstrømsrett til egenkapitalbeviserne er proporsjonal med den andel som deres opprinnelig investerte kapital (tegningskursen multiplisert med antall utstedte egenkapitalbevis) utgjør av bankens egenkapital (eid pluss eierløs).

Egenkapitalbevisbanken er derfor en hybrid mellom de to andre banktypene fordi den har både eid egenkapital og eierløs egenkapital. Ut fra definisjonen av eid kontra eierløs er like fullt egenkapitalbevisbanken en *eid* bedrift fordi egenkapitalbevisene gir både kontrollrett og kontantstrømsrett. Det spesielle er likevel at eierne er i minoritet fordi de bare har en firedel av kontrollretten. De har dessuten bare en viss andel av kontantstrømsretten i den enkelte bank, varierende mellom 5 % og 92 % i Tabell 1.

Sparebanken i Tabell 1 er altså eierløs.<sup>5</sup> Spørsmålet er så hva fraværet av eiere betyr for bedriftens økonomi. Neste kapittel forsøker å besvare dette spørsmålet.

### 3. Styring uten eiere

Eierstyring (corporate governance) dreier seg om forholdet mellom eierne, styret og ledelsen. Eierne delegerer makt til styret, som delegerer makt videre til ledelsen. Styrets oppgave er å kontrollere og støtte ledelsen slik at eiernes interesser blir godt ivaretatt (Bøhren, 2011).

Eierne, styret og ledelsen har ikke alltid sammenfallende interesser. Eksempelvis kan eierne være mest opptatt av lønnsomhet, styret av konsensus i styrerommet, og ledelsen av høy lønn. Derfor kan vellykket delegering betinge spesielle insentivordninger for ledelsen, slik som medeierskap og resultatavhengig bonus. Interessekonflikten kan også tale for en spesiell styresammensetning, slik som at tilstrekkelig mange av medlemmene har armlengdes avstand til ledelsen (Hermalin og Weisbach, 1998; NUES, 2012).

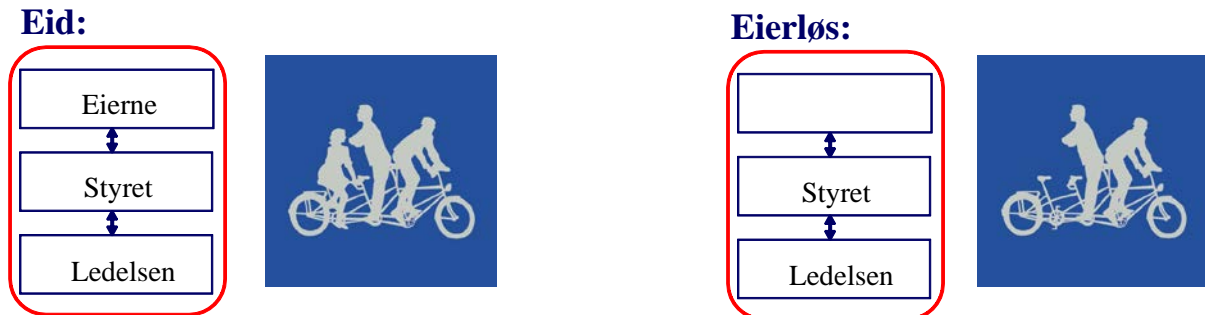
Figur 1 viser den prinsipielle forskjellen i styringsstruktur mellom eide og eierløse bedrifter. Her er bedriften representert som en sykkel. De tre syklistene i figurens venstre del er, regnet bakfra, henholdsvis eierne, styret og ledelsen. På grunn av uløste interessekonflikter retter ikke disse syklistene blikket mot samme mål. Derfor er det på ingen måte opplagt hvordan

<sup>4</sup> Har banken færre enn 200 ansatte, kan de ansattes andel være lavere.

<sup>5</sup> Selv om sparebanker og stiftelser begge er eierløse, er det misvisende å kalle sparebanken for en stiftelse. Eksempelvis er stiftelser lovregulert gjennom Stiftelsesloven, mens sparebanker er regulert gjennom Sparebankloven. Den generelle betegnelsen er derfor eierløs, slik at sparebank og stiftelse er to ulike utgaver av den mer generelle bedriftstypen eierløs bedrift.

eierne på bakerste sete skal få sykkelen til å bevege seg slik de ønsker gjennom felles innsats fra alle syklistene.

**Figur 1: Styringsstruktur i eid kontra eierløs bedrift**



Eierne har retten til overskuddet og egenkapitalen. Derfor er det eierne som har sterkest motiv til å sørge for at sykkelen går raskt og rett, dvs. at kostnadene ved delegering til styret og ledelsen blir lavest mulig. Nøkkelen til å løse denne interessekonflikten er en blanding av rekruttering, insentiver og rapportering. Slike løsninger skal sørge for at *agenten* (dvs. styret og ledelsen) fungerer godt sett med øynene til *prinsipalen* (dvs. eierne).

