



Norges miljø- og
biovitenskapelige
universitet

Masteroppgave 2023 30 stp
Handelshøyskolen

Staten på børsen – effekter av statlig eierskap på børsnoterte selskap i Norge

Anna Kopperud og Julianne Østby
Økonomi og administrasjon

Forord

Denne masteroppgaven markerer slutten på et femårig og et toårig opphold her på Handelshøyskolen NMBU. Oppgaven utgjør 30 studiepoeng og er et selvstendig arbeid innenfor studiet Økonomi og administrasjon. Ås har vært et fantastisk sted å studere, og det er med vemod vi nå takker for oss.

Etter mye frem og tilbake landet vi til slutt på å undersøke statlig eierskap i Norge. Vi hadde lite kunnskap om temaet på forhånd, men det viste at det skulle bli mer interessant og dagsaktuelt å fordype seg i statlig eierskap i Norge enn først antatt. Arbeidet med masteroppgaven har gitt oss god innsikt i hvordan det statlige eierskapet fungerer i Norge, og vi håper oppgaven kan være bidra til nye perspektiver innenfor dette området.

Vi vil først rette en stor takk til vår veileder, Øystein Dahl. Takk for at du har veiledet oss i riktig retning hver gang vi gikk oss bort, og takk for dine positive oppmuntringer og gode råd på alle «mestermøtene» våre.

Vi vil også takke alle som har bidratt til at oppgaven er det den er. Takk til Arne Giske for din input til hvordan vi skulle gripe fatt på oppgaven. Takk til alle informantene våre som har stilt opp til intervju og lært oss mye vi ikke visste om statlig eierskap i Norge. Takk til Eierskapsavdelingen i Nærings- og fiskeridepartementet for at vi fikk muligheten til å snakke med dere. Takk til onkel Øystein Johan for at du tok deg tid til å korrekturlese oppgaven i siste innsjutt.

Tusen takk til øvrig venner og familie for at dere har vært tålmodige og forståelsesfulle i et hektisk halvår.

Til slutt vil vi gi en stor takk til hverandre for et utmerket samarbeid og en fantastisk innsats.

Ås, 14.05.2023

Anna Kopperud
Anna Kopperud

Julianne Østby
Julianne Østby

Sammendrag

Høsten 2022 la regjeringen Støre ved Nærings- og fiskeridepartementet frem en ny eierskapsmelding, *Et grønnere og mer aktivt statlig eierskap – Statens direkte eierskap* (Meld. St. 6 (2022–2023)). Den forsterker statens forventninger til blant bærekraft og moderasjon i lederlønninger, og det har skapt reaksjoner i næringsliv og media. Påfølgende diskusjoner gjorde at vi ønsket å se på hvordan staten som aksjeeier påvirker selskaper på Oslo børs. Med problemstillingen *Hvilke effekter har statlig eierskap på børsnoterte selskap i Norge?* valgte vi ut tre områder for nærmere undersøkelser, Corporate Governance, bærekraft og økonomisk prestasjon.

Vi utforsker problemstillingen både kvalitativt og kvantitativt. Kvalitativt gjennomførte vi ekspertintervjuer med fem informanter – tre fra selskapssiden av statlig eierskap, og to fra Eierskapsavdelingen i Nærings- og fiskeridepartementet. I tillegg analyserte vi ESG-scorer og aksjeavkastning kvantitativt for å undersøke effekter på bærekraft og økonomisk prestasjon.

Informantene er kritiske til statens innblanding i moderering av lederlønninger og frykter dette kan føre til mindre kompetente styre og ledelse. Forventningen kan påvirke konkurransesituasjonen til selskapene og dermed gå imot statens prinsipper for god eierstyring. Informantene mente at suboptimale styre og ledelse med en uklar rollefordeling mellom selskap og stat, kan føre til dårlig Corporate Governance.

De børsnoterte selskapene med statlig eierandel har signifikant høyere ESG-score enn resten av selskapene på Oslo børs. I perioden 1. januar 2015 til 1. mars 2023 er avkastningen på aksjene til selskapene med statlig eierandel har ikke signifikant høyere eller lavere på avkastning, men de statlige eide aksjene har en antydning til en mer stabil utvikling og en noe lavere avkastning enn andre selskap. Om prestasjonene på ESG-scorer og avkastning blir påvirket av statlig eierskap, er vanskelig å avgjøre på grunn av lav forklaringssevne fra regresjonsanalysene, samt at informantene deler en oppfatning av at staten i stor grad ikke har noen effekter på dette.

Abstract

In the fall of 2022 the Norwegian Ministry of Trade, Industry and Fisheries published a new white paper on ownership policy, *Greener and more active state ownership – The State's direct ownership of companies* (Meld. St. 6 (2022–2023)) in which the Government's expectations regarding sustainability and remuneration moderation have been clarified and strengthened/are heightened. The expectations of the State have caused reactions in the media and in the corporate world. This led us to examine how state ownership can affect companies listed on the Oslo Stock Exchange. This thesis addresses the research question *What effects does state ownership have on publicly listed companies in Norway?* We have examined the impact of state ownership in three areas, corporate governance, sustainability and financial performance.

The research question is explored both qualitatively and quantitatively. Four expert interviews were conducted with five informants – three from the company side of state ownership and two representatives from the Ownership Department in the Ministry of Trade, Industry and Fisheries. In addition, ESG-scores and stock returns were analyzed for effects on sustainability and financial performance.

The informants are critical of the State's interference regarding moderation of remunerations and fear that this can result in less competent boards and managements. Such expectations may affect the competitive situation of the companies and thus contradict the State's principles for good Corporate Governance. The informants think that suboptimal boards and managements in addition to an unclear division of roles between the company and the State, can lead to poor Corporate Governance.

The publicly listed companies with state ownership have a significantly higher ESG-score than the other companies on the Oslo Stock Exchange. The companies with state ownership have not performed significantly better or worse in terms of returns from 1 January 2015 to 1 March 2023. Instead, they show a slight tendency to a more stable development and slightly lower returns than the other companies. It is difficult to conclude whether state ownership affects the performance on ESG and returns, due to the low explanatory factor from the regression analysis and the informants' perception that the State has limited to no influence on these factors.

Innholdsfortegnelse

Forord I

Sammendrag	II
-------------------------	-----------

Abstract	III
-----------------------	------------

Innholdsfortegnelse	IV
----------------------------------	-----------

1 Innledning	1
---------------------------	----------

1.1 Bakgrunn for valg av tema	1
-------------------------------------	---

1.2 Problemstilling og avgrensninger	2
--	---

1.3 Sentrale begreper	3
-----------------------------	---

1.4 Forskningsdesign	4
----------------------------	---

1.5 Oppgavens struktur	5
------------------------------	---

2 Statlig eierskap i Norge	6
---	----------

2.1 Eierskap.....	6
-------------------	---

2.2 Historie og utvikling.....	7
--------------------------------	---

2.2.1 Hydro-modellen	7
----------------------------	---

2.2.2 Statsrabatt.....	8
------------------------	---

2.3 Den norske stat som eier	8
------------------------------------	---

2.3.1 Om forvaltning av eierskapet	8
--	---

2.3.2 Prinsipper for god eierutøvelse	9
---	---

2.3.3 Begrunnelser for eierskap	10
---------------------------------------	----

2.3.4 Forventninger til selskapene	11
--	----

3 Teori og tidligere forskning	12
---	-----------

3.1 Teori.....	12
----------------	----

3.1.1 Corporate Governance	12
----------------------------------	----

3.1.2 Agentteori	13
------------------------	----

3.1.3 Aksjonær – og interessenteori.....	13
--	----

3.1.4 Det grønne skiftet.....	14
-------------------------------	----

3.1.5 ESG.....	15
----------------	----

3.2 Tidligere forskning	16
-------------------------------	----

3.2.1 Corporate Governance	16
----------------------------------	----

3.2.2 Bærekraft	18
-----------------------	----

3.2.3 Økonomisk prestasjon.....	20
---------------------------------	----

4 Metode	22
-----------------------	-----------

4.1 Kvalitative metoder	22
-------------------------------	----

4.1.1 Intervju.....	22
---------------------	----

4.2 Kvantitative metoder	26
--------------------------------	----

4.2.1 ESG-score	27
4.2.2 Avkastning som økonomisk prestasjon.....	28
4.3 Reliabilitet og validitet.....	30
5 Resultater	32
5.1 Corporate Governance.....	32
5.2 Bærekraft.....	38
5.2.1 Resultat fra intervju.....	38
5.2.2 Kvantitative funn	40
5.3 Økonomisk prestasjon	41
5.3.1 Resultat fra intervju.....	41
5.3.2 Kvantitativ analyse av avkastning.....	42
6 Diskusjon.....	46
6.1 Corporate Governance.....	46
6.2 Bærekraft.....	50
6.3 Økonomisk prestasjon	53
7 Avslutning	55
7.1 Konklusjon.....	55
7.2 Oppgavens begrensninger.....	57
7.3 Forslag til videre forskning.....	57
7.4 Avsluttende kommentar	58
Referanseliste	60
Tabelloversikt	66
Figuroversikt.....	66
Vedlegg	67
Vedlegg 1:1(2) Statens direkte eierskap.....	67
Vedlegg 1:2(2) Statens direkte eierskap.....	68
Vedlegg 2 Statlig eierskap i børsnoterte selskap.....	69
Vedlegg 3 Statens ti prinsipper for god eierutøvelse.....	69
Vedlegg 4 Statens begrunnelser for eierskap	70
Vedlegg 5 Intervjuguide 1	71
Vedlegg 6:1(2) Intervjuguide 2	72
Vedlegg 6:2(2) Intervjuguide 2	73
Vedlegg 7:1(4) Samtykkeerklæring	74
Vedlegg 7:2(4) Samtykkeerklæring	75
Vedlegg 7:3(4) Samtykkeerklæring	76
Vedlegg 7:4(4) Samtykkeerklæring	77
Vedlegg 8 Oversikt ESG-scorer	78

<i>Vedlegg 9 Portefølje S.1</i>	79
<i>Vedlegg 10 Portefølje S.2</i>	79
<i>Vedlegg 11 Portefølje S.3</i>	79
<i>Vedlegg 12 Portefølje M.1</i>	80
<i>Vedlegg 13 Portefølje M.2</i>	80

1 Innledning

1.1 Bakgrunn for valg av tema

Hver dag møter vi den norske stat gjennom virksomheter som DNB, Telenor og Vy. Staten har til sammen direkte eierskap i 70 norske selskaper¹, og per 1. januar 2023 eide de 28 % av markedsverdiene på Oslo børs. I 65 av dem eier de over 30 % av aksjene (Meld. St. 6 (2022–2023)). Dette vitner om et statlig ønske om påvirkning og innflytelse i det norske næringslivet. Det statlige eierskapet i Norge har betydning for hvordan det norske samfunnet fungerer, er, og hvordan det vil se ut i fremtiden (Lie et al., 2014).

Investorer opplevde på midten av 2000-tallet politisk usikkerhet som følge av regjeringsskifte og endringer i statens eierpolitikk. Dette førte til diskusjoner om en nedprising av norske børsnoterte selskap med statlig eierskap (Bjerke, 2006). Fenomenet ble i media kjent som *statsrabatt*, men det var lite som tydet på at fenomenet var en realitet når man så nærmere på aksjelikviditet, eierandeler og avkastning (Stortinget, 2007). Siden den gang har det statlige eierskapet i Norge vært ansett som en suksess (Meld. St. 6 (2022–2023)), og selskapene med statlig eierandel har blitt styrt og eid av staten med en armlengdes avstand (Isaksen, 2022).

Høsten 2022 la Nærings- og fiskeridepartementet på vegne av Regjeringen frem en ny eierskapsmelding for Stortinget – *Et grønnere og mer aktivt statlig eierskap* (Meld. St. 6 (2022–2023)). Her kommer det tydelig frem at staten gjennom sitt eierskap skal være mer aktive for å fremme det grønne skiftet (Meld. St. 6 (2022–2023)). Der den forrige eierskapsmeldingen fra Solberg-regjeringen² i 2019 videreførte rammene for eierutøvelse fra tidlig 2000-tall (Meld. St. 8 (2019–2020)), er de endret i den nye (Meld. St. 6 (2022–2023)). Det er ikke lenger et mål å nedskalere eierskapet, og begrunnelsene for hvorfor staten skal være eier, er utdypet og mer tydelige (Meld. St. 6 (2022–2023)). I tillegg er det flere forventninger til selskapene med statlig eierandel, og spesielt to utmerker seg. Den første er

¹ Per 13. mars 2023 er Spordrift AS overført til Bane NOR og staten har direkte eierskap i 69 selskaper Endring har ikke betydning for arbeidet vårt, og i oppgaven baserer vi oss på eierskapsmeldingen 2022–2023 som oppgir at staten har direkte eierskap i 70 selskap (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Eierskapsavdelingen NFD. (2023, 28. mars). *Endringer i statens direkte eierskap*. https://www.regjeringen.no/contentassets/eab8397be179442ba5a0cbe115e0459b/endringer-i-statens-direkte-eierskap_per-28.03.2023.pdf.

