

## Corporate Governance i et norsk perspektiv

“Eierstyring i store norske selskaper:  
oppsigelse av toppleder”

Av Øyvind Bøhren, Samir Sharma og Tonje Vegarud,  
Handelshøyskolen, BI

# 12 Eierstyring i store norske selskaper: oppsigelse av toppleder

Av Professor Øyvind Bøhren, Samir Sharma og Tonje Vegarud,<sup>42</sup> Handelshøyskolen BI

Eierne av bedrifter delegerer i stor grad det meste av beslutningsmyndigheten til ledelsen. Gjennom dette overlater de til ledelsen «å passe på pengene deres». De fleste eiere kan ikke selv på en direkte måte observere kvaliteten på det arbeid ledelsen gjør.

I dette kapitlet vil vi presentere en større undersøkelse som er gjennomført for å se i hvilken grad oppsigelse av toppledere blir brukt som en disiplinærmekanisme i Norge. Grunnlaget er en studie av alle frivillige og ufrivillige lederskifter i samtlige ikke-finansielle selskaper notert på Oslo Børs i perioden 1989–2001.

Hvordan kontrollerer eierne at ledelsen forvalter de ressurser som blir overlatt, på en akseptabel måte? Er det eiernes direkte styring av virksomheten som driver prosessene med oppsigelse av toppledere, eller ...?

## BAKGRUNN

Kostnadene ved corporate governance (eierstyring) oppstår når eierskap og eiermakt skiller lag. En slik separasjon mellom eierskap og kontroll er åpenbar på Oslo Børs, hvor det gjennomsnittlige selskapet har drøye 5.000 eiere, og hvor eierandelen som er representert i styre og ledelse, ligger under 10 % (Bøhren og Ødegaard 2003). Dette innebærer både at mye beslutningsmyndighet er delegert fra eiere til ledelse, og at eiere flest ikke direkte kan observere kvaliteten på det arbeidet ledelsen gjør.

Eierne kontroll med ressurser de har overlatt i ledelsens hender, må derfor skje på indirekte måte. Lønnsomhetsmål er den fremste av slike indirekte kvalitetsindikatorer. Lønnsomhetsbegrepets popularitet skyldes at i gode utgaver kan de både reflektere selskapets overlevelsesevne på lengre sikt, eierne velferd på kort sikt og dessuten visse sider ved kvaliteten på ledelsens beslutninger. Av de samme grunner knyttes stadig oftere også ledergodtgjørelsen til selskapets lønnsomhet, slik som bonus basert på årets regnskapsresultat eller aksjekursutvikling.

Hva skjer med ledelsen når lønnsomheten skranter? Hvis eierne bruker lønnsomhet som indikator på lederkvalitet, ville vi vente at sjansen for et tvunget lederskifte er større jo mindre verdier selskapet produserer. Ikke overraskende er da også trusselen om oppsigelse og faktisk oppsigelse blant de mest sen-

---

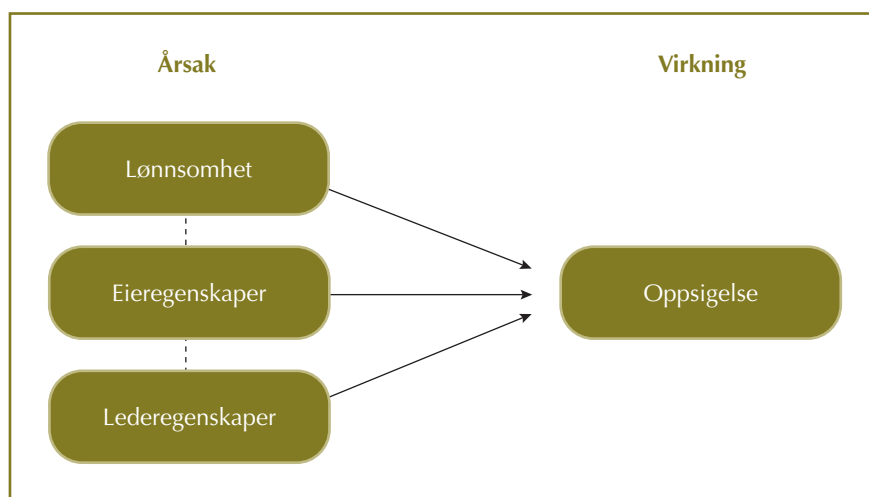
42. Vi takker Morten Frogner, Jarle Gundersen, Rolf Straume og Øystein Strøm for innsiktsfulle kommentarer til en tidligere versjon.

trale disiplineringsmekanismer i corporate governance. Mange hevder med styrke at styrets viktigste oppgave i store selskaper med spredt eierskap nettopp er å ansette, kvalitetssikre og avsette daglig leder på eiernes vegne. Det primære informasjonsgrunnlaget for beslutningen om å si opp vil da være den bedriftsøkonomiske verdiskapningen selskapet til enhver tid produserer.

I dette kapitlet skal vi undersøke i hvilken grad oppsigelse av toppleder blir brukt som en disiplineringsmekanisme i Norge. Grunnlaget er en studie av alle frivillige og ufrivillige lederskifter i samtlige ikke-finansielle selskaper notert på Oslo Børs i perioden 1989–2001 (se Butt, Sharma og Vegarud 2003). Vi redegjør først for problemstillingen ved å presentere en enkel modell for oppsigelse av toppleder i del 2. Der tar vi også høyde for at denne beslutningen kan påvirkes av andre ting enn sviktende lønnsomhet, slik som uenighet med eiere og styret om strategisk retning eller samarbeidsproblemer i ledergruppen. Både i slike konfliktsituasjoner og ved lav inntjening kan maktforholdet mellom eierne og ledelsen være avgjørende for utfallet. Derfor tar vi hensyn til konsentrasjonsgraden i eierskapet (sitter makten hos en stor eier eller hos administrasjonen?), de store eierens identitet (er storeieren statlig og passiv eller personlig og aktiv?), lederens eierskap (har lederen høy eierandel eller ingen formell eiermakt?), og lederens fartstid (har lederen lang funksjonsperiode, eller er han eller hun ganske nyansatt?). Del 3 redegjør for datakildene og gjengir hovedresultatene. I tillegg til å teste selve modellen fra del 2 empirisk gjengir vi også sentrale nøkkeltall om hver enkelt komponent i modellen. Eksempelvis redegjør vi for hyppigheten av topplederskifter i Norge, forholdet mellom frivillige og tvungne avganger, typisk fartstid for ledere, konsentrasjonsgraden i eierstrukturen og topplederens eierandel. Vi oppsummerer og konkluderer i del 4.