På denne bakgrunn hevder eierstyringsfaget at den økonomiske fordelene med å ha eiere er at prinsipalen har sterkere interesse enn agenten i at bedriften drives så bedriftsøkonomisk lønnsomt som mulig (Jensen og Meckling, 1976; Fama og Jensen, 1983). Hos den eierløse bedriften i figurens høyre del mangler eierne (prinsipalen) på toppen av styringshierarkiet. Dermed oppstår tre utfordringer i eierløse bedrifter:

1. Svak pisk: Agenten mangler prestasjonsstrykk
2. Svak gulrot: Agenten mangler prestasjonsinsentiv
3. Stor buffer: Hele overskudd blir tilbakeholdt

De to første punktene er allerede gjennomgått. Det tredje punktet om *100 % tilbakeholdt overskudd* forsterker alvorret i de to første fordi det innebærer at agenten i eierløse bedrifter har unormalt mye penger mellom hendene. Siden det ikke finnes eiere, er det jo ingen som kan ta ut utbytte. Hele overskuddet blir derfor liggende igjen i bedriften.<sup>6</sup> Dette poenget om null utbytte betyr at styret og ledelsen kan bruke tilsvarende mer penger på investering og drift, inklusive prosjekter som er ulønnsomme utfra bedriftens målsetting (Jensen, 1986).

Null utbytte reduserer dessuten behovet for ny ekstern finansiering. Dette kan komme til å koste mer enn det smaker. Å måtte skaffe ny ekstern finansiering i en prinsipal-agent situasjon har nemlig den fordel at bedriften kan bli saumfart av dem som anmodes om friske penger (Easterbrook, 1984). Utbyttebetaling tvinger altså bedriften oftere til kapitalmarkedet for å hente mer finansiering. Da blir ledelsen nødt til å redegjøre for lønnsomheten i både eksisterende og planlagt virksomhet.

<sup>6</sup> Dette er overskuddet etter utdeling av midler til allmennyttige formål. Utdelinger regnes altså som en del av stiftelsens kostnader i denne sammenhengen.

Ny finansiering kan enten komme som ny egenkapital eller som ny gjeld. Siden bedriften er eierløs, er ny egenkapital utelukket så sant ikke det tilføres ny eierløs kapital, eksempelvis fra den som opprettet stiftelsen. I et prinsipal-agent perspektiv har imidlertid gjeld den fordel i forhold til ny egenkapital at bedriften kan bli slått konkurs hvis ikke renter og avdrag betales i rett tid. Denne egenskapen ved gjeld kan fungere som en pisk fordi styret og ledelsen presses til å drive så lønnsomt at gjelden kan betjenes. Eierne har ikke tilsvarende pressmulighet gjennom rettssystemet når overskudd eller utbytte uteblir. Riktignok kan de kreve erstatning fra udugelige styremedlemmer, men det er en langt mer omstendelig prosess med mer usikkert utfall. I fravær av eiere er det derfor spesielt uheldig at eierløse bedrifter også trenger mindre gjeld fordi hele overskuddet holdes tilbake.

I dette kapitlet har argumentet vært med at stiftelsen, som er en eierløs bedrift, har en styringsmessig ulempe. Sammenliknet med en bedrift som har eiere, er problemet at for mye makt og for store økonomiske ressurser legges i hendene til styret og ledelsen. Dette skulle tilsi at eierløse bedrifter vil gjøre det dårligere økonomisk enn ellers like bedrifter med eiere. Neste kapittel gjennomgår hva forskningen har funnet om denne hypotesen.

#### **4. Lønnsomhet i eierløse bedrifter**

I kapittel 2 viste Tabell 1 fordelingen av kontrollrett og kontantstrømsrett i de tre norske banktypene. Forretningsbanken er eid, mens den klassiske sparebanken er eierløs (ingen prinsipal). Prinsipal-agent argumentet fra kapittel 3 skulle derfor tilsi at under ellers like forhold vil forretningsbankene drives mer lønnsomt enn sparebankene. Tilsvarende skulle lønnsomheten i egenkapitalbevisbankene ligge et sted imellom. Dette skyldes at i egenkapitalbevisbankene er egenkapitalen delvis eierløs og delvis eid av interessenter med kontrollrett som bare gir minoritetsstatus. Punkt 4.1 gjennomgår kort empirien om denne hypotesen og gjengir også resultater fra andre land om banker og næringsseiende stiftelser. Punkt 4.2 tar opp mulige forklaringer på disse resultatene og viser dessuten empiri om hvordan verdien av eierskap avhenger av konkurranseintensiteten i bedriftens produktmarked.