² Erna Solberg (H) ledet da en regjering med Fremskrittspartiet (Frp), Venstre (V) og Kristelig Folkeparti (KrF)

Regjeringen. (u.å.) *Erna Solbergs regjering*. Hentet 12. mai 2023 fra <https://www.regjeringen.no/no/om-regjeringa/tidligere-regjeringer-og-historie/sok-i-regjeringer-siden-1814/historiske-regjeringer/regjeringer/erna-solbergs-regjering/id742981/>

flere forventninger til bærekraftsarbeidet i selskapene. Den andre er et tydeligere ønske om moderasjon av lederlønninger (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Endringene var så vesentlige at de etter publiseringen fikk flere reaksjoner i media. Igjen nevnes fenomenet *statsrabatt*, sammen med frykten for politisk risiko (Isaksen, 2022). Dagens Næringsliv (DN) siterer mangeårig Norsk Hydro-sjef og Kongsberg Gruppens styreleder, Eivind Reiten, på at staten langt på vei har «bundet styrets hender» i form av hvilke virkemidler de kan bruke ved rekruttering av nye ledere og konsernsjefer (Feratovic & Risbakken, 2023b). Etter at det ble klart at hun ikke fikk fortsette i vervet, uttalte i tillegg mangeårige Telenor-styreleder Gunn Wærsted at hun ikke ønsker å ta oppdrag for selskap med statlig eierskap igjen (Feratovic & Risbakken, 2023b).

Einar Lie, Egil Myklebust og Harald Norvik (2014) uttrykker at: «Staten opptrer ikke, og kan i virkeligheten ikke opptre, som en privat eier, rett og slett fordi staten ikke *er* en privat eier» (s. 62). Statlig eierskap representerer en annen eierdynamikk enn det som er standard for det norske private næringslivet (Meld. St. 6 (2022–2023)). Det er nærliggende å tenke at vesentlige endringer i forventningene fra en så viktig eier som den norske staten, kan ha effekter som påvirker selskapene. Den seneste utviklingen og oppmerksomheten rundt det statlige eierskapet i Norge vekket nysgjerrigheten vår for det som har blitt denne oppgaven. Vi antar at staten som eier med sine forventninger og den særegne eierdynamikken, kan påvirke selskapenes *Corporate Governance*, deres tilnærming til bærekraft og de økonomiske prestasjonene.

1.2 Problemstilling og avgrensninger

Formålet med denne oppgaven er å undersøke hvilke effekter statlig eierskap kan ha på børsnoterte selskap i Norge. For å avgrense oppgavens omfang og tydeliggjøre hva som undersøkes, er det nødvendig å definere hva vi mener med *statlig eierskap*. Eierskapet kan være direkte eller indirekte, og her undersøker vi det første. Mens indirekte eierskap forvaltes gjennom en tredjepart, utøves det direkte ved å eie aksjer i selskapet (Georgsen, 2018). På den måten har staten anledning til å påvirke selskapene gjennom å delta og stemme på generalforsamlingene (Altinn, 2021c). De ønsker å være aktiv til stede (Meld. St. 6 (2022–2023)), og det er derfor nærliggende å stille spørsmål ved hvilke effekter det statlige eierskapet har på hvordan disse selskapene styres og presterer.

Av de 70 selskapene staten har eierskap i, er åtte børsnoterte (Meld. St. 6 (2022–2023)). Oppgaven avgrenses til å utforske statlig eierskap i selskaper notert på Oslo børs. Denne avgrensningen gjør at eierutøvelsen i selskaper hvor staten er eneste eier faller utenfor oppgavens rammer. De børsnoterte selskapene opererer i internasjonale og konkurranseutsatte markeder (Meld. St. 6 (2022–2023)), og kan ha et høyere prestasjonsfokus enn det ikke-børsnoterte selskaper har. De har i tillegg forventninger fra flere eiere.

Vi har derfor kommet frem til følgende problemstilling:

Hvilke effekter har direkte statlig eierskap på børsnoterte selskaper i Norge?

Problemstillingen er av en utforskende og åpen karakter, som igjen reflekteres av oppgavens eksplorative forskningsdesign. For å besvare problemstillingen har vi valgt å se etter effekter på tre ulike områder, såkalt *Corporate Governance*, bærekraft og økonomisk prestasjon.

Basert på introduksjonen av temaet i kapittel 1.1 og egne inntrykk har vi formulert tre hypoteser:

H1: Statlig, direkte eierskap har negativ effekt på Corporate Governance i børsnoterte selskaper i Norge

H2: Statlig, direkte eierskap har positiv påvirkning på bærekraft i børsnoterte selskaper i Norge

H3: Selskaper med statlig eierandel presterer dårligere på økonomisk prestasjon enn selskaper uten statlig eierandel på Oslo børs

1.3 Sentrale begreper

Økonomifeltet har mange begreper og teorier. Siden de stort sett er hentet fra engelsk, redegjøres det her kort for oversettelsen til norsk. Teoriene blir videre forklart underveis i oppgaven.

Det engelske begrepet *Corporate Governance* brukes internasjonalt om eier- og virksomhetsstyring (NOU 2003: 34, 2003). *Virksomhetsstyring* er kanskje det nærmeste man kommer en norsk oversettelse, mens Universitetet i Agder (u.å.) anvender *styrearbeid* og *eierstyring*. Vi har likevel valgt å bruke det engelske originalbegrepet da det i stor grad brukes uten oversettelse i Norge. Det er et samlebegrep og i denne oppgaven fokuserer vi på eierskapsaspektet av *Corporate Governance*.

Agentteori er en direkte oversettelse av *agency theory* og handler om forholdet mellom eiere og ledelse (NOU 2003: 34, 2003). *Aksjonær- og interessentteori*, på engelsk *shareholder and stakeholder theory*, handler om forholdet mellom et selskap og alle dets interessenter (Crane & Matten, 2016). Dette er begreper der man i stor grad bruker de norske oversettelsene, og det samme gjør vi i denne oppgaven.

ESG er i dag et velkjent begrep når man snakker om bærekraft. Forkortelsen står for *Environmental, Social and Governance* på engelsk, og på norsk brukes *miljø-, sosiale- og forretningssetiske forhold* (PwC, u.å.-c). I denne oppgaven omtaler vi konseptet med forkortelsen ESG, da det er et utbredt begrep både internasjonalt og i Norge.

1.4 Forskningsdesign

Siden problemstillingen *Hvilke effekter har statlig eierskap på børsnoterte selskaper i Norge?* bærer preg av å være utforskende, var det hensiktsmessig å velge både kvalitative og kvantitative metoder i oppgaven. Vi ønsket å bruke kvalitative metoder for å få frem sammenhenger og inntrykk som ikke kan måles med tall (Dalland, 2020), samtidig som noen av effektene vi undersøker best måles kvantitativt. Dette forskningsdesignet kan betegnes som et integrert design og benyttes når kvalitative og kvantitative metoder sammen kan gi et mer tilfredsstillende svar på problemstillingen enn det de klarer hver for seg (Johannessen et al., 2020).

Å sammenholde informasjon om statlig eierskap i Norge, både historisk og i dag, er vesentlig i den teoretiske delen. I tillegg til egne undersøkelser, benyttes sekundærkilder i form av offentlige dokumenter. Den nyeste av statens eierskapsmeldinger, *Et grønnere og mer aktivt statlig eierskap – Statens direkte eierskap* (Meld. St. 6 (2022–2023)), danner fundamentet for mye av kapittel 2, og oppgaven bygger i stor grad på dette dokumentet. Det er informativt å se den i lys av forrige eierskapsmelding, *Statens direkte eierskap i selskaper: Bærekraftig verdiskapning* (Meld. St. 8, (2019–2020)). Sammen kan de fortelle om utviklingen og bakgrunnen for det statlige eierskapet i Norge. Selskap som staten har direkte eierskap i omtales i oppgaven som *selskap med statlig eierandel*.

Mens eierskapsmeldingene bidrar med informasjon om de faktiske forholdene vi undersøker (Jacobsen, 2018), vil den kvalitative forskningsmetoden intervju gi innsikt i informantenes personlige synspunkter på disse. I tillegg har vi evaluert effekten av det statlige eierskapet

kvantitativt. Ved å samle inn data, har vi vurdert om de aktuelle selskapene på Oslo børs med statlig eierandel, presterer annerledes enn de uten.

1.5 Oppgavens struktur

Oppgaven er delt inn i sju kapitler. I gjeldene kapittel har vi presentert bakgrunn for oppgaven, i tillegg til oppgavens problemstilling, hypoteser og oppbygning. Kapittel 2 og 3 utgjør sammen teoridelen til oppgaven, der kapittel 2 går inn på hvordan det statlige eierskapet i Norge fungerer, og kapittel 3 tar for seg relevant teori, samt tidligere forskning som er gjort på temaet, I kapittel 4 gjennomgår vi metoder for datainnsamling. Resultatene fra datainnsamlingen presenteres i kapittel 5, og i kapittel 6 diskuteres resultatene opp mot relevant teori og egne refleksjoner. Avslutningsvis i kapittel 7 presenteres oppgavens konklusjon, før vi diskuterer oppgavens begrensninger og videre forskning.

2 Statlig eierskap i Norge

Hva statlig eierskap egentlig går ut på, kan være utfordrende å forstå fullt ut. Vi møter den indirekte gjennom helsetjenester og våpenproduksjon, infrastruktur og kollektivtransport, service- og kulturinstitusjoner, skog- og gruvedrift og oljeutvinning og forskning. Dette er selskaper som er organisert som ordinære virksomheter, men der staten like fullt har en betydelig rolle. Dette kapittelet begynner derfor med å se på historien til det statlige eierskapet i Norge, for så å gå inn på hva statlig utøvelse av eierskap innebærer. Den nyeste eierskapsmeldingen, *Et grønnere og mer aktivt statlig eierskap – Statens direkte eierskap i selskaper* (Meld. St. 6 (2022–2023)), er den viktigste kilden for å forstå hvordan den norske stat utøver eierskapet. Den inneholder beskrivelser om hvilke styringsprinsipper staten følger, samt hvilke mål og begrunnelser som eksisterer for dagens eierskap.

2.1 Eierskap

I aksjeselskap og allmennaksjeselskap er det aksjonærene som eier selskapet (Altinn, 2021a). Når man er eier i et selskap har man rett til å stemme på generalforsamling og rett til å være med på å ta avgjørelser for hvordan selskapet styres (Altinn, 2021b). Eiere av et aksjeselskap har rett på utbytte, og har ansvar for å opptre forsvarlig i sin aksjonærrolle (Brønnøysundregistrene, 2021). Et selskaps eierskapsstruktur kan ses på som en allokering av eierskap i form av stemmeretter og bedriftsverdier, og kan bestå av én eller få eiere, svært fragmentert eierskap, og alt derimellom (Al-Thuneibat, 2018).

Statlig eierskap kan være i form av et statlig foretak, aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, og er: «[...] en stats eierskap til økonomisk virksomhet som ikke inngår i statsadministrasjonen» (Thomassen, 2019, [1]). Det vil si det eierskapet de har i bedrifter som produserer varer eller tjenester, men som ikke er etater eller departement (Thomassen, 2019).

Ifølge Eskil Goldeng, Leo A. Grünfeld og Gabriel R. G. Benito (2008) har skandinaviske velferdsøkonomier generelt en høy andel av direkte statlig eierskap i forhold til resten av verden. Tradisjonelt har man antatt at frie, konkurranseutsatte markeder er det som driver den økonomiske prestasjonen i selskaper. Basert på den antagelsen har man argumentert for at statlig eierskap kan føre til avvik fra profittmaksimerende oppførsel. De viser til artikkelen *The Assessment: Financing and Managing Public Services* av Paul A. Grout og Margaret Stevens fra 2003 når de hevder at enkelte selskaper likevel forblir statseide, ofte av

ideologiske grunner. Det statlige eierskapet begrunnes med ulike typer av markedssvikt, et ønske om å nå ikke-økonomiske mål, regional politikk eller sosiale problemer.

2.2 Historie og utvikling

Statlig eierskap i Norge har eksistert siden 1800-tallet. Det tok seg opp i etterkrigstiden, da det var et politisk ønske om å bygge ut den norske industrien (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Staten grunnla flere heleide industribedrifter, og de overtok også Tyskland sine aksjer i Norsk Hydro som en del av krigsoppgjøret. Det førte til at staten fikk en eierandel på omtrent 44 % i dette selskapet (Lie et al., 2014).

Det statlige eierskapet i Norsk Hydro kunne på mange måter overføres og brukes som modell for statlig eierskap i nye industrier (Lie et al., 2014). Det skjedde med oppdagelsen av olje på norsk sokkel på 1970-tallet, da det ble avgjørende å sikre kontroll over de norske oljeressursene, samt den norske oljeindustrien (Meld. St. 6 (2022–2023)). Et heleid statlig oljeselskap, Statoil, ble etablert i 1972 av et enstemmig Storting (Lie et al., 2014). Statoil skiftet for øvrig navn til Equinor i 2018 (Equinor, u.å.).