## MODELL

Figur 12.1 komprimerer kapitlets problemstilling gjennom en særdeles enkel modell hvor tre typer årsaker til venstre på figuren gir en virkning til høyre på figuren. Årsakene er *Lønnsomhet*, *Eieregenskaper* og *Lederegenskaper*, mens virkningen er *Oppsigelse*.



Figur 12.1 Modell for oppsigelse av toppleder

Vi gjennomgår nå komponentene i modellen en for en, argumenterer for sammenhengen mellom dem, og diskuterer samtidig hvordan vi skal tallfeste hver komponent i praksis. Oversikter over teori og internasjonal empiri på dette området finnes hos Dahya, Lonie og Power (1998) og hos Allgood og Farrell (2000).

Vi starter med *oppsigelsen* til høyre i modellen. Siden vår studie gjelder lederskifte som eierstyringsmekanisme, må vi åpenbart skille mellom frivillig og tvungen avgang. Ved frivillig lederskifte er de typiske grunnene pensjonering, sykdom, dødsfall eller overgang til lignende eller mer prestisjefull stilling i en annen organisasjon. Tvungen avgang, derimot, skyldes gjerne konflikt med styret eller innad i ledergruppen om strategi eller arbeidsform, endret eierstruktur med tilhørende ønske om endret toppledelse fra ny storeier, reorganisert toppledelse på grunn av finansiell krise eller svak lønnsomhet mer generelt. Selv om vi kommer til å presentere resultater både om frivillige og tvungne avganger, dreier logikken bak figur 12.1 seg om de tvungne. Hvis vi derfor skulle finne at sammenhengen mellom årsaker og virkning på figur 12.1 er den samme for frivillige som for tvungne avganger, ville det så tvil om hele logikken i figuren.

*Lønnsomhet* er en av tre utløsningskreftene i modellen. Det finnes imidlertid flere måter å måle lønnsomhet på. Vi har brukt tre mål som reflekterer ulike sider ved verdiskapningen: (i) totalrentabilitet (driftsresultat etter skatt per krone bokførte eiendeler), (ii) markedsverdi per bokverdikrone (markedsverdi av eiendelene dividert på eiendelenes bokførte verdi) og (iii) markedsavkastning på egenkapital (kursgevinst pluss utbytte per krone markedsverdi av egenkapital). De to første målene fanger opp verdikonsekvenser for eiere og kreditorer som gruppe, mens det tredje reflekterer effekten på eierne alene.

For et gitt lønnsomhetsmål er det ikke opplagt hva som er korrekt måletidspunkt i forhold til oppsigelsen. Her er det uproblematisk å forutsette at det er historisk lønnsomhet og ikke den fremtidige som påvirker dagens beslutning om å skifte eller ikke skifte lederskap. Det kan imidlertid ta tid å få gjennomført en oppsigelse selv om historisk lønnsomhet har vært svak. Har selskapet tålmodige eiere, kan de dessuten være villige til å svelge sviktende verdiskapning en stund før de setter foten ned og forlanger utskifting. Ut fra slike argumenter vil vi derfor alternativt beregne lønnsomheten (i) i samme år som oppsigelsen skjedde, (ii) i året før, (iii) som gjennomsnittslønnsomhet i disse to årene, og (iv) som endret lønnsomhet over de to årene. Dermed har vi bedre grunnlag for å si noe om den typiske responstiden fra symptomet viser seg, til tiltaket blir gjennomført.

Når bytte av toppleder brukes som lønnsomhetsdrevet eierstyringsmekanisme, er altså ideen at styret reagerer på det de oppfatter som sviktende verdiskapningsevne. Dette betyr imidlertid ikke at nøkkelen til å forstå lederskiftets vesen ligger i selskapets absolutte lønnsomhetstall, f.eks. i at totalrentabiliteten var  $-5\%$  i et gitt år. Selskapet må heller sammenlignes med hva som var den typiske prestasjonen for lignende selskaper. Alle lønnsomhetstallene er derfor bransjejustert ved at vi ikke bruker selskapets absolutte lønnsomhetstall, men differansen mellom dette tallet og medianlønnsomheten i selskapets bransje. Eksempelvis kan nok  $-5\%$  totalrentabilitet for et selskap starte sabelrasling hvis bransjemedianen er  $+10\%$ . De samme  $-5\%$  kan derimot virke både imponerende og beroligende hvis det typiske nivået er  $-20\%$ . Totalren-

tabilitet på -5 % gir altså selskapet en bransjustert lønnsomhet på -15 % i det første tilfellet og +15 % i det andre.

Den andre gruppen årsaker på figur 12.1 er *eieregenskaper*. Bakgrunnen er veletablert teori og empiri i corporate governance, hvor to grunnleggende eierstyringsmekanismer er eierkonsentrasjon (har noen eiere høy eierandel?) og eiertype (hvem er de store eierne?). Tankegangen her er at hvis ingen eier verken har tilstrekkelig økonomisk insentiv eller stemmerettsmakt til å kjempe mot en egenrådlig ledelse, forblir makten og taburettene i ledelsens hender. Dette er en situasjon med sterk separasjon mellom eierskap og kontroll, og der selskapet lider fordi svakt lederskap ikke lukes bort raskt nok. Hvis derimot eierne ønsker å overvåke og korrigere lederkvalitet, vil vi vente at lederutskiftningen er mer resolutt jo større *eierkonsentrasjon* selskapet har. I vår undersøkelse måler vi eierkonsentrasjon som prosentvis eierandel for selskapets tre største eiere som gruppe.<sup>43</sup>

To store eiere med samme eierandel oppfører seg likevel ikke likt verken på generalforsamlingen eller i styrerommet. Ved å skille mellom *eiertyper* får vi frem i hvilken grad det er grunnleggende atferdsforskjeller store eiere imellom. Vi har valgt å plukke ut statlige eiere og internasjonale private eiere som egne eiertyper fordi vi tror begge typer kan være mer passive i eierstyringen enn andre eiere, slik som personlige, institusjonelle eller industrielle investorer med nasjonal base. Vi skal kort begrunne dette standpunktet.