##### *4.1 Lønnsomhet og eierskap i norske banker*

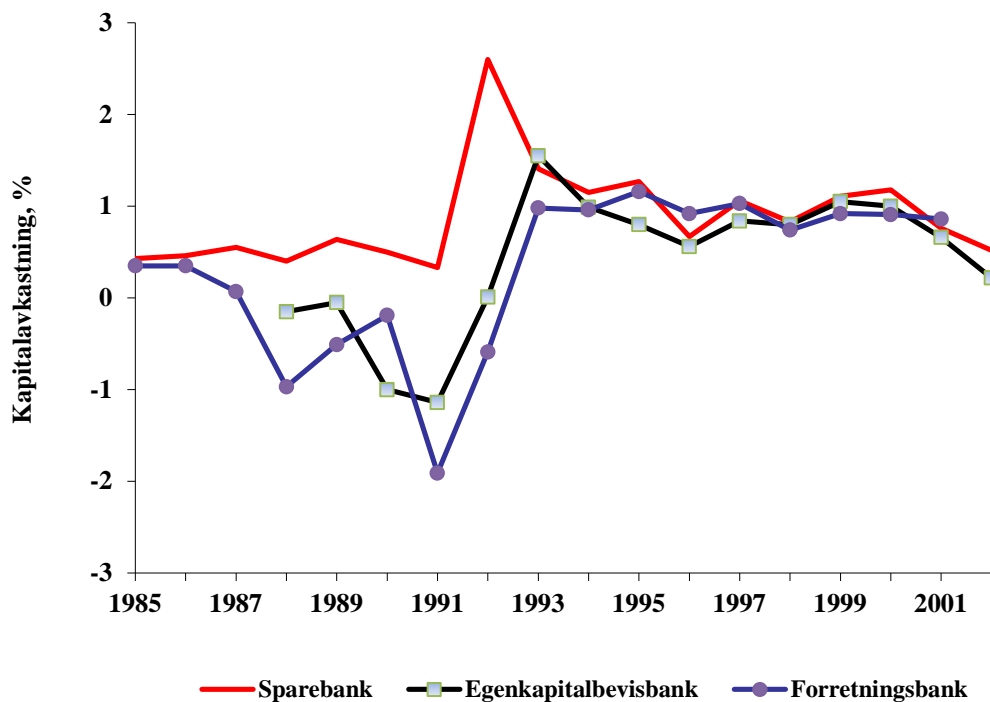
Hypotesen om lønnsomhet og eierskap er nylig undersøkt med data fra alle norske banker i perioden 1985-2002 (Bøhren og Josefsen, 2013). Gjennomsnittlig avkastning per år for hver banktype er vist i Figur 2.

Mønsteret i Figur 2 er ikke i tråd med hypotesen om at eierløse sparebanker gjør det dårligere enn de to eide banktypene. Figuren viser nemlig at fra bankkrisen var over rundt 1993 og i de følgende ti årene til 2002 var gjennomsnittlig lønnsomhet svært lik i alle tre banktyper. I kriseperioden (1988-1992) var lønnsomheten faktisk høyest i sparebankene. Dette skyldes imidlertid at sparebankene var mindre eksponert for tap enn de andre bankene fordi de gikk inn i bankkrisen med lavere risiko. Da blir nødvendigvis også tapene mindre når krisen inntreffer.

Hovedinntrykket fra Figur 2 er derfor at det i normale tider ikke er noen klar sammenheng mellom banktype og lønnsomhet. Samme resultat viser seg når analysen også tar hensyn til at

andre lønnsomhetsbestemmende faktorer enn eierform kan variere bankene imellom, slik som risiko og størrelse. Lignende funn er dessuten gjort i spanske banker (Crespi, Garcia-Cestona og Salas, 2004) og i næringseiende stiftelser både i Danmark (Hansmann og Thomsen, 2013a) og Tyskland (Herrmann og Franke, 2002). Til sammen tyder disse resultatene fra ulike land i ulike bransjer på at mønsteret i Figur 2 reflekterer en ganske robust og utbredt sammenheng mellom lønnsomhet og eiermakt.

**Figur 2: Eierskap og lønnsomhet i norske banker**



#### 4.2 Substitutter for eierskap

Betyr resultatene fra punkt 4.1 at eierskap ikke spiller noen rolle for lønnsomhet, dvs. at prinsipal-agent logikken fra kapittel 3 ikke har noe for seg? Svaret er nei, og grunnen er at det finnes substitutter for eierskap. De ressursene eierne tilfører bedriften utover å finansiere den kan bedriften nemlig bli tilført på andre måter. Utøvelse av eierskap er med andre ord bare en av flere måter å disiplinere styret og ledelsen på. Her er fire mulige *substitutter for eierskap*:

1. Regulering
2. Rekruttering
3. Kapitalbegrensning
4. Konkurransen

*Regulering* legger restriksjoner på hva styret og ledelsen kan gjøre. Eksempelvis stiller allmennaksjeloven krav til styret hva gjelder kjønnsfordeling, ansatterepresentasjon og minimum antall medlemmer. Revisorloven pålegger regnskapsrevisjon for bedrifter over en viss størrelse. For banker gir de to banklovene Finanstilsynet atskillig styringsrett over den

enkelte bank. Dette gjelder eksempelvis øvre grense for gjeldsgrad, utlån til en enkeltkunde og investering i verdipapirer. Disse reglene må dessuten etterleves uansett om banken er eid eller eierløs.