I en 15-årsperiode fra slutten av 1970-tallet ble det statlige eierskapet i de heleide selskapene i stor grad avvirket. Dette skyldes store lønnsomhets- og styringsproblemer (Lie et al., 2014). Staten økte derimot eierskapet sitt igjen mot slutten av 1990-tallet. Kongsberg Våpenfabrikk, som gikk konkurs på 1980-tallet, ble gjenopprettet og børsnotert. Statoil og Telenor ble også børsnotert rundt år 2000, og staten har siden bankkrisen på 1990-tallet eid en tredjedel av DNB (Lie et al., 2014).

Staten har siden etterkrigstiden sikret seg strategiske eierandeler i flere av de største bedriftene i landet (Lie et al., 2014). En av årsakene for å etablere eierskap i disse selskapene var å hindre utenlandsk overtakelse (Lie, 2016). Dette er fortsatt en av hovedgrunnene til at staten har beholdt eierskapet i disse selskapene (Meld. St. 6 (2022–2023)).

2.2.1 Hydro-modellen

Et velbrukt begrep i politikken som er med på å forklare suksessen av statlig eierskap i Norge, er den såkalte *Hydro-modellen*. Deleierskapet i Norsk Hydro fremstår som den mest vellykkede forretningsmodellen for statlig eierskap, og har i stor grad vært en mal for det statlige eierskapet i andre statlige, børsnoterte selskaper (Lie et al., 2014). Helt grunnleggende er det at staten styrer med en armlengdes avstand, og ikke legger seg opp i forretningsmessig drift eller strategi hos selskapet (Grønlie, 2006). Skillet mellom staten som

eier og Hydro som selskap, var med på å gjøre modellen vellykket og bidro til å unngå konflikter (Lie et al., 2014).

2.2.2 Statsrabatt

Med *statsrabatt* menes en lavere prising av selskaper som staten har aksjer i, som en følge av statens eierpolitikk (Innst. S. nr 163 (2006–2007)). Fenomenet ble diskutert i norske medier i forbindelse med regjeringsskiftet i 2005 (Bjerke, 2006), da Norge fikk en rød-grønn³ regjering under statsminister Jens Stoltenberg (Ap) (Regjeringen, u.å.). Basert på samtaler daværende børstdirektør Bente Landsnes hadde med utenlandske investorer, hevdet hun i 2006 at investorene hadde priset inn en rabatt på norske børsnoterte selskaper med statlig eierandel (Bjerke, 2006). Hun begrunnet rabatten med regjeringens innblanding i beslutninger om lederlønninger, statens avslag om Johan Fredrik Odfjell som ny styreleder i Statoil, og forslaget om årlige styringsbrev fra staten til selskapene (Bjerke, 2006). Det er derimot lite beviser verken for eller mot at selskapene med statlig eierandel påvirkes av en slik rabatt. I et spørsmål til Stortinget i 2007 svarte daværende nærings- og handelsminister Dag Terje Andersen (Ap) at en eventuell statsrabatt som følge av politisk uro i 2006 ikke synes i form av verken likviditet i aksjer, utenlandsk eierandel, eller avkastning (Stortinget, 2007).

2.3 Den norske stat som eier

I hver stortingsperiode legger Eierskapsavdelingen i Nærings- og fiskeridepartementet frem for Stortinget en melding som statens direkte eierskap. Denne kalles for *eierskapsmeldingen* og oppgir hvordan og hvorfor staten eier (Meld. St. 6 (2022–2023)). Den norske stat er tydelige i eierskapsmeldingen på at de ønsker å være en aktiv og ansvarlig eier med et langsiktig eierperspektiv. De har utviklet egne eierprinsipper som følges i eierutøvelsen, i tillegg til mål og forventninger de setter til selskapene. Eierprisnippene og statens mål danner sammen rammene for hvordan staten skal utøve sitt eierskap (Meld. St. 6 (2022–2023)).

2.3.1 Om forvaltning av eierskapet

Selskapene den norske stat er direkte eier i, fordeles i eierskapsmeldingen på to kategorier. I tillegg er det tre selskaper som ikke er kategorisert (vedlegg 1). Kategori 1 inneholder 21

³ Regjering bestående av Arbeiderpartiet (Ap), Senterpartiet (SP) og Sosialistisk Venstreparti (SV)

Regjeringen. (u.å.). *Jens Stoltenbergs andre regjering*. Hentet 4. mai 2023 fra <https://www.regjeringen.no/no/om-regjeringa/tidligere-regjeringer-og-historie/sok-i-regjeringer-siden-1814/historiske-regjeringer/regjeringer/jens-stoltenbergs-andre-regjering/id449424/>

selskaper der målet for eierskapet er: «[...] høyest mulig avkastning over tid innenfor bærekraftige rammer» (Meld. St. 6 (2022–2023), s. 8). Disse selskapene operer primært i konkurranse med andre, og eierskapet utøves gjennom at staten eier en bestemt andel av aksjene. Dette gjelder for alle de børsnoterte selskapene staten har eierandeler i⁴ (se vedlegg 2). I tillegg faller unoterte selskap som Statkraft, Posten og Flytoget inn i denne kategorien (Meld. St. 6 (2022–2023)). Bakgrunnen for eierskapet i flere av disse selskapene kan knyttes til at selskapet har hatt et naturlig monopol, eller har operert i markeder med begrenset konkurranse (Meld. St. 6 (2022–2023)). Den konkurransen som har eksistert, og som fortsatt finnes, er ofte statlig initiert. Eksempler på dette er Posten som hadde postmonopol frem til 2016 da postmarkedet ble åpnet for fri konkurranse (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016), og den nylige beslutningen fra Samferdselsdepartementet om å avlyse konkurransen på Østlandet der to statlige selskap, Vy og Flytoget, konkurrerte mot hverandre (Drabløs, 2023).

Selskapene i kategori 2 er eid med mål om «[...] bærekraftig og mest mulig effektiv oppnåelse av sektorpolitiske mål» (Meld. St. 6 (2022–2023), s. 32). Dette er selskap som stort sett ikke har konkurrenter, for eksempel Helseforetakene, Vinmonopolet og Statnett (Meld. St. 6 (2022–2023)). Disse faller utenfor oppgavens rammer, og vi vil derfor ikke utdype videre om forvaltning og eierutøvelse av disse selskapene.

Statens eierrolle forvaltes igjennom departementene. Alle selskapene i kategori 1 forvaltes av Nærings- og fiskeridepartementet (NFD), bortsett fra Vygruppen og Kommunalbanken. Disse forvaltes henholdsvis av Samferdselsdepartementet og Kommunal- og distriktsdepartementet (Meld. St. 6 (2022–2023)). Equinor ble frem til regjeringsskiftet i 2021 forvaltet av Olje- og energidepartementet, og har siden 1. januar 2022 blitt forvaltet fra NFD, sammen med resten av de børsnoterte selskapene (Regjeringen, 2021a). I NFD er det opprettet en egen avdeling, *Eierskapsavdelingen*, som står for forvaltningen av selskapene i kategori 1. Eierskapsavdelingen fungerer også som et ressurs- og kompetansesenter for statens direkte eierskap i de andre departementene (Meld. St. 6 (2022–2023)).

2.3.2 Prinsipper for god eierutøvelse

Staten har lover og retningslinjer som må følges i deres rolle som eier, deriblant Grunnloven og selskapslovgivningens bestemmelser (Meld. St. 6 (2022–2023)). Det er utarbeidet en

⁴ Akastor, Aker Solutions, DNB, Equinor, Kongsberg Gruppen, Norsk Hydro, Telenor og Yara International

norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse som gjelder for alle børsnoterte selskaper (NUES, 2021). Staten har i tillegg ti egne prinsipper for god statlig eierutøvelse (Meld. St. 6 (2022–2023)) (se vedlegg 3). Disse er utarbeidet med bakgrunn i internasjonale retningslinjer, deriblant OECDs retningslinjer for statlig eierskap (OECD, 2015).

Statens prinsipper for god eierutøvelse tar blant annet for seg hvordan staten skal utøve sin eiermyndighet. Staten skal ifølge prinsipp 5 utøve denne på generalforsamlingene (Meld. St. 6 (2022–2023)). Generalforsamlingen er den øverste myndigheten i et selskap, og her har alle aksjeeiere møte- og stemmerett (Brønnøysundregistrene, 2022). Det er også på generalforsamlingen at styret velges (Meld. St. 6 (2022–2023)). Staten har ingen egne representanter i styret, men er med på utvelgelsen av kandidater til styrevervene gjennom representanter i valgkomiteen og stemmegivning på generalforsamlingen. Valgkomiteen foreslår kandidater, og statens representanter her er ansatte fra det forvaltende departementet (Meld. St. 6 (2022–2023)). Ifølge prinsipp 6 har styret det fulle ansvaret for å forvalte selskapet (Meld. St. 6 (2022–2023)). Vurderingen av styrets arbeid skal gjøres av staten, og det omfatter måloppnåelse, oppfyllelse av forventningene staten har til selskapet, og i hvilken grad styret har bidratt til dette (Meld. St. 6 (2022–2023)). Staten skal etter prinsipp 7 vektlegge relevant kompetanse når styret settes (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Prinsipp 10 sier at: «Statlig eierskap skal ikke urettmessig medføre andre konkurransevilkår, verken fordeler eller ulemper, sammenlignet med selskaper uten statlig eierandel» (Meld. St. 6 (2022–2023), s. 81). I tillegg til å være oppdragsgiver og eier, har staten også regulerings- og tilsynsmyndighet (Meld. St. 6 (2022–2023)). Et viktig prinsipp er derfor å ikke misbruke den makten de har, og ikke ta politiske avgjørelser som endrer på konkurransevilkårene til de selskapene de har eierskap i.

2.3.3 Begrunnelser for eierskap

Eierskapsmeldingen 2022 oppgir seks begrunnelser for eierskap. Disse er (A) hovedkontorfunksjoner i Norge, (B) samfunnssikkerhet og beredskap, (C) energi- og naturressurser, (D) tilrettelegging for bærekraftig omstilling og økt verdiskapning, (E) infrastruktur, monopoler og tildelte rettigheter, og (F) fellesgoder og/eller sosial og geografisk tilnærming (Meld. St. 6 (2022–2023)) (se vedlegg 4).

Med unntak av Akastor og Aker Solutions, har de seks andre børsnoterte selskapene med statlig eierandel *hovedkontorfunksjoner i Norge* som begrunnelse for eierskap (Meld. St. 6 (2022–2023)). Dette gjelder DNB, Equinor, Kongsberg Gruppen, Norsk Hydro, Telenor og

Yara. I disse eier staten mer enn en tredjedel av aksjene (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Hovedkontorfunksjoner i Norge innebærer at selskapets hovedkontor ligger her i landet, noe som kan være med å skape positive ringvirkninger for norsk økonomi. I tillegg forhindrer man utenlandske investorer – som potensielt ikke tar hensyn til norske interesser – fra å kontrollere selskapene (Meld. St. 6 (2022–2023)). Akastor og Aker Solutions har ikke særskilt begrunnelse for statlig eierskap, og staten har gitt fullmakt til å nedskalere eierskapet eller selge seg ut av disse to (Meld. St. 6 (2022–2023)).

2.3.4 Forventninger til selskapene

Som eier har staten forventninger til selskapene i porteføljen sin. Disse er delt inn i kategorier som omfatter både økonomiske, sosiale og miljømessige forhold, samt virksomhetsstyring (Meld. St. 6 (2022–2023)).

I eierskapsmeldingen for 2022–2023 blir det spesifisert og tydeliggjort forventninger rundt klima, naturmangfold og økosystemer (Meld. St. 6 (2022–2023)). De handler om at selskapene skal identifisere og håndtere risikoer rundt klima, og iverksette tiltak i tråd med Paris-avtalen (Meld. St. 6 (2022–2023)). Videre blir det nevnt at selskapene staten har eierskap i skal være ledende i arbeidet med åpenhet og rapportering, og at internasjonale standarder skal følges (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Den nye eierskapsmeldingen har flere forventninger rundt lønn og godtgjørelse til ledelsen enn tidligere, og de eksisterende forventningene er utdypet. Staten forventer at: «Godtgjørelse til ledende ansatte er konkurransedyktig, men ikke lønnsledende og at hensynet til moderasjon ivaretas» (Meld. St. 6 (2022–2023), s. 99). Dette er uforandret fra den foregående eierskapsmeldingen (Meld. St. 8 (2019–2020)), men utdypes nå med at forskjeller i lønnsnivå mellom ledende og øvrige ansatte skal hensyntas, og det skal begrunnes dersom ledelsen har høyere lønnsjusteringer enn andre ansatte (Meld. St. 6 (2022–2023)). Det blir også nevnt at godtgjørelsen skal følge statens egne retningslinjer for lederlønn for selskaper med statlig eierandel. Dette er et eget forventningsdokument hvor forventningene blir utdypet, og det beskriver i tillegg forventninger til bonus, pensjon og sluttvederlag (Meld. St. 6 (2022–2023)).