For internasjonale eiere, og spesielt for de institusjonelle blant dem, er argumentet at de har informasjonsulempere om det enkelte selskap og lavere kompetanse om institusjonelle og politiske forhold enn nasjonale eiere har. I forhold til andre store eiere investerer de derfor ikke primært på Oslo Børs for å bidra med aktiv eierstyring. Hensikten er snarere å passivt spre risiko gjennom å investere i et land som er mye sterkere eksponert for råvarerisiko enn andre vestlige land. Det er altså en diversifiseringsbegrunnelse og ikke en eierstyringsidé bak deres investeringsvalg.

I disse tider er det populært å påstå at statlige eiere er mer passive enn andre fordi staten representerer et insentivfattig eiermiljø uten profesjonell eierstyringskultur. Tilsvarende hevdes det at når staten en sjelden gang utøver eierfunksjoner, gis det mer uklare styringsimpulser enn private eiere gjør. Det er fordi staten har flere og mer komplekse mål enn bedriftsøkonomisk lønnsomhet alene, slik som sysselsetting, kjønnsbalanse og regional utvikling. Dessuten kan staten fristes til å blande sammen sine roller som eier, lovgiver, konsesjonsgiver og kontrollør til et atferdsmønster som verken medeierne eller markedet som helhet setter pris på.

At slike oppfatninger også har politisk vind i seilene, bekreftes av delprivatiseringen av Telenor og Statoil. Det skjedde ikke fordi staten trengte likvider eller ønsket lavere eksponering for oljerisiko. Endringen i eierstruktur ble

---

43. Annen corporate governance-forskning på norske børsnoterte selskaper tyder på at våre resultater ikke ville endre seg særlig dersom vi brukte andre mål på eierkonsentrasjon, slik som eierandelen til den største, de fem største eller de ti største. Ei heller hvis vi målte konsentrasjon ut fra spredningen i hele eierstrukturen og ikke bare blant de største eierne (Bøhren og Ødegaard 2001).

vedtatt fordi stortingsrepresentanter flest tror at disse selskapene vil bli bedre drevet når den statlige eieren erstattes av private.

På figur 12.1 betyr slike resonnementer at når selskapets eierstruktur preges av statlige eller internasjonale eiere, vil presset på stadig å ha en førsteklasses toppledelse være svakere enn ellers. Vi måler styrken av denne passiviteten som andelen av selskapets aksjer eid av henholdsvis statlige og internasjonale eiere.

Den tredje årsaken til tvungen avgang i vår modell er *lederegenskaper*, dvs. særtrekk ved topplederen som er spesielt relevante for utfallet av en beslutning om avsettelse. Vi studerer to slike egenskaper som begge dreier seg om lederens insentiver til å skape verdier og om makten til å forsvare stillingen sin. Den første egenskapen er *lederens eierandel*, som gir to motstridende effekter. Når selskapet har svak ledelse, lider også lederen selv gjennom lav verdi på sine aksjer i selskapet. Fordi dette tapet er kronemessig større jo høyere eierandel lederen har, vil dette trekket ved ledereierskap øke sjansen for at lederskiftet er frivillig og ikke tvungent. Eierne og lederen er i samme båt fordi begge er aksjonærer, og begge ønsker den lederen som gjør selskapsverdien så stor som mulig.

Den motsatte effekten av ledereierskap skyldes at ledere er som folk flest i det at de strever med å se seg selv kaldt og saklig fra utsiden. Dette problemet kan lett bli akutt når renommeet som god leder er truet. Da er det fristende å bruke den formelle makten høy eierandel gir til å forsvare sin posisjon. Dessuten kan andre eiere komme til å nøle med å bruke sin egen makt overfor en som ikke bare er toppleder, men også en betydelig eier. Topplederen kan dermed bruke sin eierandel til å skape et oppsigelsesvern.

Nettoen av den positive insentiveffekten og den negative forsvareffekten er derfor ikke entydig. Vår magesfølelse er at forsvareffekten normalt er sterkere. Vi tror derfor at når lederens eierandel stiger, så synker sjansen for at lederen aksepterer å gå mot sin vilje.

Den andre lederegenskapen er *fartstid* (funksjonsperiode i stillingen). Dette ser vi på som en kilde til uformell makt, og vi tror at jo lenger lederen har vært i jobben, desto vanskeligere er det å bytte ham eller henne ut. For det første har jobberfaringen med akkurat dette selskapet gitt lederen med lang fartstid et kompetansefortrinn fremfor konkurrenter uten slik miljøfortrolighet. For det andre har lederen med lang fartstid fått tid til å prege de omgivelsene som et eventuelt initiativ til lederskifte må komme fra. Både rekruttering av nære medarbeidere og av styremedlemmer vil være sterkere influert av en toppleder med lang fartstid enn av en som nettopp er ansatt.<sup>44</sup>

---

44. En variant av dette resonnementet er at mens ledere med enten kort eller lang fartstid er lette å avsette, sitter de med middels fartstid fastere i stolen. Kort fartstid gir liten anledning til å forme maktmiljøet, mens lang fartstid oftere går sammen med høyere alder og dermed kortere tid til pensjonering. Mellomkategorien, derimot, kjennetegnes både av betydelig pregingsmakt og forholdsvis mye tapt inntekt og prestisje ved oppsigelse. Denne logikken tilsier en U-formet sammenheng mellom fartstid og sjansen for å bli oppsagt

På figur 12.1 har vi også lagt inn interne koplinger mellom de tre årsakene. Eksempelvis kan det være slik at når eierkonsentrasjonen i selskapet er lav, så er ledereierskapet høyt fordi svak overvåking fra de ytre eieres side nødvendiggjør kraftige aksjebaserte lederinsentiver. I så fall ville lav eierkonsentrasjon gå sammen med høyt ledereierskap. Den andre typen sammenheng går mellom lønnsomhet på den ene siden og eier- og lederegenskaper på den andre. Selv om eieregenskapene har selvstendig og lønnsomhetsuavhengig effekt på lederskifter, kan koplingen forsterkes av dårlig lønnsomhet: Eierne sover i gode tider og kommer først på banen når verdiskapningen svikter. Testene i del 4 tar hensyn til slik intern *interaksjon* mellom de tre årsakene lønnsomhet, eieregenskaper og lederegenskaper.