Slik regulering er imidlertid laget for å hindre at banken tar uforsvarlig høy risiko. Poenget er å unngå konkurs i den enkelte bank og ustabilitet i hele banknæringen. Formålet er derfor ikke å sikre at banken oppnår høyest mulig lønnsomhet for et gitt risikonivå. I forhold til lønnsomhet er derfor reguleringen laget for å hindre det verste, men ikke for å fremme det beste.

Resultatene fra punkt 4.1 tyder altså på at eierløse sparebanker som gruppe greier seg like godt økonomisk som de eide forretningsbankene og hybridene egenkapitalbevisbankene. En mulig forklaring kunne være at sparebankene har ansatte og styre som greier å oppnå høy lønnsomhet selv om de ikke passes på av eiere med gulrot og pisk. Da er det i så fall noe spesielt med menneskene som jobber i sparebanker.

En slik forklaring basert på *rekruttering* av ansatte og styre er ikke undersøkt empirisk etter det jeg kjenner til. Generelt kan det tenkes at organisasjonsformen, slik som å være eierløs fremfor å være eid, trekker til seg ledelse, ansatte og styrekandidater med spesielt sterk motivasjon for å jobbe der. En slik mekanisme er lett å tenke seg for stiftelser med ideelle formål som mange forbinder noe spesielt positivt med, slik som å hjelpe barn med vanskelig oppvekst eller bestemte lidelser. Det ville imidlertid være mer overraskende om en slik mekanisme gjør seg gjeldende også i eierløse bedrifter med kommersiell virksomhet, slik som sparebanker.

*Kapitalbegrensning* er en tredje mulig forklaring på at sparebankene greier seg uten eiere. Argumentet er at fordi eierløse bedrifter ikke kan reise ny egenkapital, har ledelsen og styret mindre mulighet til å finansiere ulønnsomme prosjekter selv om de gjerne ville det. I dette perspektivet er det altså en fordel og ikke en ulempe at den eierløse bedriften ikke kan selge nye eierandeler i kapitalmarkedet.

Imidlertid kan den eierløse bedriften finansiere ulønnsomme prosjekter med gjeld. I så fall ville en vente at sparebankene finansierer sin sløsning med tilsvarende mer gjeld enn de eide bankene. Dermed vil sparebankene få høyere gjeldsgrad og dermed større finansiell risiko enn andre banker. Undersøkelser tyder på det motsatte, dvs. at sparebanker er mer tilbakeholdne med gjeldsopptak enn forretningsbanker og egenkapitalbevisbanker. Dette resultatet tilsier at det er ikke manglende tilgang på ekstern kapital som disiplinere ledelsen og styret i eierløse bedrifter.

*Konkurransen* reduserer bedriftens lønnsomhet fordi fortjenestemarginene presses. Derfor er det lettest å oppnå høy lønnsomhet med middelmådig innsats når konkurranseintensiteten er lav. Dette betyr at økt konkurranse tvinger bedriften til å skjerpe seg. Marginene krympes, slik at styre, ledelse og andre ansatte må jobbe hardere for at bedriften skal overleve.

Det viktige poenget her er at den disiplinerende effekten av konkurranse er like sterk uansett om bedriften er eid eller eierløs. Derfor er konkurranse et mulig substitutt for eierskap, siden konkurransen kan disiplinere på lignende måte som krevende eiere kan. Å være eierløs er



derfor et større problem for effektiviteten hvis bedriften er monopolist enn hvis den må kjempe med andre bedrifter om de samme kundene.

Denne logikken viser seg å slå gjennom i dataene. I utvalget fra Figur 2 viser det seg nemlig at forskjellen i lønnsomhet bankene imellom påvirkes av konkurransen i det lokale bankmarkedet, dvs. i bankens geografiske nedslagsfelt. Det er mindre forskjell i lønnsomhet desto sterkere konkurransen er. Det er faktisk ingen sammenheng mellom banktype og lønnsomhet i det hele tatt når det tas hensyn til graden av lokal konkurranse. Det er altså styrken i konkurransen og ikke styrken i eierstyringen som driver lønnsomhetsforskjellene.