3 Teori og tidligere forskning

Allerede hovedtittelen på den nyeste Eierskapsmeldingen, *Et grønnere og mer aktivt statlig eierskap*, gir en klar indikasjon på hvorfor det er viktig å undersøke effektene. Bærekraftig omstilling mot et lavutslippssamfunn gjennom det som populært kalles for det grønne skiftet, vil påvirke oss alle. Effektene av statlig styring påvirker ikke bare bærekraft. I tillegg vil endringsprosessene virke inn på de økonomiske resultatene til selskapene og en mer aktiv eierutøvelse må ses i sammenheng med Corporate Governance. Målet med denne delen av teorien er å forstå hvordan man kan vurdere effektene av statlig eierskap. Det være seg gjennom hvordan selskapene presterer på bærekraft, hvordan selskapene presterer på økonomiske parameter, eller hvordan eierdynamikken og Corporate Governance utfolder seg.

Første halvdel av kapittelet tar for seg relevante teorier og konsepter, før det gjennomgår tidligere forskning som er gjort på statlig eierskap. For å plassere oppgaven i en teoretisk sammenheng, har vi beskrevet teoriene så enkelt og forståelig som mulig. Teoriene og den tidligere forskningen legger grunnlaget for diskusjonen i kapittel 6 (Creswell, 2009).

3.1 Teori

3.1.1 Corporate Governance

Corporate Governance kan beskrives som en samlet betegnelse for holdninger og regler om den overordnede ledelsen i en organisasjon, samt strukturen for de enkelte styringsprosessene (NOU 2003: 34). En sentral del av Corporate Governance går ut på å etablere fornuftige retningslinjer som skal hjelpe eiere, styret og ledelsen med å utvikle og forvalte selskapet og dets ressurser på best mulig måte (PwC, u.å.-a).

Ansvars- og rollefordeling er en viktig del av dette arbeidet, og i Norge ligger det overordnede ansvaret for selskapets drift og utvikling hos styret (PwC, u.å.-a).

Organisasjoner tar i mange tilfeller utgangspunkt i Corporate Governance i arbeidet med utarbeidelse av prinsipper for godt eierskap. Det internasjonale rammeverket for god Corporate Governance, *OECD Principles of Corporate Governance*, gir retningslinjer som fungerer som en internasjonal standard for selskaper og deres interessenter (OECD, 2015). I Norge brukes *Norsk anbefaling for god eierstyring og selskapsledelse* som en veiledning for god selskapsstyring (NUES, 2021). Dette gir selskaper en rettesnor for å kunne være trygge på at de har en god praksis på plass for å møte krav fra ulike interessenter.

3.1.2 Agentteori

Agentteori er et av de mest brukte rammeverkene i økonomisk teori for forståelse av eierskapsutøvelse (NOU 2003: 34). Konseptet brukes ofte for å forklare avhengigheten mellom prinsipalen og den tilhørende agenten. Prinsipalen – eiere – er avhengig av at agenten – ledelse – tar finansielle avgjørelser og gjennomfører transaksjoner som gagnar prinsipalen (Corporate Finance Institute, 2022). Samspillet mellom disse to er så avgjørende for selskapet at det er roten til en av de mest omtalte problemstillingene i Corporate Governance-teorien, prinsipal-agent-problematikk.

Prinsipal-agent-problemer er typisk knyttet til interessekonflikter hvor agenten ikke handler i prinsipalens beste interesse, men heller for egen vinning (Chen, 2022). Jensen & Meckling (1976) argumenterer i stor grad for at hvis begge parter i prinsipal-agent-forholdet er nyttemaksimerende, er det god grunn til å tro at agenten ikke alltid handler ut fra hva som er best for prinsipalen. Det kan derfor være aktuelt å lage passende insentivordninger for å samkjøre interessene (Jensen & Meckling, 1976).

Agentteori er relevant videre i denne oppgaven fordi statlig eierskap i Norge representerer en annen type eierdynamikk enn det som er standard i det norske næringslivet. Det er derfor interessant å undersøke hvordan prinsipal-agent-problematikk utfolder seg i selskapene vi undersøker.

3.1.3 Aksjonær – og interessentteori

En aksjonær eier minst én aksje i et selskap (Hayes, 2023), og er én av flere interessenter et selskap må forholde seg til. Alle som blir påvirket av, eller har interesse i et selskap, blir kalt interessenter (Banton, 2022). Et selskap har både interne interessenter som ansatte og aksjonærer, og eksterne interessenter som leverandører og nærmiljø (Fernando, 2023b). Interessentteori hensyntar både miljø-, sosiale og forretningsmessige forhold, og dekker hele spekteret av ESG (PwC, u.å.-c). ESG forklares nærmere i kapittel 3.1.5.

Tradisjonell aksjonærteori går ut på at selskapet kun har forpliktelser overfor aksjonærene, da det er de som eier selskapet (Crane & Matten, 2016). Mange aksjonærer har et kortsiktig perspektiv for eierskapet sitt og man kan derfor argumentere for at deres interesser ikke kan være viktigere enn andres – som kunder og ansatte sine – langsiktige interesser (Crane & Matten, 2016). I interessentteori argumenteres det for at selskapet må ta hensyn til alle interessentene de har for å overleve på lang sikt (Crane & Matten, 2016). En utfordring ved å

ta hensyn til alle interessentene er at interessene deres ikke alltid vil samsvare. Tvert imot vil det ofte være konfliktfylte interesser man må håndtere (Fernando, 2023b). Det er derfor viktig å jobbe med en interessentorientert tilnærming for å finne ut hvordan man best kan imøtekomme forventningene til de ulike interessentene, på en måte som ivaretar deres interesser (Freeman et al., 2018). Staten er én av flere interessenter selskapene med statlig eierandel må forholde seg til, og det er interessant å se hvordan de balanserer ulike interesser.

3.1.4 Det grønne skiftet

Paris-avtalen ble inngått som en internasjonal bindende avtale på *The UN Climate Change Conference* i 2015. Den har som mål å begrense global temperaturøkning til 1,5 grader over før-industrialiserte nivåer (UNFCCC, u.å.). For første gang forpliktet nasjoner seg til å forsterke innsatsen mot klimaendringer og styrke arbeidet med klimatilpasning (Regjeringen, 2021c). For å få til dette, konkluderer Paris-avtalen med at verdens samlede klimagassutslipp må reduseres så fort som mulig. Målet er at verden må være klimanøytral innen 2050 (Regjeringen, 2021c). Klimaendringene påvirker ulike deler av verden på forskjellige måter, og hvert land har ulike forutsetninger for å kunne bidra i kampen mot dem. Norge har et mål om å redusere utslippet av klimagasser med 50 til 55 prosent innen 2030 (Regjeringen, 2021c). Det krever en omstilling i næringslivet, og det er i dag forventninger fra nesten alle interessenter om at næringslivet må ta ansvar og handle deretter.

Fra den norske stat er forventningene og viktigheten av den bærekraftige omstillingen forankret i både Hurdalsplattformen til Jonas Gahr Støres regjering fra 2021⁵, og den nye eierskapsmeldingen (Regjeringen, 2021b; Meld. St. 6 (2022–2023)). I tillegg til eierforventninger om bærekraft, møter næringslivet i økende grad lovpålagte krav om bærekraftsrapportering (BDO, 2022).

En viktig del av arbeidet for et transparent, bærekraftig næringsliv er utarbeidelsen av en felles standard for bærekraftsrapportering på tvers av landegrensene og sektorer. I november 2022 ble det første utkastet til den europeiske standarden for bærekraftsrapportering (ESRS) utviklet i henhold til EU-kommisjonens europeiske direktiv for bærekraftig selskapsrapportering (CSRD) (Jubels, 2022). Disse rapporteringskravene vil gradvis innføres.

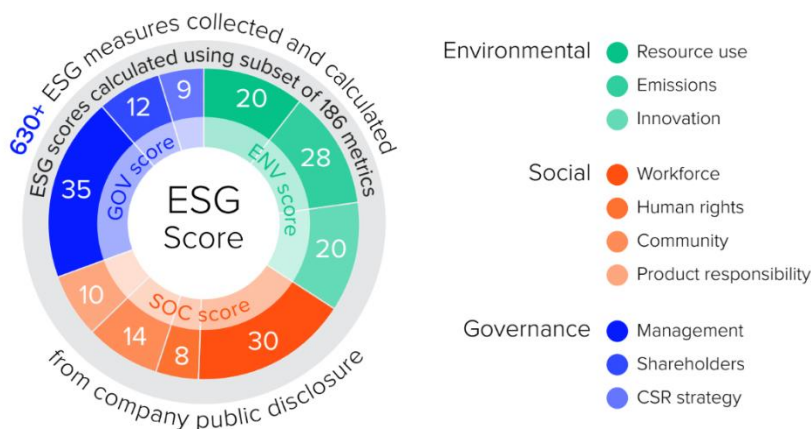
⁵ Mindretallsregjering bestående av Arbeiderpartiet (Ap) og Senterpartiet (Sp)

Stortinget. (2023, 8. mai) *Dagens regjering*. <https://www.stortinget.no/no/Stortinget-og-demokratiet/stortinget-undervisning/videregaende-skole/maktfordeling-og-parlamentarisme/dagens-regjering/>

Alle større børsnoterte selskap, inkludert de med statlig eierandel, må rapportere på bærekraft i 2025 for regnskapsåret 2024, og er allerede underlagt dagens direktiv om ikke-finansiell rapportering (NFRD) (BDO, 2022).

3.1.5 ESG

For å måle hvordan et selskap presterer på bærekraft, ser investorer på ESG – environmental, social and Governance. De bruker ESG som verktøy for å se hvor godt et selskap ivaretar ikke-finansielle faktorer som ofte er vanskeligere å måle enn et selskaps finansielle prestasjon (PwC, u.å.-b). ESG-faktorene kan ha stor betydning på risikoen ved å investere i et selskap, og er en naturlig del av risikovurderingen (PwC, u.å.-b).



Figur 3.1: Oversikt over kategorier som inngår i total ESG-score (Refinitiv, 2022)

ESG-scorer brukes til å se på hvordan et selskap presterer på bærekraft. Det gjøres ved å samle all ESG-informasjon til en konkret score (Boffo & Patalano, 2020). Scorene utarbeides for å gjøre ESG-data sammenlignbare mellom selskap, og kan på den måten være nyttig for investorer når de tar investeringsbeslutninger (Boffo & Patalano, 2020). De største aktørene som utarbeider ESG-scorer i dag er Bloomberg, MSCI, Refinitiv og Sustainalytics (Boffo & Patalano, 2020). Det har blitt rettet kritikk mot scorene på grunn av store variasjoner ettersom hvem som distribuerer dem (Boffo & Patalano, 2020). Scorene varierer på tross av at distributørene baserer dem på mer eller mindre det samme datagrunnlaget (Boffo & Patalano, 2020).

I denne oppgaven benyttes ESG-scorer distribuert av Refinitiv. De tilbyr en av de mest omfattende ESG-databasene med data fra over 12 000 offentlige og private selskaper internasjonalt (Refinitiv, 2022). ESG-scorene er basert på relativ prestasjon av de ulike ESG-

kategoriene med hensyn til sektoren og landet selskapet befinner seg i (Refinitiv, 2022). Den endelige ESG-scoren kan deles inn i 10 kategorier innenfor de tre områdene miljø-, sosiale- og forretningsetiske forhold. Miljø- og sosiale kategorier blir sett i kontekst av industrien, mens forretningsetiske kategorier blir sett i kontekst av landet selskapet befinner seg i. Vi kan se den totale ESG-scoren som en relativ sum av prestasjon innenfor de 10 kategoriene, relevant for det aktuelle selskapet.

3.2 Tidligere forskning

Etter å ha gjennomgått den mest relevante forskningen gjort på effekter av statlig eierskap på Corporate Governance, bærekraft og økonomisk prestasjon, har vi valgt ut det mest aktuelle for denne oppgaven.

3.2.1 Corporate Governance

For den første hypotesen H1: *Statlig, direkte eierskap har negativ effekt på Corporate Governance i børsnoterte selskap i Norge*, fant vi tre relevante studier.

Kerry Liu (2018) fra Bank of China i Australia bruker data fra over 35 000 børsnoterte selskap i en undersøkelse av statlig eierskap internasjonalt. Det statlige eierskapet i datagrunnlaget inkluderer både direkte og indirekte eierskap. Det direkte er gjennom stat og annen offentlig sektor, mens indirekte via andre selskap eller pensjonsfond. Studien finner at når en stat er eier i børsnoterte selskap, er de i 71,6 % av tilfellene den største aksjonæren. Der det ikke er tilfelle, er eierskapet prosentvis lavere. I de to situasjonene er andelen aksjer holdt av statlige eiere henholdsvis 44,2 % og 14 %, altså en forskjell på over 30 prosentpoeng (Liu, 2018).