## RESULTATER

Vi har hentet data om lønnsomhet (totalrentabilitet, markedsverdi per bokverdikrone og egenkapitalavkastning) fra Oslo Børs Informasjon. Opplysningene om eieregenskaper (eierkonsentrasjon og eiertype) og lederens eierandel kommer fra Verdipapirsentralen (VPS),<sup>45</sup> mens lederegenskapen fartstid er samlet inn fra Kjærulfs håndbok,<sup>46</sup> børsmeldinger og avisartikler. For å tallfeste lederskiftene for alle norske børsnoterte selskaper i perioden

1989–2001 gikk vi igjennom 12 årganger børsmeldinger og dessuten Kjærulfs håndbok. Vi klassifiserte en avgang som frivillig eller tvungen ut fra vår tokning av opplysninger i børsmeldinger og hovedsakelig Aftenposten, Dagens Næringsliv, Finansavisen og NTB.<sup>47</sup>

### Lederskifter

I perioden 1989–2001 var det til sammen 188 topplederskifter i norske ikke-finansielle selskaper som var notert på Oslo Børs ved årsslutt. Dette gir et årsgjennomsnitt på 15, varierende fra minimum på 4 i 1989 til maksimum på 35 i 1999. 57 % av dem var tvungne og 43 % var frivillige.

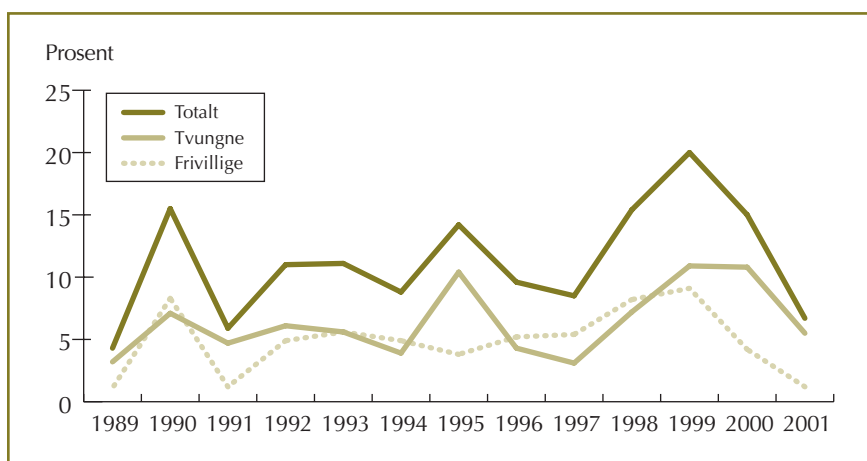
Figur 12.2 viser hva dette innebærer i form av den andelen av de børsnoterte selskapene som gjennomførte lederskifter. Den øvre grafen for totalen (frivillige + tvungne) reflekterer at mellom 4 % og 20 % av selskapene fikk ny toppleder i et gitt år i denne perioden. Snittet er 12 %, hvilket betyr at i denne perioden var normal fartstid for en toppleder ca. 8 år.

45. Eierskapsdataene fra VPS var allerede bearbeidet for forskningsformål og supplert med en rekke andre eierstyringsdata før vår studie begynte. Dette arbeidet gjøres gjennom forskningsprogrammet om corporate governance ved Institutt for Finansiell Økonomi, Handelshøyskolen BI. Publikasjoner fra dette programmet og beskrivelser av de enkelte prosjektene er tilgjengelige på nettstedet <http://finance.bi.no/~governance>.

46. For å få mest mulig nøyaktige opplysninger om fartstid brukte vi Kjærulfs håndbok tilbake til 1979, dvs. inntil 10 år før starten av vår periode for eierskifter.

47. Vi fant at i motsetning til avisartiklene gir børsmeldinger sjelden grunnlag for å konkludere med noe annet enn at et topplederskifte er frivillig. Uten tilgangen til de andre informasjonskildene ville vi derfor ha endt med å registrere nesten alle avgangene som frivillige.





**Figur 12.2** Andel børsnoterte selskaper i Norge med topplederskifte i perioden 1989–2001

Selv om det er store variasjoner fra år til år, viser grafene også at regnet over lengre tidsintervaller er topplederskifter vanligere nå enn før.<sup>48</sup> Ser vi bort fra det atypisk lave startåret 1989, stiger andelen tvungne oppsigelser fra ca. 6 % til 7 %, mens de frivillige stiger fra 5 % til 6 %.

Det ser ikke ut til at norske topplederskifter er et makrofenomen i den forstand at utskiftingstakten er høy når hele aksjemarkedet gjør det dårlig, og tilsvarende lav når aksjemarkedet går godt. Vi finner praktisk talt ingen korrelasjon mellom hyppigheten av tvungne topplederskifter i selskaper notert på Oslo Børs og gjennomsnittlig avkastning for selskapene på den samme børsen (markedsindeksen). Det gjelder uansett om vi måler begge størrelser i samme år eller om utskiftingstakten i ett år sammenstilles med gjennomsnittlig markedsavkastning året før. Dette tyder på at lederskifter er drevet av selskappsspesifikke og ikke makroøkonomiske begivenheter.

Hvorfor byttes topplederen ut? Tabell 12.1 viser de kriteriene vi brukte for å klassifisere et lederskifte i frivillig kontra tvunget og dessuten hyppigheten av hver grunn. Vi har bare tatt med én grunn per lederskifte. Summen av alle oppgitte grunner er derfor lik totalt antall lederskifter på 188, hvorav altså 81 er frivillige og 107 tvungne.