Lignende sammenhenger er nylig påvist blant eide bedrifter i USA (Giroud og Mueller, 2010). I tillegg ble det undersøkt en situasjon der ny lovgivning reduserer eiernes makt i forhold til styre og ledelse når bedriften utsettes for oppkjøpsforsøk (Giroud og Mueller, 2010). Forskerne fant at den negative lønnsomhetseffekten av den nye reguleringen er mindre desto sterkere konkurranse bedriften møter i sitt produktmarked. Begge disse studiene støtter argumentet om at når bedriften utsettes for konkurranse, må bedriften skjerpe seg uansett hvor svak eller sterk eiernes styringsmulighet er.

Disse resultatene tyder på at konkurranse er et kraftfullt substitutt for eierskap. Jo sterkere konkurranse, desto mindre ulempe er det for lønnsomheten å ikke ha eiere. Konkurranse disiplinerer på samme måte som eierne må gjøre i fravær av konkurranse. Konklusjonen er derfor at jo mer markedsrett bedriften har, desto viktigere er det for lønnsomheten at kvaliteten på eierne er høy. Motsatt er eierne mindre viktige desto sterkere konkurranse bedriften må forholde seg til. Eierutøvelse og konkurransepress er substitutter.

Betyr dette resultatet at det ikke spiller noen rolle hvordan eierstrukturen ser ut, og at en eierløs stiftelse er en like god organisasjonsform som et hvilket som helst alternativ hvis konkurransen er sterk? Svaret på dette spørsmålet er temaet for neste kapittel.

## **5. Hvem bør eie?**

Hittil i artikkelen er eierløse bedrifter sammenlignet med bedrifter som er eid av investorene, dvs. av dem som har skaffet ekstern finansiering. Disse to alternativene er imidlertid bare to blant mange andre varianter som finnes i praksis. Det grunnleggende spørsmålet er derfor ikke om bedriften bør være eid eller ikke eid. Spørsmålet er snarere hvem som bør eie i hvilke situasjoner. "Ingen, dvs. eierløs" blir dermed bare ett av mange alternative svar. Dette kapitlet gir en innføring i tenkemåter økonomer bruker for å svare på spørsmålet om hvem som bør eie bedriften under hvilke forhold.<sup>7</sup>

### *5.1 Alternative eierformer*

Det mest nærliggende svaret på spørsmålet om beste eierform er trolig at eierskapet bør utøves av investorer, dvs. av noen som har finansiert bedriften. Selv om det sjelden gis noen begrunnelse, dreier nesten all faglitteratur i finans og samfunnsøkonomi seg om investoreide

---

<sup>7</sup> Fremstillingen er basert på kapittel 9 i Bøhren (2011). En mye bredere, dypere og svært lesverdig fremstilling finnes hos Hansmann (1996).

bedrifter. De fleste av oss har nok også en magefølelse av at investoreide bedrifter er fullstendig dominerende i praksis.

Bildet er imidlertid mer nyansert i både teori og praksis. Et alternativ til investoreierskap er nemlig at bedriften eies av de andre interessentene, slik som de ansatte, leverandørene, kundene, samfunnet eller ingen. Investoreide bedrifter er derfor bare en av mange måter å organisere eierskapet på.

En full gjennomgang av de prinsipielle argumentene for hvem som bør eie ville sprengte rammen for artikkelen. Hensikten med det følgende er derfor bare å gi et inntrykk av hva denne problemstillingen går ut på og hva som kan tale for at eierløshet er en god organisasjonsform. Da er det nyttig å ta utgangspunkt i organisasjonsformen *samvirke* (kooperativ). Samvirkebegrepet har nemlig et mye rikere innhold enn slik det oppfattes i dagligtalen.

Alle eide bedrifter, inklusive investoreide bedrifter som ANS, DA, AS og ASA, kan beskrives som et samvirke. Interessentene (ofte kalt medlemmene) i samvirket er leverandører og kunder i bred forstand, og eierne utgjør en bestemt undergruppe av disse to gruppene. Deres oppgaver kan beskrives slik:

- *Leverandørene* forsyner bedriften med arbeidskraft (ansatte), finansiering (investorene) og andre innsatsfaktorer som maskiner og råvarer
- *Kundene* kjøper bedriftens produkter, dvs. varer og tjenester. Blant kundene kan også regnes dem som påvirkes av bedriften uten selv å ha noen toveis transaksjon med den. Et eksempel er naboer som plages av en forurensende fabrikk.