I studien utgjør finansiell sektor nesten halvparten av selskapene med statlig eierskap, mens transport, kommunikasjon, sanitært tilbud og energi totalt utgjør en fjerdedel. Produksjonsindustrier utgjør 15 % av selskapene. (Liu, 2018). Dominant eierskap i finansiell sektor kan bunne i behovet stater har for økonomisk utvikling, et ønske om kontroll over et nasjonalt finansielt system, og påvirkning på kapitalstrømmer til ønskede sektorer (Liu, 2018). Videre kan statlig eierskap i industrier innenfor transport, kommunikasjon, sanitært tilbud og energi ofte være motivert av et ønske om å løse markedsproblematikk forbundet med naturlige monopoler, eller kontroll over utslipp i produksjon (Liu, 2018).

Liu (2018) påpeker hvordan det kan oppstå konflikter mellom stat og private aksjonærer fordi private eiere ønsker å maksimere selskapsverdi, mens statlige eiere har både politiske og

økonomiske mål. Målkonflikter mellom eiere kan prege selskapets Corporate Governance. Dette er et poeng som kommer frem i flere studier. Professor og visedekan fra the Faculty of Law ved National University of Singapore Ernest W. K. Lim (2021) har utført en studie som analyserer utfordringene knyttet til stat som kontrollerende aksjonær i en Corporate Governance-sammenheng. En av de største utfordringene han finner er knyttet til å samkjøre interessene til den kontrollerende aksjonæren og selskapet, klassisk prinsipal-agent-problematikk. Lim (2021) finner at i selskap uten statlig eierandel kan ledelsen påvirkes med insentivbasert kompensasjon for å maksimere aksjonærverdien, for eksempel i form av bonus- eller opsjonskompensasjon (Lim, 2021). Dette vil være vanskeligere i et statlig kontrollert selskap, siden ledelsen er pålagt å følge en kombinasjon av sosiale, politiske og finansielle objektiver. Lim mener derfor at dette kan være med på å øke risikoen for svak Corporate Governance i slike selskaper (Lim, 2021).

En annen utfordring knyttet til staten som eier, går på interessekonflikten mellom staten som majoritetseier og som regulator (Lim, 2021). Makten til å foreslå, implementere og håndheve lover, gir staten som regulator en unik mulighet til å kontrollere utfall, basert på hvordan det påvirker selskapene staten har eierskap i. Den tredje utfordringen som Lim (2021) nevner, er muligheten for politisk påvirkning. Gitt at staten som majoritetseier kan velge, gjenvelge og fjerne styre og ledelse, samt kontrollere deres personlige kompensasjoner, kan det eksistere insentiver for selskapsledelse til å operere i tråd med generelle statlige eller politiske interesser.

Siri Aanstad og Finn Ørstavik (2002) påpeker hvordan statlig eierskap har effekter på Corporate Governance som påvirker både insentivene og mulighetene et selskap har til å investere i innovasjon, samt usikkerheten knyttet til utviklingen av. I denne sammenhengen er statlig eierskap betydningsfullt, fordi det representerer trygghet og stabilitet (Aanstad & Ørstavik, 2002). Usikkerheten store selskaper kan oppleve i møte med offentlig politiske systemer, kan reduseres ved direkte statlig eierskap. Statlig eierskap åpner på den måten opp for prioritering og strategier som muligens ikke hadde blitt prioritert i andre settinger. Dette er kanskje mest tydelig i selskaper i infrastruktur-liknende industrier. Forfatterne mener at staten må sees som en viktig spiller i det norske næringslivet for å tilrettelegge og lede an endring (Aanstad & Ørstavik, 2002).

Både Liu (2018) og Lim (2021) finner utfordringer med statlig eierskap knyttet til Corporate Governance. Liu finner at staten i mange tilfeller er den største aksjonæren, og Lim ser at

dette kan bunne i ønsket om statlig kontroll i et strategisk viktig selskap eller sektor. Disse ønskene kan være i konflikt med andre aksjonærers prioriterte ønsker, og ved at selskapet har insentiver til å tilfredsstille den største eierens ønsker fremfor andres, kan det tenkes at den statlige tilstedeværelsen øker risikoen for målkonflikter (Lim, 2021). Aanstad og Ørstavik (2002) påpekte på sin side at staten som eier kan være en trygghet i møte med politiske systemer.

3.2.2 Bærekraft

I denne delen presenterer vi tidligere forskning som er relevant for å diskutere hypotese H2: *Statlig, direkte eierskap har positiv påvirkning på bærekraft i børsnoterte selskap i Norge.*

PwC utarbeidet i 2021 en global investorundersøkelse som tok for seg ESG-aktuell tematikk med et utvalg bestående av 325 profesjonelle investorer fra 43 land. 79 % mener ESG-risiko er en viktig faktor i investeringsbeslutningsprosesser. 75 % av investorene oppga i tillegg at de på kort sikt kunne akseptere lavere lønnsomhet for å adressere ESG-problematikken (Chalmers et al., 2021). Det er tydelig at ESG-risiko anerkjennes i økende grad av selskapsledelse i verden. I følge PwC sin *Annual Global CEO Survey* uttrykte sju av ti administrerende direktører bekymring rundt klima i 2021 (PwC, u.å.-d). Fem år tidligere hadde bare fire av ti den samme bekymringen (Chalmers et al., 2021).

Økende ESG-fokus gjør rapportering av ikke-finansielle faktorer mer aktuelt (Chalmers et al., 2021). Likevel opplever mange ESG-rapporteringen som ufullstendig og lite sammenlignbar mellom selskap (Chalmers et al., 2021). Investorene i PwCs undersøkelse stiller spørsmål til hvor pålitelig og fullstendig dagens ESG-rapportering i realiteten er (Chalmers et al., 2021). Dette blir spesielt tydelig ved rapportering av utslipp. Investorer er svært opptatt av denne informasjonen, men det er utfordrende å rapportere utslipp tilknyttet aktiviteter utenfor selskapets kontroll, som bruk av deres produkter og tjenester (Chalmers et al., 2021).

Selskap opplever stadig økende eierforventninger til bærekraftarbeid, i tillegg til en betydelig vekst i lovpålagte rapporteringskrav. Ledelser uttrykker bekymring rundt å skulle levere detaljerte redegjørelser og rapporter om bærekraft (Colbjørnsen, 2023). Det kommer frem av en rapport fra Arbeidsgiverforeningen Spekter (Colbjørnsen, 2023). Den tar for seg hvordan forventningsbasert eierstyring påvirker et selskaps bærekraftige måloppnåelse i selskap hvor staten er eier (Colbjørnsen, 2023). Den baserer seg på intervjuer av fem konsernsjefer og fem styreledere i ti ulike selskap. I ni av dem er staten eneste eier, mens ett av selskapene er også eid av fylkeskommunene (Colbjørnsen, 2023). Intervjuene er gjennomført i 2022.

Et av funnene Tom Colbjørnsen (2023) gjør i rapporten fra Spekter er at bærekraftstiltakene selskapene gjennomfører like mye kommer fra eget initiativ som fra staten og departementene. Flere av de som er intervjuet i rapporten mener at bærekraft er noe de ville satt høyt på agendaen uavhengig av statens eierskap (Colbjørnsen, 2023). Colbjørnsen (2023) tror eierskapsmeldingen gjennom forventninger virker som en motivator for selskapene til å selv utføre tiltak. Han tror at åpne forventninger er et bedre virkemiddel enn konkrete instruksjoner, og finner at selskapene i stor grad har mulighet til å jobbe med forventningene slik de selv vil (Colbjørnsen, 2023).

På en annen side kritiserer rapporten fra Spekter eierdepartementene, de som forvalter eierskapet, fordi de ofte reagerer på situasjoner i etterkant fremfor å jobbe forebyggende. Flere av selskapene opplever at de står overfor motstridende forventninger innenfor økonomiske, sosiale og miljømessige forhold (Colbjørnsen, 2023). Disse må ofte avveies mot hverandre, og det kan oppstå konflikter mellom mål med ulik politisk bakgrunn. For eksempel kan bærekraftstiltak være kostbare, og et tiltak kan måtte gå på bekostning av noe annet (Colbjørnsen, 2023).

I en masteroppgave fra Norges Handelshøyskole (NHH) undersøker Helene Sagstad og Marit S. Schiefloe hvordan et selskaps ESG-prestasjon påvirkes av statlig eierskap (Sagstad & Schiefloe, 2019). Studentene har brukt data fra 392 selskaper innenfor 11 sektorer i 17 land i Europa. Ved å studere forholdet mellom statlig eierandel og ESG-score, finner de at selskap hvor en stat eier minimum 10% av aksjene, presterer signifikant bedre enn selskap uten statlig eierandel på ESG-parametere (Sagstad & Schiefloe, 2019). I tillegg finner de at ESG-scoren økte med andelen statlig eierskap i selskapet (Sagstad & Schiefloe, 2019).

Forventningene til at selskaper skal sette bærekraft på agendaen er stor. Investorer oppgir at de kan akseptere lavere lønnsomhet på kort sikt for å ta hensyn til ESG (Chalmers et al., 2021). I tillegg til forventninger fra investorer, møter selskap i dag lovpålagte krav om bærekraftsrapportering (Colbjørnsen, 2023). Rapporten fra Spekter finner at det er selskapene selv som har ansvaret for å fastsette konkrete bærekraftstiltak, og at selskapene har satt dette på agendaen på grunn av forventningene som kommer fra alle eiere – inkludert den statlige (Colbjørnsen, 2023). Sagstad og Schiefloe (2019) finner i sin undersøkelse at selskap med statlig eierandel presterer betydelig bedre på ESG-score enn andre selskap.

3.2.3 Økonomisk prestasjon

Til slutt i dette kapitlet presenteres forskning som er relevant for å diskutere den tredje hypotesen, H3: *Selskap med statlig eierandel presterer dårligere på økonomisk prestasjon enn selskap uten statlig eierandel på Oslo børs.*

På grunn av kontekstuelle begrensninger i mange av studiene som tar for seg forskjeller i prestasjon mellom private og statlige selskaper, kan det være utfordrende å overføre resultatene (Boardman & Vining, 1989). Studiene fokuserer ofte på sammenligninger mellom selskap som opererer i naturlig monopolistiske markeder eller i statlig regulerte duopolistiske markeder (Boardman & Vining, 1989). Utover de økonomiske har mange av de statlige selskapene i tillegg sektorpolitiske mål de må forholde seg til (Lie, 2016). Funn i studier som er preget av disse begrensningene, vil ha problemer med å kunne overføres til konkurranseutsatte markeder (Boardman & Vining, 1989). I konkurranseutsatte markeder konkurrerer det enkelte selskap med andre i inn- eller utland (Johansen, 2023),

I en studie basert på de 500 største produksjons- og utvinningselskapene i verden med unntak av USA, testes prestasjon i selskap med statlig eierandel i et konkurranseutsatt marked. Med ulike mål på prestasjon studeres effekten av ulike typer eierskap – privat, helstatlig eller delstatlig– mens de kontrollerer for andre relevante faktorer, blant annet markedsandel, bransje og antall ansatte (Boardman & Vining, 1989). Resultatene viser at selskapene som er helt eller delvis eid av statlig eier, er signifikant mindre lønnsomme og mindre effektive enn de private selskapene som ble undersøkt (Boardman & Vining, 1989). I en studie av registrerte selskap i Norge på 1990-tallet, undersøkes avkastning på eiendeler (ROA) i private og offentlige selskaper (Goldeng et al., 2008). Goldeng, Grünfeld og Benito (2008) finner også at private selskap presterer signifikant bedre enn offentlige i konkurranseutsatte markeder på ROA.

Liu (2018) argumenterer for at når et heleid, statlig selskap blir delvis privatisert og børsnotert, vil det føre med seg at informasjon om selskapet er mer tilgjengelig for offentligheten, og at prestasjonsfokuset skjerpes som en følge av dette. Forskeren antar at det er stor sannsynlighet for at statlig eierskap påvirker verdien av børsnoterte selskap, og påpeker at dette er et område for videre forskning (Liu, 2018).

I den tidligere forskningen vi har tatt for oss om statlig eierskap og økonomisk prestasjon, finner flere forskere at selskap som er helt eller delvis eid av en stat presterer dårligere enn andre selskap i konkurranseutsatte markeder (Boardman & Vining, 1989; Goldeng et al.,

2008). Liu (2018) argumenterer for at prestasjonen kan forbedres for helstatlige selskap om de børsnoterte og får et bredere eierskap. Det er fordi prestasjonsfokuset skjerpes når selskapene delvis privatiseres (Liu, 2018).

4 Metode

Oppgavens forskningsdesign er integrert, og vi har benyttet oss av både kvalitative og kvantitative metoder. Et integrert forskningsdesign gir mulighet til å belyse problemstillingen fra flere ståsteder (Johannessen et al., 2020), og var hensiktsmessig for å utforske problemstillingen *Hvilke effekter har statlig eierskap på børsnoterte selskaper i Norge?* Kapittelet beskriver metodene som ble anvendt i datainnsamlingen, hvordan dataen ble analysert, og avsluttes med å diskutere forskningsarbeidets reliabilitet og validitet.

4.1 Kvalitative metoder

På grunn av problemstillingens utforskende karakter, veier kvalitative metoder for datainnsamling tyngst i oppgaven. Ekspertintervjuer vil dessuten svare på utfordringene rundt det å identifisere målbare parametere for en gyldig kvantitativ tilnærming.