48. Sparking av toppleder er atskillig sjeldnere i shipping enn i andre næringer. I gjennomsnitt per år var det tvungne avganger i 7 % av industriselskapene og i kun 4 % av shippingsselskapene. Utvalget av børsnoterte shippingsselskaper er så lite at vi ikke kan avgjøre om dette avviker mellom næringer skyldes tilfeldigheter ved det lille utvalget eller grunnleggende bransjeforskjeller i de faktorene som driver lederskifter ifølge figur 12.1, slik som eierkonsentrasjon og fartstid.



**Tabell 12.1:** Begrunnelser for topplederskifter i norske børsnoterte selskaper 1989–2001

Frivillige	%	Tvungne	%
Ny stilling	41	Konflikt med styret	32
Avtale	10	Svak lønnsomhet	29
Pensjon	7	Konflikt med eierne	11
Helse	6	Lavere stilling	8
Personlig	6	Oppkjøp eller -rykte	8
Uspesifisert	30	Avskjedigelse	6
		Reorganisering	5
		Mediepress	1
Total	100	Total	100

Under *frivillig* avgang er den suverent hyppigste begrunnelsen overgang til ny stilling (41 % av tilfellene), mens alle andre grunner som avtale, pensjon og helse er langt sjeldnere. For ikke å overestimere antall tvungne avganger lar vi sekkeposten «Uspesifisert» inkludere alle andre begrunnelser som vi mener kan reflektere frivillig avgang. Dessuten dekker denne kategorien også de tilfellene vi ikke klarer å klassifisere ut fra de eksplisitte grunnene for tvungen avgang i tabellens høyre del.

De to dominerende begrunnelsene under *tvungen* avgang er konflikt med styret og svak lønnsomhet. De opptrer som hovedgrunn i drøye 60 % av tilfellene. Det kan imidlertid være vanskelig å skille mellom de ulike grunnene til at en leder blir sparket. Flere av dem kan nemlig være utløsende faktor for en annen grunn. Det hender eksempelvis stadig oftere at mediene graver frem saker som senere viser seg å gi en konflikt mellom leder og styret, og som i sin tur ender med at lederen må gå. Andre ganger skriver mediene om at lederen har måttet gå, men ikke om den underliggende og ukjente konflikten mellom lederen og en storeier som arbeider i kulissene.<sup>49</sup>

### Eieregenskaper og lederegenskaper

For *eieregenskaper* viser det seg at verken eierkonsentrasjon eller eiertype varierer særlig mellom selskaper der leder ikke skiftes, går frivillig, eller tvinges ut. Eksempelvis er median eierandel for største eier 23 % i alle tre kategoriene, mens den for de tre største er 43 %, 44 % og 47 % for henholdsvis tvungen, ingen og frivillig avgang. Det eneste avviket mellom kategoriene av noe størrelse er for internasjonalt eierskap. Her er medianandelen 16 % hos selskaper med tvungne lederskifter og 10 % hos de andre. Dette trekker i motsatt retning av hva vi argumenterte for i del 2 om at høyt internasjonalt eierskap vil gi svakere press på å sparke toppledere.

Mønsteret for *lederegenskaper* er mer i tråd med våre hypoteser. Det viser seg at mens en daglig leder som går frivillig, i gjennomsnitt eier 7 % av selskapets

49. Vi kunne ha nevnt en lang rekke eksempler fra virkeligheten på alle disse grunnene. Dette ville ha vært helt uproblematisk for tabellens venstre del, hvor grunnene ikke medfører noen renommémessig belastning. Fordi vi ikke kan si det samme om mange tilfeller i tabellens høyre del, har vi valgt å ikke bruke eksempler fra datamaterialet vårt i det hele tatt.

aksjer, er eierandelen 3,7 % ved tvungen avgang. Tilsvarende finner vi også at for ledere som forlater jobben sin, er fartstid før avgang 3,9 år ved frivillig og 2,7 år ved ufrivillig.<sup>50</sup>

Dermed ser det ut til at eierkonsentrasjon og eiertype ikke påvirker lederskifter slik corporate governance-teori skulle tilsi. Derimot er det i alle fall for gjennomsnittstilfellet slik at jo mer du som toppleder eier i det selskapet du leder, og jo lenger du har hatt din lederjobb, desto lavere er risikoen for å bli oppsagt.

Spørsmålet er så om slike konklusjoner gjelder for andre enn gjennomsnittsselskapet, og dessuten om de også holder når vi ikke bare studerer én variabel om gangen, slik som hittil, men lar alle komponentene i modellen fra figur 12.1 virke samtidig. Det spørsmålet kan ikke besvares uten å gjøre statistiske tester på hele modellen. Vi kommer straks dit, men skal først sjekke om det er systematiske forskjeller mellom lønnsomheten i selskaper der lederen ikke byttes ut, der lederen går frivillig, og der lederen tvinges ut.

**Lønnsomhet** Som nevnt tidligere er det vanskelig å si på forhånd hva som er det beste lønnsomhetsmålet og det beste måletidspunktet i vår problemstilling. Derfor har vi testet modellen på figur 12.1 med tre de ulike lønnsomhetsmålene og med de fire alternative måletidspunktene vi redegjorde for i del 2.

Det viser seg at vi ikke får meningsfulle sammenhenger hvis lønnsomhetsmålet er forholdet mellom eiendelenes markedsverdi og bokverdi. Vi konsentrerer oss derfor her om de to andre, dvs. bokført totalrentabilitet og markedsbasert egenkapitalavkastning. Figur 12.3 viser medianlønnsomhet når lederen ikke går, går frivillig, og går ufrivillig fra sin stilling. For å gi en idé om nivået på lønnsomheten bruker vi her tallene før bransjustering, dvs. det absolutte lønnsomhetstallet.