Interessenter som eier er altså ikke bare leverandører eller kunder i vanlig betydning av ordet. De har også kontrollrett og kontantstrømsrett, slik disse begrepene ble definert i kapittel 2. I praksis finnes det et vidt spekter av samvirker i økonomisk forstand, hvor typen samvirke reflekterer hvilken medlemsgruppe som eier bedriften:

- Et *kundesamvirke* (konsumentensamvirke) er eid av dem som kjøper bedriftens produkter, slik som i dagligvaresamvirke (eksempelvis Coop), forsikringssamvirke (eksempelvis KLP) og boligsamvirke (eksempelvis OBOS)
- Et *leverandørsamvirke* er eid av ansatte, investorer eller råvareleverandører.
  - Ansattensamvirke er særlig utbredt i tjenesteproduksjon, slik som i advokatvirksomhet (eksempelvis Wiersholm), bedriftsrådgivning (eksempelvis McKinsey) og revisjon (eksempelvis BDO Noraudit)
  - Investorsamvirke er ofte organisert slik at eierne har begrenset ansvar for gjelden (AS og ASA)
  - Råvaresamvirke er mest utbredt i primærnæringene. Eksempler er slakterier eid av kjøttprodusenter (eksempelvis Gilde), meierier eid av melkeprodusenter (Tine), salgskanaler for fisk eid av fiskere (eksempelvis Norges Råfisklag) og salgskanaler for honning eid av birøktere (eksempelvis Honningcentralen).

Disse samvirketypene illustrerer det generelle poenget at eierne ikke trenger være den interessenten som sørger for finansiering. Eierne har ikke nødvendigvis bidratt med penger i det hele tatt. Like fullt har de kontrollretten og kontantstrømsretten. Finansieringen kan

nemlig skaffes i form av lån, dvs. uten at de som leverer pengene (kreditorene) får kontrollrett og kontantstrømsrett. Behovet for låneopptak kan dessuten minimeres ved at bedriften leier eiendeler fremfor å kjøpe det. I tillegg er finansieringsbehovet lavere desto mindre kapitalintensiv virksomheten er. Derfor er det lettere å etablere bedrifter som ikke er investoreid i rådgiving enn i aluminiumsproduksjon.

### 5.2 Negative eksternaliteter

Interessentene i et samvirke er altså leverandørene og kundene. Noen av dem gjør bare *forretningstransaksjoner* med bedriften gjennom å selge arbeidskraft, gi lån, levere melk, kjøpe melk, gjøre spareinnskudd, tegne forsikring eller leie leilighet. Andre interessenter gjør i tillegg *eiertransaksjoner* med bedriften gjennom å kjøpe eierandeler. Da får interessenten rett til overskuddet som eventuelt blir igjen etter at bedriften har gjennomført forretningstransaksjonene.

Det er i forretningstransaksjonene at såkalte *negative eksternaliteter* kan oppstå (Buchanan og Stubblebine, 1982). Med dette begrepet menes i eiersammenheng at eierne valg skader de andre interessentene uten at eierne er pålagt å betale for skaden gjennom privat avtale eller offentlig påbud. Dette manglende oppgjøret for skade forvoldt andre skyldes *markedssvikt* som kan manifestere bl.a. gjennom:

- Monopolmakt: Dagligvarekjeden utnytter høy markedsandel til å skru opp prisene
- Risikoovervelting: Banken tar urimelig stor risiko med innskytternes penger i forhold til den sparerenten innskytterne får
- Forurensing: Forbrenningsanlegget investerer ikke i renseteknologi som ville ha redusert luftveisplagene for kommunens innbyggere.

Slike negative eksternaliteter blir påført samvirkets interessenter fordi eierne mangler insentiver til å avstå. Dette betyr at eierne ikke har god nok grunn til å utøve samfunnsansvar i form av *altruisme*. Med altruisme menes her handlinger som verken direkte eller indirekte gir bedriftsøkonomisk lønnsomhet for eierne, men som gir økt livskvalitet for andre interessenter. Samvirkelogikken gir et nytt perspektiv på dette forholdet. Riktig plassering av eierskap kan nemlig redusere markedssvikten. Rettesnoren er:

- Sjansen for markedssvikt er lavere desto høyere eierandelen er for interessenter som rammes hardest av markedssvikt

I eksemplet med monopolmakt i dagligvarekjeden reduseres derfor insentivet til overprising hvis det er kundene som eier bedriften (forbrukereierskap). For det første har ikke eierne noen motivasjon til å overprise, nettopp fordi de også er kunder. For det andre vil tapet som kunde ved eventuell overprising vinnes inn igjen ved gevinsten som eier i form av høyere overskudd. I banktilfellet forsvinner insentivet til overvelting av risiko på innskytterne dersom eierne også er innskytere, dvs. når innskytterne eier banken (innskytereierskap). I forbrenningsanlegget reduseres faren for markedssvikt hvis innbyggerne eier anlegget, eksempelvis i form av en kommunalt eid bedrift (lokalsamfunnseierskap).

I dette perspektivet er beste eierform den som minimerer eksternalitetene ved forretningstransaksjoner mellom interessentene. Negative eksternaliteter for bedriftens

interessenter påvirker derfor svaret på spørsmålet om hvem som bør eie. Nøkkelen er å sørge for at den som eier er den som plages mest av eksternaliteten. Da vil eieren automatisk sørge for sitt eget beste gjennom å gjøre eksternaliteten mindre.