4.1.1 Intervju

Intervjuer er den mest vanlige formen for datainnsamling i kvalitative studier. De egner seg godt når man ønsker å studere personlige erfaringer og holdninger (Johannessen et al., 2020). Gjennom samtaler kan intervjuer bidra til å gi unike beskrivelser av det man undersøker, som det vil være vanskelig å innhente ved bruk av andre metoder (Johannessen et al., 2020). Vi har gjennomført fire ekspertintervjuer med fem informanter. Ekspertes er individer med kunnskap om et problem, en hendelse eller et fenomen (von Soest, 2023). Kvalitative intervjuer med eksperter kan gi informasjon som forbedrer forståelsen av en statistisk analyse, spesielt i situasjoner hvor observasjonene er få (von Soest, 2023). Ekspertintervjuene vi gjennomførte gav oss nettopp dette – innsikt vi ikke kunne generert fra statistisk data og analyse (von Soest, 2023).

Utvalg

Det kan være vanskelig på forhånd å avgjøre hvor mange informanter som kreves i en kvalitativ studie (Johannessen et al., 2020). For å møte problemstillingens behov for rikelig informasjon valgte vi å fokusere på å gjennomføre intervjuer med høy kvalitet fremfor et høyt antall intervjuer med mindre grad av relevans. Begrensede ressurser i form av tid og arbeidskapasitet ga heller ikke rom for et større utvalg. At vurderingen var riktig, ble bekreftet av intervjuprosessen der vi opplevde at informantene fortalte om like erfaringer. Dette kalles gjerne metning (Jacobsen, 2018).

Et mindre utvalg gjorde det desto mer nødvendig å sikre at informantene hadde relevant kompetanse for å kunne svare på problemstillingen, og vi gjorde derfor et kriteriebasert utvalg (Johannessen et al., 2020). Det var en fordel at erfaringene var tilegnet gjennom flere ulike roller i de børsnoterte selskapene staten har direkte eierskap i. En sentral del av rekrutteringsprosessen var å identifisere informanter som oppfylte kravet om relevant erfaring og opprette kontakt med disse. Det skjedde ved hjelp av nettverket til veilederen vår. Av de aktuelle kandidatene takket tre personer ja til å bli intervjuet. Disse har lang erfaring fra norsk næringsliv, og har bakgrunn fra konsernledelse, styre og valgkomite i et eller flere selskap hvor staten har helt eller delvis eierskap. At de i tillegg hadde erfaring fra ikke-statlige selskaper uten statlig eierandel, ga dem en unik innsikt i forskjellene mellom privat og statlig eierskap. Samlet ble derfor kompetansen deres vurdert som høy, og vi forventet verdifulle innspill fra delvis like, men samtidig varierte perspektiver.

I tillegg ble Nærings- og fiskeridepartementet (NFD) kontaktet fordi vi ønsket å få innsikt i hvordan eierskapet utøves fra deres side. NFD satte oss i kontakt med to representanter med ulike bakgrunner og roller i Eierskapsavdelingen. Siden de daglig arbeider med den statlige forvaltningen av eierskapet i selskapene som inngår i oppgaven, var de relevante som informanter.

Informantgruppen besto til slutt av tre som representerer selskapssiden, og to fra den statlige eiersiden. Med *selskapssiden* menes styre, ledelse og andre roller som kan knyttes direkte til selskapet. Samtlige ble vurdert til å ha bred nok bakgrunn, kunnskap og erfaringer til å kunne gi tilfredsstillende innsikt i og forståelse av problemstillingen. Tabell 4.1 presenterer informantenes relevans. For å ivareta personvernet har vi valgt ikke å presisere hvorvidt de er aktive i engasjementene i dag, kun hvilke roller de har erfaring fra. Beskrivelsene er utformet i samråd med den enkelte.

Informant	Beskrivelse
Informant 1	Erfaring som konsernsjef i heleid statlig selskap, styreerfaring fra selskap med statlig eierandel, og erfaring fra valgkomite i selskap med statlig eierandel, i tillegg til erfaring fra ledelse i flere industriselskap med hovedkontor i Norge og betydelig internasjonal aktivitet
Informant 2	Erfaring som konsernsjef i selskap med statlig eierandel, og styreerfaring fra selskap med statlig eierandel
Informant 3	Erfaring som konsernsjef i heleid statlig selskap, og styreerfaring fra selskap med statlig eierandel
Informant 4	Representant fra Eierskapsavdelingen i Nærings- og fiskeridepartementet
Informant 5	Representant fra Eierskapsavdelingen i Nærings- og fiskeridepartementet

Tabell 4.1: Oversikt over informantene

Informant 1, 2 og 3 blir i oppgaven referert til som *informantene fra selskapssiden*, *informantene* eller *informant (nr.)*. Informant 4 og 5 refereres til som *representantene fra Eierskapsavdelingen* eller *representantene*. Representantene fra Eierskapsavdelingen blir ikke direkte sitert i oppgaven, og det utdypes ikke hvem av informant 4 og 5 som har sagt hva. Det er gjort for å anonymisere dem.

Intervjuguide

To ulike intervjuguider ble utarbeidet siden informantene representerer to ulike sider av statlig eierskap. Intervjuguide 1 (se vedlegg 5) ble brukt i intervjuene med informantene fra selskapssiden, mens intervjuguide 2 (se vedlegg 6) var tilpasset representantene fra Eierskapsavdelingen.

Først utformet vi intervjuguide 1 på bakgrunn av den kunnskapen vi hadde tilegnet oss om statlig eierskap gjennom Eierskapsmeldingen og tidligere forskning på området (Meld. St. 6 (2022–2023)). Erfaringene fra de første intervjuene med selskapssiden ble brukt for å utarbeide intervjuguide 2. Den fikk mer presise og målrettede spørsmål for å få frem den nødvendige informasjonen vi ønsket fra Eierskapsavdelingen. Intervjuguidene var delt inn i de tre temaene som hypotesene dekker; (1) Corporate Governance, (2) bærekraft og (3) økonomisk prestasjon. Selv om intervjuene fulgte en planlagt struktur (Jacobsen, 2018), hadde de en relativ uformell karakter i den forstand at vi var åpne for uventede innspill. Vi ønsket å komme innom alle temaene, men underveis kunne spørsmål utelukkes eller legges til

som oppfølgingsspørsmål dersom det ble naturlig. Før intervjuene ble avsluttet, fikk informantene anledning til å snakke fritt hvis de ønsket å utdype eller utfylle.

Gjennomføring og analyse

Alle intervjuene ble holdt fysisk på informantens arbeidsplass, med unntak av det første intervjuet som var digitalt. Å holde intervjuene på informantens arbeidsplass kan være med på å skape en mer naturlig kontekst, der informantene føler seg komfortable (Jacobsen, 2018). Å møtes ansikt-til-ansikt kan også være med å etablere tillit og åpenhet mellom intervjuer og intervjuobjekt (Jacobsen, 2018). Kontekstens påvirkning på innholdet i intervjuet, betegnes ofte som konteksteffekten og har betydning for kvaliteten på responsen fra informantene (Jacobsen, 2018). Mer ukjente omgivelser har en tendens til å generere mindre naturlige svar, noe som gjør det viktig å være bevisst på konteksten intervjuet holdes i (Jacobsen, 2018). I denne prosessen var det opp til intervjuobjektene hvor intervjuet skulle gjennomføres. Begge representantene fra Eierskapsavdelingen deltok i samme intervju.

Det første intervjuet ble holdt digitalt over Microsoft Teams hvor man kan holde nettmøter og dele lyd og bilde (Microsoft, u.å.). Man kunne derfor både se og høre hverandre, og intervjuobjektet kunne være i omgivelser etter eget ønske. På den måten mistet vi noe kontroll over intervjuets kontekst (Jacobsen, 2018), men opplevde likevel dette som en godt fungerende løsning.

Intervjuene ble holdt over en tre-ukersperiode i mars 2023. Informantene fikk tilsendt samtykkeerklæringen (se vedlegg 7) og intervjuguiden på forhånd. Slik fikk de mulighet til å se over spørsmålene før intervjuet fant sted, og selv om forberedelser kan gi bedre og mer gjennomtenkte svar, ga vi beskjed om at det ikke var nødvendig. Vi opplevde det som tillitsskapende at dette var fremlagt på forhånd, og alle informantene hadde sett på intervjuguiden før intervjuet tok sted, etter eget ønske.

Det ble tatt lydopptak av intervjuene med *NSD – Norsk senter for forskningsdata* sin diktafonapp, og deretter ble de transkribert i sin helhet. Kvalitative data taler ikke for seg selv, men må tolkes (Johannessen, 2020). En viktig del av arbeidet med transkriptene besto derfor av å analysere materialet. Dette ble gjort ved å lese igjennom og plukke ut alle elementene som var interessante for videre bearbeiding. Utsagn ble plassert i kategorier basert på tema og undertema og kodet i henhold til (1) om informasjonen var viktig i seg selv, (2) om det var tilleggsinformasjon som kanskje var interessant, eller (3) om det var bakgrunnsinformasjon. Sitat som ble valgt ut for oppgaven, ble renskrevet for å tydelig få

frem svarene til informantene, uten å miste meningsinnholdet. Resultatene presenteres i kapittel 5 og diskuteres i kapittel 6.

4.2 Kvantitative metoder

Kvantitative data er nyttige for å måle og sammenligne indikasjoner på hvilke eventuelle effekter et statlig eierskap kan ha. Her brukes to variabler. Selskapers økonomiske prestasjon kan undersøkes ved å se på avkastningen, mens ikke-finansiell prestasjon som bærekraft studeres ved hjelp av det kvantifiserte målet ESG-score.

Utvalg

Enhetene som undersøkes, er de åtte børsnoterte selskapene med statlig eierandel. De sammenlignes med de øvrige selskapene på Oslo børs, men dette utvalget varierer ut fra hvilke data som er tilgjengelige innenfor variablene. Framgangsmåtene må da nødvendigvis også variere noe.

Gjennomføring og analyse

Regresjonsanalyse er brukt i undersøkelsene av både ESG-scorer og økonomisk prestasjon, og er gjennomført med dataanalysefunksjonen i Microsoft Excel. Det er en statistisk analyse som ved å finne en forenklet funksjon beskriver sammenhengen mellom én avhengig variabel og en eller flere uavhengige variabler (Braut & Dahlum, 2021).

Med en regresjonsanalyse kan man se om sammenhengene og påvirkningskraften mellom variablene er statistisk signifikante, og dermed om de er reelle i statistisk forstand (Braut & Frøslie, 2022). Det betyr ikke nødvendigvis at man har påvist et årsaksforhold (Braut & Frøslie, 2022). Noen ganger vil man uavhengig av statistisk signifikans, vurdere en sammenheng som interessant eller ikke. I denne studien brukes regresjonsanalysen i hovedsak til å si noe om gjennomsnittlig forskjeller, og vurderingen av statistisk signifikans er mindre relevant.

Funksjonens alfa (α)- og beta (β)-verdier forteller oss noe om sammenhengen mellom den uavhengige og den avhengige variabelen, samt hvordan den eller de uavhengige variablene påvirker den avhengige variabelen (Braut & Dahlum, 2021). Alfa er den lineære funksjonens konstantledd, mens beta er stigningstallet (Finanssenteret, u.å.). Beta brukes gjerne som et mål på systematisk risiko, eller risiko i forhold til en underliggende referanseindeks (Hippe, 2019).

Et annet mye omtalt parameter når man utfører regresjonsanalyse, er det som kalles R^2 . Den forteller oss hvor stor andel av variasjonen i den avhengige variabelen som kan forklares av variasjonen i den uavhengige variabelen (Fernando, 2023a). Verdien ligger mellom 0 og 1, hvor 1 er perfekt forklaringskraft og 0 er ingen forklaringskraft.

I finansielle empiriske studier er det vanlig å bruke logaritmisk avkastning, og er det vi bruker i undersøkelsen av økonomisk prestasjon. Siden den er symmetrisk, er det enklere å se på relative endringer i variabelen (Fama & French, 1988). I tillegg er logaritmisk avkastning tidsadditiv. Det vil si at avkastning i én periode ikke henger sammen med avkastningen i andre perioder (Fama & French, 1988). I denne delen av undersøkelsen kunne deskriptiv statistikk fortelle oss noe utover resultatene fra regresjonsanalysen.

Deskriptiv statistikk ble funnet ved hjelp av Dataanalysefunksjonen i Excel. Den gjennomsnittlige logaritmiske avkastningen – med tilhørende standardfeil og standardavvik – er regnet om til årlige tall. Andre parametere som kan si noe om distribusjonsfordelingen er kurtose og skjevhet. En kurtose på 3 vil si at utvalget er normalfordelt (Matematikk.net, 2023). En lavere kurtose indikerer flatere kurve, mens en høyere kurtose indikerer en spissere kurve. Distribusjonens skjevhet sier noe om hvilken side av distribusjonen de største avvikene befinner seg. Venstre siden – negativ skjevhet – representerer den nedre siden av observasjonene, mens høyre siden – positiv skjevhet – representerer den øvre siden av distribusjonen (Matematikk.net, 2023). Distribusjonsfordelingens kurve forteller oss ikke noe om de observerte verdiene, kun hvordan de observerte verdiene er fordelt.