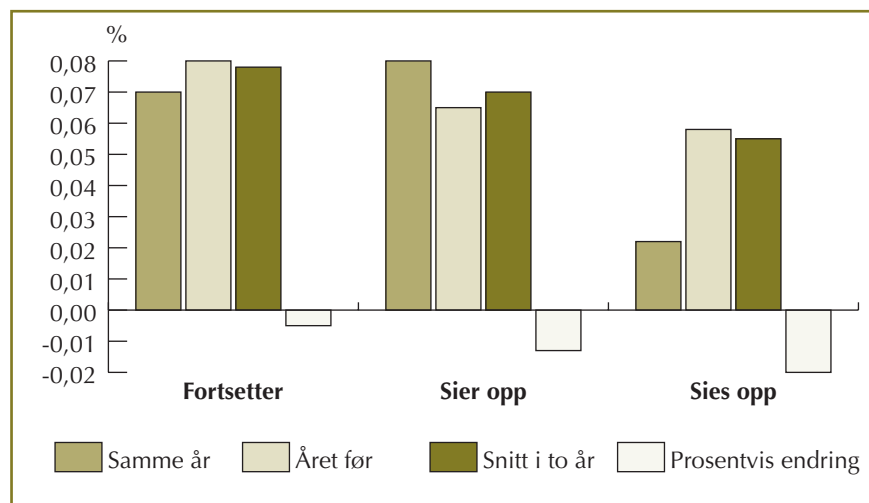
Figur a viser totalrentabilitet, mens b gjelder egenkapitalavkastning. Langs den horisontale akse har vi merket av de tre mulige utfallene for topplederen, dvs. fortsetter, sier opp eller sies opp. For hvert utfall viser søylene lønnsomheten ifølge de fire alternative måletidspunktene (samme år, året før, snitt for de to årene, og endringen mellom de to årene). Eksempelvis ser vi på den øvre figuren at i selskaper hvor lederen sies opp (de fire søylene til høyre), er median totalrentabilitet 2 % samme år, 5 % året før, 4 % i snitt over disse to årene, og fallet er på 2 prosentenheter. De samme selskapene har i nedre figur en median egenkapitalavkastning på -17 % samme år, 1 % året før, 1 % i snitt for de to årene, og et fall på 19 prosentenheter.

Uansett lønnsomhetsmål og måletidspunkt er det et tydelig mønster på figur 12.3:

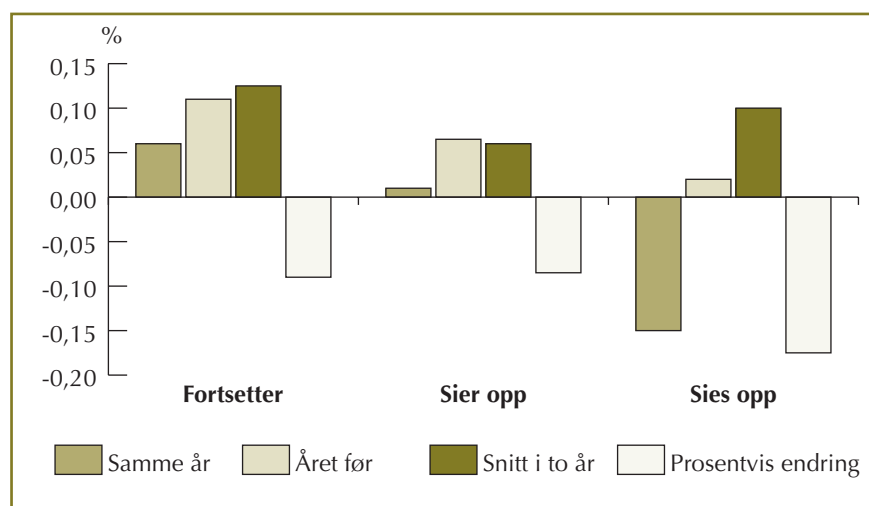
---

50. Disse fartstidene er altså atskillig lavere enn dem vi anslo ut fra figur 12.2. Det skyldes at anslått fartstid på ca. åtte år på figur 12.2 var basert på alle lederne i alle selskapene, dvs. både de som ble skiftet ut i perioden, og de som fungerte gjennom hele perioden eller i alle fall så lenge selskapet var børsnotert. De gjennomsnittene vi nå beregner, gjelder derimot bare de lederne som sluttet i perioden. Naturlig nok var fartstiden for dem som sluttet, kortere enn for dem som fortsatte.

- Selskaper med tvungne lederskifter har svakere lønnsomhet enn andre, spesielt når lønnsomhet måles i samme år som lederen byttes ut.
- Selskaper med frivillig lederavgang har ikke påfallende annerledes verdi- skapning enn i selskaper hvor lederen fortsetter.<sup>51</sup>



a) Totalrentabilitet (median)



b) Egenkapitalavkastning (median)

**Figur 12.3** Lønnsomhet i norske børsnoterte selskaper i perioden 1989–2001 hvor daglig leder enten fortsetter, sier opp, eller sies opp

Begge disse trekkene tyder på at svak lønnsomhet i et norsk børsnotert selskap øker sjansen for tvungne lederskifter, og at ledere som går frivillig, typisk ikke forlater et synkende skip eller i alle fall ikke et skip som synker mer enn skip flest. Forutsatt at tvungne lederskifter faktisk blir brukt som disipline-

51. Gjennomsnittlig lønnsomhet er signifikant lavere (5 %-nivå) i selskaper med tvungen lederavgang enn i selskaper uten lederavgang, gitt at vi bruker årets lønnsomhet, snittet av årets og fjorårets og endringen fra i fjor til i år. Differansen er imidlertid ikke statistisk signifikant mellom tvungne og frivillige avganger eller mellom selskaper uten avgang og selskaper med frivillig avgang.

ringsmekanisme, tyder også figur 12.3 på at klassifiseringen i frivillige og tvungne avganger i tabell 12.1 var vellykket.

Dermed gjenstår det bare å sette sammen alle bitene fra figur 12.1. Vi forlater derfor bit-for-bit-analysen og tar nå hensyn til den samtidige lederskifte-effekten av lønnsomhet, eieregenskaper og lederegenskaper.

**Test** Det første testresultatet er at vi ikke finner systematiske sammenhenger mellom lønnsomhet og oppsigelse hvis vi måler lønnsomhet som markedsverdi per bokverdikrone for eiendelene. Gitt det vi konstaterte i avsnitt 3.3 om manglende kopling mellom dette målet og hver enkeltkomponent i modellen, overrasker det ikke at dette også gjelder når alle komponentene settes sammen. Mer uventet er det nok at det samme skjer når lønnsomhet måles som markedsavkastning på aksjene. Det skyldes at selv om det er statistisk signifikant sammenheng mellom aksjeavkastning og tvungen lederavgang isolert sett, slik vi konstaterte i del b av figur 12.3, forsvinner når vi også tar hensyn til egenskaper ved eierne og ved topplederen i selskapet.