De tre eksemplene (monopolmakt, risikoovervelting og forurensing) illustrerer imidlertid også at hensynet til internalisering ikke kan være hele historien om hvor eierskapet bør plasseres. Det er nemlig ikke opplagt at den som er mest utsatt for eksternaliteten også har best evne til å bære risiko, utøve eierskap profesjonelt eller unngå uheldig rolleblanding. Ansatte som eier arbeidsplassen sin, mister både jobben og deler av formuen hvis bedriften konkurs (de bærer for mye risiko). Innskyterne som eier banken, kan være uvitende om hvordan gode bankstyrer settes sammen (de mangler kunnskap). Med tusenvis av innskytere er det dessuten fare for at ingen engasjerer seg fordi alle regner med at noen andre gjør det. Kommunen som eier forbrenningsanlegget, kan komme i konflikt med sin rolle som regulerings- og kontrollmyndighet (den blander rollene som spiller og dommer).

Både ansatte, innskytere og kommunestyret kan derfor mangle forutsetningen for å være gode eiere. Det relevante kriteriet for om eierskap bør flyttes fra én interessent til en annen er derfor:

- Redusert eksternalitetskostnad må overstige økt eierstyringskostnad.

Et eksempel fra boligsamvirket illustrerer begge komponentene i denne differansen. I stedet for å leie av byens dominerende, investoreide eiendomsselskap, kan leietakerne få lavere husleie og høyere boligkvalitet ved å eie leiligheten sin selv som medlemmer av et borettslag. For det første unngår de overprisingsproblemet. For det andre kan de følge tett med på driften hver dag, siden eierne nå bor i sine leiligheter (dvs. i bedriften). Kostnaden ved at eierskap skilles fra daglig drift kan dermed reduseres fordi eierne har mer informasjon og sterkere kontrollinsentiver enn hva andre eiere ville hatt (lavere eksternalitet).

Eierstyringen i borettslaget kan imidlertid også bli dårligere fordi den enkelte interessent har lite makt og svakt økonomisk insentiv til å involvere seg, spesielt hvis borettslaget er stort (flere gratispassasjerer). Det kan også oppstå interessekonflikter eierne imellom. Eksempelvis kan eierne av leiligheter i tiende etasje være mer villig til å bruke borettslagets overskudd til en rask heis enn hva eierne i første etasje er (økte eierstyringskostnader).

### *5.3 Den beste eieren*

Alt i alt er det altså både pluser og minuser i regnestykket om hva som utgjør den beste eierformen. Dette innebærer at fordelene ved lavere eksternalitet ikke alltid overstiger ulempene ved svakere eierstyring. Derfor er heller ikke boligsamvirket den eneste eierformen som finnes i praksis.

Av samme grunn kan det finnes situasjoner der redusert eksternalitetskostnad er mindre enn økt eierstyringskostnad uansett hvem som eier. I så fall er det best at bedriften er eierløs. Dette var da også den opprinnelige begrunnelsen for eierløse sparebanker (Hansmann, 1996, kapittel 13). I bankvesenet var det særlig et problem før innskuddsgarantien ble innført at i investoreide banker fant det fristende å gamble med innskytternes penger. Innskyterne på sin side hadde liten evne til å bære risiko som eiere. Dessuten hadde de hver for seg både lav innflytelse og lite kunnskap om bankvirksomhet. Løsningen ble derfor at ingen eide banken i

det hele tatt. Da forsvant både eksternaliteten og problemet med for stor risikobæring. Problemet er bare at det oppsto nye kostnader. Det fantes ingen eiere til å overvåke styre og ledelse, og banksjefen ble gjerne lokalsamfunnets småkonge. Fordelene ved eierløshet ble likevel antatt å være større enn ulempene.

I dag holder neppe slike argumenter for eierløse sparebanker. Det er for lengst innført innskuddsgaranti, og det er detaljert statlig kontroll av bankers risikotaking gjennom Finanstilsynet.

Tilsvarende er trolig eierløsheten i mange næringsdrivende og næringseiende stiftelser ikke konstruert for å fjerne eksternaliteter skapt av investoreierskap. Grunnen kan heller være at den som oppretter stiftelsen (dvs. gir formue til stiftelsen) vil disponere sin formue på bestemte måter. Spesielt gjelder dette hvis vedkommende:

1. Ikke har livsarvinger eller andre arvinger
2. Ikke ønsker at andre skal bestemme hvordan oppretters formue skal disponeres etter sin død
3. Ikke ønsker å gi formuen umiddelbart til utenforstående