4.2.1 ESG-score

De åtte selskapene på Oslo børs med statlig eierandel er sammenlignet med Oslo børs' øvrige selskap. Av de øvrige selskapene har 87 av dem tilgjengelige ESG-scorer i databasen til Refinitiv Datastream, og de utgjør utvalget vårt i sammenligningen av ESG-scorer. Scorene er rapportert i 2021, og baseres derfor på rapporterte tall og tilgjengelig informasjon fra 2020 (se vedlegg 8).

Gjennomføring og analyse

For å se etter indikasjoner på om det statlige medeierskapet har noen effekt på ESG-score, utførte vi to tester, test 1 og 2. Test 1 er en enkel regresjonsanalyse. Her er selskapenes ESG-score den avhengige variabelen. Videre konstruerte vi en dummyvariabel som kodes til verdi lik 1 for den delen av utvalget som har statlig eierandel, og verdi lik 0 for den delen av

utvalget hvor staten ikke er medeier. Den delen av utvalget med dummyvariabelverdi lik 0 kalles referansegruppen (Johannessen, et al., 2020). Dummyvariabelen tilegner den kategoriske variabelen statlig eierskap eller ikke en numerisk verdi, og den er regresjonsanalysens uavhengige variabel. Dermed kan man studere gjennomsnittlig forskjeller mellom de to gruppene. Alfaverdien i regresjonsligningen kan i dette tilfellet tolkes som forventet verdi på ESG-score når staten ikke er medeier (Johannessen, et al., 2020). Betaverdien kan tolkes som hvor mye høyere eller lavere vi forventer at ESG-scoren er i gruppen med statlig eierskap, sammenlignet med referansegruppen (Johannessen, et al., 2020).

Test 2 ble utført som en multippel regresjonsanalyse ved å legge til markedsverdi som uavhengig variabel. Siden de børsnoterte selskapene har høy markedsverdi, ønsket vi å se om selskapsstørrelse i form av markedsverdi, gav modellen større forklaringssevne. Test 2 inneholder dermed to uavhengige variabler, en dummyvariabel som representerer statlig eierskap, og en variabel for markedsverdi per 1. januar 2023. Regresjonsanalysen og tolkningen av resultatet ble gjennomført likt som i test 1.

4.2.2 Avkastning som økonomisk prestasjon

På samme måte som med ESG-scorene, ønsket vi å kvantitativt undersøke hvordan selskapene med statlig eierskap presterer økonomisk i forhold til resten av selskapene på Oslo børs. Som et mål på prestasjon valgte vi å undersøke selskapenes avkastning i perioden 1. januar 2015 til 1. mars 2023 og vi hentet ut tall på total månedlig avkastning fra databasen Refinitiv Datastream.

Gjennomføring og analyse

Igjen tok vi utgangspunkt i alle selskapene på Oslo børs, men har begrenset utvalget til selskap med tilgjengelige data fra perioden som undersøkes. Her er det gjennomført tre tester, test 3, 4 og 5. For å kunne sammenligne selskap med statlig eierandel med selskap uten statlig eierandel, konstruerte vi fem porteføljer. De statlige porteføljene er ulike kombinasjoner av selskapene på Oslo børs med statlig eierandel, og kjennetegnes med bokstaven *S*.

Markedsporteføljene kjennetegnes med bokstaven *M* og inneholder ulike kombinasjoner av selskap på Oslo børs uten statlig eierandel. Vi har ikke tatt hensyn til hvor mye staten eier i de ulike selskapene, kun om de eier eller ikke. Selskapene i alle porteføljene er vektet etter markedsandel i sin respektive portefølje, basert på markedsverdi per 1. januar 2023. Oversikt over porteføljene vises i tabell 4.2, og de ligger i sin helhet i vedlegg 9, 10, 11, 12 og 13.

Porteføljenavn	Beskrivelse
Portefølje S.1	Vektet portefølje av selskap med direkte statlig eierandel
Portefølje S.2	Vektet portefølje av selskap med direkte statlig eierandel, ekskludert Equinor
Portefølje S.3	Vektet portefølje av selskap med direkte statlig eierandel, ekskludert Equinor og Akastor
Portefølje M.1	Vektet portefølje av alle selskap på Oslo børs, ekskludert selskap med direkte statlig eierskap
Portefølje M.2	Vektet portefølje av selskap på Oslo børs som er sammenlignbare med selskapene i portefølje S.3

Tabell 4.2: Porteføljeoversikt

For test 3 konstruerte vi to porteføljer, S.1 og M.1. Portefølje S.1 består av alle de åtte selskapene på Oslo børs som har statlig eierandel. De resterende 114 selskapene med data fra undersøkelsesperioden inngår i portefølje M.1. Vi sammenlignet porteføljenes risiko og avkastning over en periode på åtte år ved å gjennomføre en regresjonsanalyse. Her er avkastningen til portefølje S.1 avhengig variabel, og avkastningen til portefølje M.1 uavhengig variabel. Med en slik sammenligning ønsket vi å si noe om hvordan selskapene med statlig eierskap presterer i forhold til resten av det norske markedet.

Equinor utgjør 29% av de totale markedsverdiene på Oslo børs og hele 59% av markedsverdiene i portefølje S.1. Med det driver selskapet så store deler av resultatet i portefølje S.1 at vi ønsket å gjøre en ny analyse uten Equinor. Portefølje S.2 inneholder derfor alle selskapene med statlig eierandel på Oslo børs utenom Equinor. I regresjonsanalysen i test 4 er avkastningen til portefølje S.2 avhengig variabel, mens den uavhengige er avkastningen til portefølje M.1, slik som i test 3.

Markedsporteføljen inneholder flere bransjer enn statsporteføljen. I test 5 ønsket vi å konstruere en ny markedsportefølje, portefølje M.2, som i større grad representerer de bransjene statsporteføljen inneholder. I tillegg valgte vi å utelukke oljebransjen da den driver store deler av verdiene på Oslo børs. Derfor ble også en ny statsportefølje S.3 konstruert som utelukker både Equinor og Akastor. Portefølje M.2 tok utgangspunkt i portefølje M.1. Vi ekskluderte selskaper med lavere markedsandel enn 0,1 % av portefølje M.1 og tok deretter en skjønnsmessig vurdering på hvilke selskap som var sammenlignbare med de seks selskapene i portefølje S.3 – Aker Solutions, DNB, Kongsberg Gruppen, Norsk Hydro, Telenor og Yara. Sammensetningen av portefølje M.3 ble kvalitetssikret av to

universitetslektorer ved NMBU. I test 5 er avkastningen til portefølje S.3 avhengig variabel, og avkastningen til portefølje M.2 uavhengig variabel. For å kunne si noe mer om forskjellene mellom de ulike porteføljene, utførte vi i tillegg deskriptive analyser for alle porteføljene.

4.3 Reliabilitet og validitet

Når man gjennomfører forskning, er det viktig å vurdere studiens reliabilitet og validitet. Reliabilitet handler om hvor pålitelig innsamlingen og behandlingen av data er (Johannessen et al., 2020)). Utover kvantitativ innhenting av offentlig tilgjengelig selskapsinformasjon, har vi i stor grad benyttet kvalitative intervjuer som metode. De gir innsikter og perspektiver som ellers ikke kommer frem i eierskapsmeldinger eller tallmateriale. Samtidig er intervjuer i form av samtaler en ustrukturert metode for datainnsamling, og den vil være så vel kontekstavhengig som farget av informantenes og våre subjektive analyser til tross for ønsket om objektivitet (Johannessen et al., 2020)). Derfor vil det være nær sagt umulig å duplisere kvalitativ forskning siden både datainnsamlingen og den aktuelle forskerens tolkning av data vil være unik. For å styrke reliabiliteten til kvalitativ forskning, er det derfor viktig å beskrive hva som er gjort, samt begrunne hvilke valg som er tatt (Johannessen et al., 2020)). Vi har forsøkt å maksimere studiens pålitelighet ved å finne representative informanter som best mulig kunne bidra til å svare på problemstillingen.

Validitet sier noe studiens gyldighet. Det handler om man tror på de dataene man har samlet inn, og om resultatene kan overføres til andre settinger (Jacobsen, 2018). Ved å bruke flere metoder for datainnsamling, vil validiteten styrkes (Johannessen et al., 2020). At både kvalitative og kvantitative metoder er benyttet, bidrar til dette. Intern validitet sikrer at resultatene oppfattes riktig (Jacobsen, 2018). Det går på hvilke kilder som er brukt, og om den informasjonen som er hentet ut er riktig. De skriftlige hovedkildene som statens egne eierskapsmeldinger er offentlig tilgjengelige og etterprøvbare. Validiteten til informantene er vurdert ut fra deres profesjonelle kunnskap om og innsikt i saksforholdene vi undersøker.

Vi har valgt ut informanter utfra hvilken erfaring de har, slik at vi kunne hente ut mest mulig relevant data. Informantene har en bred erfaring og posisjoner i tilknytning til selskapene. Det setter det statlige eierskapet i perspektiv og sikrer tyngden og relevansen av informasjonen som kommer frem i intervjuene. Det øker dessuten relevansen for oppgaven som helhet. Dette er med på å styrke validiteten i oppgaven. Informantene er anonymisert, noe som kan bidra til at de er mer ærlige i uttalelsene sine (Jacobsen, 2018). Anonymiserte informanter

kan derimot være uheldig i denne sammenhengen, fordi oppgaven mister den troverdigheten informantene med full identitet representerer. Vi gjennomførte kun fire intervjuer, men samtlige informanter har en erfaringsbakgrunn som gir deres kompetanse høy pålitelighet. Flere informanter og intervjuer kunne ha bidratt til å sikre validiteten, men samtidig også medført metning (Jacobsen, 2018). Like fullt er en viktig fordel med slike ekspertintervjuer at de kan avklare i hvilken grad regresjonsanalysen indikerer reelle sammenhenger, eller om det er tilfeldige korrelasjoner.

For representantene fra eierskapsavdelingen kan derimot rollen som *representanter* overskygge rollen som informanter. Denne potensielle rollekonflikten innebærer at de nødvendigvis ikke fikk ytret sine personlige meninger, men kan ha følt på at det viktigste var å videreformidle hvordan eierskapsavdelingen fungerer i praksis. Et argument for dette er at dynamikken mellom dem i det som faktisk var et gruppeintervju, kan ha virket inn på hva og hvordan de uttalte seg, uten at det er mulig å si hvilken påvirkning det reelt har i denne sammenhengen. Da de heller ikke ville bli sitert direkte, er det mer presist å anvende *representanter* om informant 4 og 5 i presentasjonen av resultatene. Representantene har fått tilsendt og godkjent vår tolkning av deres utsagn. Noe som har bidratt til å styrke validiteten av utsagnene fra dem, siden de ikke blir direkte sitert (Johannessen et al., 2020).

I kvantitative studier vil pålitelighet være kritisk (Johannessen et al., 2020)). Vi føler oss trygge på at det kvantitative datagrunnlaget vi hentet fra Refinitiv Datastream er troverdig og pålitelighet, fordi dette er en stor og anerkjent database med data fra over 12 000 offentlige og private selskaper internasjonalt (Refinitiv, 2022). Resultatene fra den kvantitative undersøkelsen av datagrunnlaget – ESG-scores, markedsverdi og avkastning – kan være preget av betydelige mengder støy. Etter å ha gjennomført regresjonsanalysene som beskrevet, kan vi derfor ikke understreke sterkt nok at de kun må anses som indikasjoner, noe som påvirker gyldigheten av dem. Forklaringsevnen til alle regresjonsanalysene er lav, og det er grunn til å vurdere det statlige eierskapet i seg selv som bare én av mange faktorer som potensielt har betydning for selskapene. Dette er vanskelig å observere eller tallfeste på en pålitelig måte. I tillegg har vi et lite antall enheter vi undersøker – åtte selskap – som gjør at generalisering uansett ikke vil være aktuelt.

5 Resultater

Metodene for datainnsamling ble gjennomført slik det er beskrevet i foregående kapittel og det gav oss et sett med resultater presenteres i dette kapittelet. Sammen danner de grunnlaget for å kunne diskutere de totale effektene av statlig eierskap i kapittel 6. Resultatene er delt inn i hypotesenes tre temaer. Funn angående Corporate Governance er i sin helhet hentet fra ekspertintervjuene, mens det for bærekraft og økonomisk prestasjon er gjennomført kvantitative analyser i tillegg.