Dermed står vi igjen med det tredje lønnsomhetsmålet, som er totalrentabilitet (driftsresultat etter skatt per krone bokførte eiendeler). Det viser seg å være mye sterkere enn de to andre i evnen til å forklare oppsigelser. En økonomisk forklaring på dette kan være at både aksjeavkastning og markedsverdi per bokverdikrone reflekterer selskapets aksjekurs. Denne drives ikke av hva selskapet har prestert så langt, men av forventninger om fremtidig prestasjon. Dessuten påvirkes den av forventninger om makrofenomener som ligger helt utenfor nåværende toppleders kontroll, slik som aksjelikviditet, renteutvikling og verdensmarkedspriser. Som kontrollgrunnlag for lederkvalitet kan derfor slike mål gi mer irrelevant støy enn driftsresultat per krone bokførte eiendeler, som reflekterer selskapets prestasjon så langt og i mindre grad fanger opp makrofenomener.

Når vi heretter snakker om lønnsomhet, mener vi derfor bokført avkastning på totalkapitalen. Tabell 12.2, som gjelder tvungne avganger, gjentar hypotesene fra del 2 i den andre kolonnen. Testresultatene står i tredje kolonne. Minus (pluss) betyr negativ (positiv) sammenheng, slik at sjansen for tvungen avgang synker (stiger) når vedkommende komponent øker i verdi. En null i høyre kolonne betyr at vi ikke kan påvise noen signifikant sammenheng. Tegnet \* viser at sammenhengen er statistisk signifikant på 99 %-nivå.<sup>52</sup>

Ifølge hypotesene er sjansen for oppsigelse høyere jo mer ulønnsomt selskapet er og har vært, jo mer konsentrert eierstrukturen er, jo mindre innslag av internasjonale og statlige eiere selskapet har, jo færre aksjer lederen har i selskapet, og jo kortere tid det er siden ansettelsen.

Som høyre kolonne viser, er vårt første funn at *lønnsomhet* påvirker oppsigelsesbeslutningen på predikert måte.<sup>53</sup> Dette gjelder både årets lønnsomhet, snittet av årets og fjorårets lønnsomhet, og endringen fra i fjor til i år. Fjorårets lønnsomhet alene har ikke separat virkning.

---

52. Dvs. at hvis det egentlig ikke eksisterer noen sammenheng, er det høyst 1 % sjanse for det resultatet vi har fått, eller for et resultat som er enda sterkere.

**Tabell 12.2:** Forklaringer på oppsigelse av toppleder i ikke-finansielle norske børsnoterte selskaper 1989–2001

Komponent	Hypotese	Funn
<b>1. Lønnsomhet</b>		
Fjorårets	–	0
Årets	–	–*
Snittet	–	–*
Endringen	–	–*
<b>2. Eierkonsentrasjon</b>	+	0
<b>3. Eiertype</b>		
Internasjonal	–	0
Statlig	–	0
<b>4. Leders eierandel</b>	–	0
<b>5. Fartstid</b>	–	–*

Det andre resultatet er at *eierstruktur* ikke har noen systematisk effekt. Uansett om vi snakker om konsentrasjonsgrad, eiertype eller lederens eget aksjeeie, gir ikke våre data støtte til ideen om at slike kjennetegn ved selskapet er viktige for å forstå hvorfor tvungne lederskifter skjer eller ikke skjer. I den grad eierstyring forekommer, tyder dette funnet på at den i alle fall ikke primært viser seg som en selvstendig pådriver i beslutningen om å sparke topplederen.

Det tredje funnet gjelder *fartstid*. Som ved lønnsomhet er det her samsvar mellom teori og empiri: Jo lenger du har vært ansatt som toppleder, desto vanskeligere er det å sparke deg. Selv om ansiennitet ikke gir immunitet, så skaper det i alle fall mindre sårbarhet: For samme prestasjon på lønnsomhetskriteriet ryker den minst erfarne topplederen lettere ut enn den som har stått lenger i jobben.<sup>54</sup>

Som nevnt tidligere i dette avsnittet finner vi ingen kopling mellom lønnsomhet og tvungen avgang hvis lønnsomhet måles som markedsverdi per bokverdikrone for eiendelene eller som aksjenes markedsavkastning. Likevel viser det seg at vi også ved disse målene finner en signifikant negativ sammenheng mellom fartstid og tvungen avgang.

På figur 12.1 la vi også inn muligheten for at det kan være interaksjon mellom lønnsomhet og eieregenskaper ved at eierne generelt er passive uansett eierandel og eiertype, men at de blir aktive når alarmen går fordi selskapet gjør det dårlig. Dette tilsier at vi i tabell 12.2 også inkluderer komponenter som

53. For den teknisk interesserte kan vi opplyse at vi har brukt logistisk regresjon som testmetode. Vi har kjørt modellen både for tvungne og frivillige avganger, gjort separate regresjoner for hver av de fire måtene å måle totalrentabilitet på, og testet både med og uten interaksjonsledd mellom de uavhengige variablene.  $R^2$  (Nagelkerke) ligger rundt 10 %, men øker typisk til 30 % dersom vi bruker samme sampelstørrelse for avgang og ikke-avgang (i stedet for det typiske 10/90-forholdet). Testene på multikollinearitet og heteroskedastisitet ga ingen alarmerende signaler.

54. I del 2 nevnte vi muligheten for at sammenhengen mellom fartstid og risiko for å bli oppsagt er U-formet snarere enn lineær. Separate tester som vi ikke rapporterer her, gir ingen støtte for U-form.

fanger opp ekstraeffekten av eierskap på lederskifter i krisetider. Separate tester gir ingen støtte for at utøvelse av eiermakt kan beskrives på denne måten.