Olav Thon Stiftelsen reflekterer alle disse tre grunnene. Olav Thon har ikke livsarvinger, og stiftelsens vedtekter sier bl.a. om stiftelsens forvaltning av aksjene i Olav Thon Gruppen: “Styret skal i sin eierskapsutøvelse tilse at konsernet videreutvikles i tråd med de verdier, holdninger og ideer som Olav Thon har levd etter og lagt til grunn i sin forretningsdrift. Stiftelsen skal opprettholde 100 % eierskap til aksjene i Olav Thon Gruppen AS---Fast eiendom skal være konsernets største virksomhetsområde og en vesentlig del av virksomheten skal finne sted i Norge.” Om utdelinger til utenforstående sier vedtektene bl.a.: “Et kalenderårs samlede utdelinger skal oppad være begrenset til NOK 50 millioner. Styret kan unntaksvis for enkelte år forhøye denne sum til NOK 100 millioner---Utdelinger til finansiering av allmenntilgode formål skal være underordnet kravet om at konsernet til en hver tid skal ha en ubetinget sterk finansiell stilling.”

## **5. Sammendrag og konklusjon**

En stiftelse er en eierløs bedrift fordi ingen av stiftelsens interessenter har både kontrollrett og kontantstrømsrett. Slik eierløshet er det viktigste økonomiske særtrekket ved stiftelser. Denne egenskapen gir stiftelser en styringsmessig ulempe i forhold til bedrifter som har eiere (prinsipal). Styret og ledelsen (agenten) i eierløse bedrifter mangler nemlig prestasjonstrykk og prestasjonsinsentiv fordi det ikke finnes eiere på toppen av styringspyramiden. Agenten har dessuten uvanlig stor mulighet til å sløse fordi overskudd eller egenkapital ikke kan utdeles som utbytte, men blir værende i bedriften.

Forskning fra flere land inklusive Norge tilsier at eierformen (inklusive eierløshet) spiller mindre rolle for lønnsomheten desto sterkere konkurransen er. Det er konkurranse og ikke eierform som ser ut til å bety mest for lønnsomheten. Eierskap og konkurranse er derfor substitutter.

Uansett eierform kan enhver bedrift oppfattes som et samvirke i økonomisk forstand. Eierskapet i samvirket tilhører minst en av interessentene, slik som investorene

(investorsamvirke), kundene (forbrukersamvirke), leverandørene (ansattesamvirke) eller ingen (eierløs). Spørsmålet om beste eierform gjelder hvem av disse interessentene som bør ha både kontrollrett og kontantstrømsrett.

Rettesnoren for hvem som bør eie, er at eierskapet er best når det uøves av den interessenten som har lavest sum av eksternaliteter og eierstyringskostnader. I årene før innskuddsgaranti og sterk bankregulering ble innført ga denne rettesnoren gode argumenter for at banker bør være eierløse, slik som de klassiske norske sparebankene fortsatt er. Stiftelser er trolig ofte eierløse av andre grunner, slik som at stifteren ikke har arvinger, selv vil påvirke hvordan formuen disponeres etter stifterens død, og at stifter ikke ønsker å gi formuen umiddelbart til andre.

## Referanser

- Buchanan, J. og W.C. Stubblebine, 1962, Externality, *Economica* 29 (116), 371–384.
- Bøhren, Ø., 2011, Eierne, styret og ledelsen: Corporate governance i Norge. Fagbokforlaget: Bergen.
- Bøhren, Ø. og M. Josefsen, 2013, Stakeholder rights and economic performance: The profitability of nonprofits, *Journal of Banking & Finance* 37 (2013), 4073–4086.
- Easterbrook, F.H., 1984, Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review* 74 (4), 650-659.
- Fama, E.F. og M. C. Jensen, 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26 (2), 301-325.
- Giroud, X. og H.M. Mueller, 2010, Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics* 95, 312–331
- Giroud, X., og H.M. Mueller, 2011, Corporate governance, product market competition, and equity prices, *Journal of Finance* 66, 563–600.
- Hansmann, H., 1996, *The ownership of enterprise*, Harvard University Press: Cambridge, MA.
- Hansmann, H. og S. Thomsen, 2013, Managerial distance and virtual ownership: The governance of industrial foundations, Upublisert arbeidsnotat, Copenhagen Business School.
- Hansmann, H. og S. Thomsen, 2013a, The performance of foundation-owned companies, Upublisert arbeidsnotat, Copenhagen Business School.
- Hermalin, B. E. og M.S. Weisbach, 1998, Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88 (1), 96–118.
- Herrmann, M. og G. Franke, 2002, Performance and policy of foundation-owned firms in Germany, *European Financial Management* 8 (3), 261-279.
- Jensen, M.C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323–329.
- Jensen, M.C. og W.H. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305–360.
- Malani, A., T. Philipson og G. David, 2003, Theories of firm behavior in the nonprofit sector. A synthesis and empirical evaluation, I Glaeser, E.L. (Ed.), *Governance in not-for-profit organizations*, University of Chicago Press: Chicago, IL.
- NUES, 2012, Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. Kilde: [www.nues.no](http://www.nues.no)