Hva med de *frivillige* avgangene? Uansett lønnsomhetsmål finner vi at lønnsomhet ikke har signifikant forklaringskraft. Dette er i tråd med det vi fikk en anelse om fra gjennomsnittstallene på figur 12.3, der selskaper uten lederskifter og selskaper med frivillige lederskifter har ganske sammenfallende prestasjon i gjennomsnitt. Det eneste med signifikans er en overhyppighet av frivillige avganger når lederen har høy eierandel. Dette tyder på at i den grad lederens formelle eiermakt brukes for å trygge karrieren, så er det for å sørge for at avgangen skjer frivillig.

## OPPSUMMERING OG KONKLUSJON

De USA-inspirerte corporate governance-bølgene har skyllet over Europa og Asia i flere år nå. Dette synet på organisering og ledelse innebærer at når eierskap skilles fra kontroll i store bedrifter, skal riktig dosering av lederinsentiver og aktiv eierstyring sørge for maksimal verdiskapning. Selskapets lønnsomhet blir da det viktigste kriteriet for å bedømme toppledelsens kvalitet. Det grunnleggende spørsmålet i dette kapitlet er om dette prinsippet også gjelder i norsk praksis ved at lederskjebner knyttes direkte til selskapets lønnsomhet.

Vår studie av alle ikke-finansielle selskaper på Oslo Børs i perioden 1989–2001 tyder på at svaret på dette spørsmålet er ja. Toppledere straffes karrieremessig for dårlig lønnsomhet gjennom økt risiko for å bli fjernet fra stillingen. En slik sammenheng finnes derimot ikke for frivillige avganger, hvor våre data ikke gir grunnlag for å hevde at lederen går fordi selskapet ikke presterer. Fartstiden for toppledere er i gjennomsnitt ca. åtte år i denne perioden, men omløpshastigheten øker over tid.

Eierstyringen ser ikke ut til å fungere på den måten corporate governance-paradigmet skulle tilsi. Selskaper med konsentrert eierskap og dermed mektige eiere skifter ikke toppleder oftere enn selskaper med spredt og presumptivt svakere eierskap. Ei heller er eierne mer aktive på denne fronten når selskapet gjør det spesielt dårlig. Statlige eller internasjonale eiere er heller ikke mer passive enn andre eiertyper.

På den annen side får vi resultater i tråd med eierstyringsargumentet om at ledere med svake insentiver fristes til å bruke både uformell og formell makt til å beskytte egen karriere på andres bekostning. For det første er det et svært klart resultat at lederansienitet gir ledermakt: Jo lenger du har vært i din topplederstilling, desto lavere er risikoen for å bli skjovet ut i kulden. En leder med lang fartstid er derfor mer beskyttet i nedgangstider enn en med kort fartstid. For det andre viser det seg at også formell toppledermakt tas i bruk. Jo større eierandel topplederen har, desto oftere er avgangen frivillig og ikke tvungen.

Alt i alt tyder våre resultater på at i store norske selskaper er det en systematisk sammenheng mellom svak lønnsomhet og oppsigelse av toppleder. Det er imidlertid kjennetegn ved ledelsen (fartstid og eierandel) og ikke ved eier-

ne (eierkonsentrasjon og eiertype) som påvirker topplederens skjebne.<sup>55</sup> Disse resultatene samsvarer ganske godt med funn fra USA, England og Tyskland.

Europeere generelt og skandinaver spesielt uttrykker skepsis til det tankegodset som ligger under corporate governance-bølgen, slik som markedsliberalisme, eiermakt, pengeinsentiver, topplederfokus og hyppig prestasjonsmåling. Denne holdningen er naturlig og nyttig i en del av verden hvor samfunn og næringsliv tradisjonelt har hatt mindre av slike kjennetegn. I dette perspektivet har vårt bidrag vært å vise at også i Norge er oppsigelse av toppleder et forholdsvis vanlig og tiltakende fenomen, at oppsigelsen ofte utløses av dårlig lønnsomhet, men at det ikke er eiernes direkte styring som driver denne prosessen.

Avslutningsvis minner vi om at selv om mange mener at styret flest er for passive og skifter toppleder for sjelden snarere enn for ofte, kan en unyansert kopling mellom lønnsomhet og oppsigelse skape en kortsiktighet i selskapets beslutninger som ingen er tjent med. Dette skjer lett hvis det viktigste for topplederens karrieresikring er å rapportere høye overskudd hvert eneste kvartal fremfor å våge å la selskapet blø litt nå for å kunne blomstre rikt mye senere. Medisinen mot dette kan være mer tålmodig eierskap og lederevaluering basert på mer nyanserte kriterier enn bare årets eller fjorårets overskudd. Dette er spesielt relevant i selskaper der store deler av resultatoppnåelsen ligger utenfor ledelsens kontroll (f.eks. petroleum), eller der perioden fra innovasjon til markedsgjennombrudd er spesielt lang (f.eks. farmasi). Klok eierstyring dreier seg også om denne krevende balansen mellom kortsiktig utålmodighet og langsiktig utholdenhet.

## REFERANSER

- Allgood, Sam og Kathleen A. Farrell, The Effect of CEO Tenure on the relation between firm performance and turnover, *Journal of Financial Research*, 23(3), 2000, 373–390
- Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard, Patterns of corporate ownership: Insights from a unique data set, *Nordic Journal of Political Economy* 27, 2001, 55–86
- Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard, Governance and performance revisited, Working paper, September 2003
- Butt, Yassir, Samir Sharma, og Tonje Vegarud, *CEO dismissal, firm performance, ownership structure and entrenchment: An empirical study of Norwegian firms listed on the OSE*, Diplomoppgave, Handelshøyskolen BI, September 2003
- Dahya, Jay, A. Alasdair Lonie og David M. Power, Ownership structure, firm performance, and top executive change: An analysis of UK firms, *Journal of Business Finance and Accounting* 25(9), 1998, 1089–1117

---

55. I tillegg kommer åpenbart styret inn, men vår studie har ikke eksplisitt analysert styrets rolle. Siden eieregenskaper ikke forklarer lederskifter i følge våre data, ser det imidlertid ut til at styrets beslutning om å skifte toppleder ikke påvirkes av eierstrukturen og dermed heller ikke av om eksempelvis store eiere eller statlige eiere er med i styret eller ei.