5.1 Corporate Governance

Fra intervjuene identifiserte vi åtte temaer som gikk igjen i alle samtalene om Corporate Governance. Disse er (1) vellykket modell, (2) rollefordeling, (3) daglig selskapsstyring, (4) konsesjon og eierutøvelse, (5) byråkratiets kompetanse, (6) staten som trygg eier, (7) moderasjon i lederlønninger, og (8) utfordringer med statlig eierskap. Delkapitlet er strukturert etter disse åtte temaene og danner grunnlaget for å svare på hypotese H1: *Statlig, direkte eierskap har negativ effekt på Corporate Governance i børsnoterte selskap i Norge.*

Vellykket modell

Både informantene fra selskapssiden og representantene fra Eierskapsavdelingen virket å ha en oppfatning av at den norske eiermodellen i selskap med statlig eierandel er vellykket. Alle satt på samme inntrykk av at staten opptrer og utøver eierskapet med en høy grad av profesjonalisme. Informant 2 påpekte at tillit mellom alle partene er vesentlig for at eierskapet skal fungere optimalt, noe representantene fra Eierskapsavdelingen også nevnte. Representantene fortalte at den tilliten man finner i eierskapet, også speiles i den norske samfunnsmodellen der tilliten til staten generelt er høy, og med et lavt nivå av korrupsjon. Informant 2 trodde at det i en internasjonal sammenheng blir sett på som merkelig at selskapene med statlig eierandel lykkes i den grad de gjør:

Og det du har i Norge nå faktisk, er altså seks store internasjonalt veldig konkurransedyktige selskaper, som er delstatlige. Er de vellykket fordi de er delstatlige, eller er de vellykket på tross av at de er delstatlige? (Informant 2)

Selskapene hen refererte til er DNB, Equinor, Kongsberg Gruppen, Norsk Hydro, Telenor og Yara International, hvor staten har over én tredjedel eierandel (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Videre fortalte hen:

[...] Men modellen er veldig skjør, den er helt avhengig av at staten opptrer prinsipielt korrekt, og det er viktig at styrene forstår at staten er en viktig eier [...] (Informant 2)

Rollefordeling

Informantene fra selskapssiden var tydelige på at til tross for de klare føringene fra staten, ligger det fullstendige ansvaret for selskapets utvikling hos styret. De spesifiserte viktigheten av at staten forstår sin rolle som eier, og forholder seg til styringsprinsippene slik de er lagt frem i eierskapsmeldingen. Informant 2 uttalte:

Et av de viktigste elementene er nettopp at alle forstår sitt ansvar. Hva er styrets ansvar, hva er ledelsens ansvar, og hva er eiernes ansvar. [...] Men for børsnoterte selskaper er det helt fundamentalt [...] at staten forholder seg til disse [styrings]prinsippene, og det betyr jo det er styret som har ansvaret for strategisk utvikling av selskap, for å styre selskapet. Og det er ledelsen som utøver selskapsvirksomheten, som gjennomfører. (Informant 2).

Videre utdypet hen at hvis dette mestres godt, kan styret i stor grad øke verdien for ledelsen, og ledelsen kan aktivt bruke styret som en god hjelp. Dette forutsetter derimot både en god styreleder og en god konsernsjef.

Daglig selskapsstyring

Da vi spurte informantene om å beskrive hvordan statlig eierskap påvirker Corporate Governance, var den generelle tilbakemeldingen fra informantene fra selskapssiden at staten som eier har begrenset innflytelse på den daglige virksomhetsstyringen.

[...] den organiske veksten i en bedrift har de ikke noe påvirkning på [...]. Den skjer gjennom administrasjon og ledelse, eller organisasjonen. (Informant 1)

Det samme fortalte representantene fra Eierskapsavdelingen. De mente at staten ikke griper inn i den daglige ledelsen av selskapet. Det er på generalforsamlingen og gjennom eierskapsmeldingene at staten utøver sitt eierskap og presenterer forventningene sine. Denne forklaringen gikk igjen hos alle informantene.

Konsesjon og eierutøvelse

Som nevnt i kapittel 2.3.1 styres alle de børsnoterte selskapene staten har eierskap i fra Nærings- og fiskeridepartementet (NFD) (Meld. St. 6 (2022–2023)). På spørsmål om informantene opplever at det har noe å si hvilket departement som står for eierutøvelsen, var det generell konsensus om at det er positivt at de børsnoterte selskapene blir styrt fra NFD.

Det ble derimot også nevnt at den faglige kompetansen ikke nødvendigvis er mest relevant der:

De er ganske proffe i Eierskapsavdelingen. Jeg er ikke sikker på hvor proffe de er andre steder. [...] Driver du transport, så med politikken i forhold til havneaktivitet, eller jernbane, eller skipsfart, så kan det være at det er andre departementet enn [NFD] som har bedre greie på det, fordi de er bedre på fag. (Informant 1).

Dette ble også nevnt av informant 2. Hen trakk på den andre siden frem at det kan være gunstig å skille konsesjon og eierutøvelse i ulike departement, og brukte Equinor som eksempel. Equinor lå tidligere under Olje- og energidepartementet (OED), men er nå overført til NFD (Regjeringen, 2021a).

Det er eierutøvelse som ligger i [NFD], mens [OED] er premissleverandøren for oljebransjen. [...] Så det ligger jo i [OED], den kompetansen er der. Der blir alle selskaper i prinsippet likebehandlet. Konsesjonsretningslinjene, sikkerhetskravene og så videre, mens eierutøvelsen kan gjerne være i et annet departement og det har blitt det. Jeg tror det er greit. [...] Prinsipielt er det argumenter for å skille konsesjon, og den delen som går på likebehandling av selskaper og så videre, fra eierutøvelse. (Informant 2).

Byråkratiets kompetanse

Det ble også stilt spørsmål om hvilken kompetanse staten eller byråkratiet har til å stille de kravene de gjør. Informant 1 stilte spørsmål til om byråkratene er gode bedriftsledere, og trakk inn kompetansespråk og kompleksiteten av selskapene de er eier i som noe å bemerke seg:

Det å forstå [statlig børsnotert selskap] med sin internasjonale struktur, er ganske få forunt å skjønne inn i dybden. [...] Det er ganske vanskelig. Det er store tunge verdikjeder, og det er kulturforskjeller og så videre [...]. Det er jeg ikke sikker på at du vil ha kompetanse på fra staten. Det er det vi søker å få inn i et styre slik at vi har en sammensatt gjeng som forstår dette og kan bidra til konsernledelsens utfordringer og selskapets utfordringer. (Informant 1)

Informant 3 påpekte at det ikke er bra om andre investorer opplever at selskapene med statlig medeierskap har politisk risiko med rammebetingelser som svinger avhengig av hvem som sitter i regjering. Ingen av informantene var i tvil om at Eierskapsavdelingen er profesjonell i

sin eierskapsutøvelse, men det ble påpekt av informant 3 hvordan det politiske noen ganger skinner igjennom i prosessen. Dette vil være særegent for staten sammenlignet med andre typer eiere. Informant 2 mente det er kritisk viktig at politiske meninger ikke skal tilfredsstilles på noen annen måte enn andre eierinteresser, og at plattformen for kommunikasjon og endring i hovedsak skal være generalforsamlingen. Hen påpekte at brudd på disse prinsippene vil gå utover tilliten mellom eiere og selskap, og det kan være skadelig for selskapets utvikling.

Staten som en trygg eier

Et annet gjennomgående funn fra intervjuene var at informantene er relativt enige i tryggheten staten kan representere. Informantene fra selskapssiden forklarte alle på ulike måter hvordan Eierskapsavdelingen over årenes løp har blitt en profesjonell og tydelig eier. De børsnoterte selskapene med statlig eierskap har dermed en stor og forutsigbar eier å forholde seg til som man vet hvor står i forhold til krav og forventninger. Informant 3 påpekte at staten er medeier i disse selskapene fordi selskapene er viktige for staten, og selskapet og andre eiere kan føle seg trygge på at staten står bak dem. Det samme mente informant 1:

Det er en eier som er veldig opptatt av og har veldig stort fokus på sitt eierskap. Og det er en veldig stor forskjell på for eksempel [statlig børsnotert selskap] og andre selskaper. Det er at man er veldig tilpasset at man har en langsiktig hovedeier. Og det skaper en veldig stor forskjell i forhold til konsern hvor det er mye likviditet i aksjen. (Informant 1)

Representantene fra Eierskapsavdelingen fortalte om hvordan staten har dialog med mange interessenter i forkant av publiseringen av eierskapsmeldingen, slik at utviklingen i samfunnet kan speiles i den statlige eierskapsutøvelsen. Staten kommuniserer med andre typer eiere, selskap, sivilsamfunnet og academia, for til enhver tid å være så oppdaterte som mulig. Representantene presiserte hvor viktig eierskapsmeldingen er for staten og for selskapene, fordi den tydelig legger frem forventningene staten har som eiere og hva de vil følge opp.

Moderasjon i lederlønninger

I forhold til den nye eierskapsmeldingen og statens ønske om moderasjon i lederlønninger og bonuser, delte informant 1 og 2 sine erfaringer med rekruttering av styremedlemmer og ledere. De har begge opplevd det som utfordrende å rekruttere og beholde kvalifiserte kandidater. Noen av kandidatene har takket nei på grunn av det de oppfatter som politisk

innblanding, eller fordi kompensasjonen var for lav. Informant 2 understrekte at lønn og kompensasjonsordninger er fundamentale virkemidler for å rekruttere og holde på de rette kandidatene – kanskje det viktigste verktøyet de har:

Problemet for [statlig børsnotert selskap] er at den konkurrerer i et internasjonalt marked. Er det noe som er globalt, så er det jo kampen om lønn, de dyktigste menneskene. Du kan gjerne ha ønsker og besvergelses om at man [ikke skal ha] for høye lønninger, men disse bedriftene lever i en virkelighet hvor de også må passe på at de ikke melder seg ut av et arbeidsmarked og et kompensasjonsmarked som er helt åpent og transparent. (Informant 2)

Likevel mente informant 2 at selskapene blir nødt til å forholde seg til ønsket om modererte kompensasjoner, på lik linje som med alle andre eierønsker. Hen fortalte at dette ikke er et nytt, statlig ønske, men noe som har vært og alltid kommer til å være et ønske fra staten om at selskapene med statlig eierandel ikke skal være lønnsledende. Videre fortalte informant 2 at det er lett å forstå hvorfor dette er et populært synspunkt for de fleste politikere, og at det er stor enighet om dette i alle regjeringer.

Informant 1 fortalte at det foreløpig ikke er en stor utfordring å få riktig kompetanse inn i bedriften, men at det kan bli problematisk dersom kompensasjoner skal modereres i større grad, og uttalte videre:

Vi får til gode styrer, men man kan jo stille spørsmålstegn om hvor gode styrene hadde blitt hvis vi hadde fått ha avlønningssystemer som de har i Sverige eller Danmark. (Informant 1)

Informantene fra selskapsiden hadde ulike oppfatninger av hvordan statens forventning om moderasjon av kompensasjonsordninger vil bli tatt hensyn til i selskapene. Informant 1 mente at konsernledelsene potensielt vil utfordre dette ved at de uansett vil gjøre det de mener er riktig for selskapet. Informant 2 mente at selskapene tar innover seg dette ønsket så godt de kan, men ikke lenger. Informant 3 fortalte om hvordan staten som eier er tydelige i sine forventninger om lønnsmoderasjon, og om hvordan de kan påvirke fastsettelsen av kompensasjonsnivåer:

Lederlønnen for eksempel, er jo et typisk eksempel hvor statlig eierskap nok har en [...] dempende funksjon, i forhold til at ikke lederlønningene fyker av gårde, eller særlig bonusordninger og aksjeordninger og sånne ting, og der er jo staten som eier

veldig tydelig, og på en måte det blir generalforsamlingsprotokoller og sånn, og de kan stemme imot hvis de ikke er enige da. (Informant 3)

Informant 3 påpekte også at man i disse selskapene stort sett rekrutterer fra Norge, og at selv om selskapene ikke er lønnsledende, må de nødvendigvis være konkurransedyktige på lønninger i det norske kandidatmarkedet. Ønsker selskapet å rekruttere utenfor Norge derimot, kan kravet om modererte kompensasjoner gjøre rekrutteringen mer krevende.

Basert på hva informantene fra selskapssiden fortalte oss om moderasjon i lederlønninger, var det viktig for oss å drøfte temaet med representantene fra Eierskapsavdelingen.

Representantene forklarte at det med moderasjon menes at det ikke skal godtgjøres mer enn nødvendig for å beholde de lederne man ønsker. De påpekte også at det er styret sitt ansvar å fastsette lederlønningene, og at staten som eier ved behandling av selskapets lederlønnsretningslinjer og lederlønnsrapport på generalforsamling vurderer selskapenes godtgjørelsesordninger opp mot statens forventninger. Videre påpekte de at selskapene ikke nødvendigvis er tjent med at lederlønningene er veldig høye, da det kan bidra til å skape negativitet og manglende lojalitet fra interessentene deres.

Utfordringer med statlig eierskap

Når det kommer til utfordringer med staten som eier, var det én mulig konflikt som skilte seg ut – risikoen for detaljstyring. Dette ble nevnt av både informant 2 og 3. Informant 3 mente at detaljstyring er dårlig Corporate Governance, og informant 2 utdypet det med at det tidligere ofte ble styrt gjennom signaler, noe hen kalte signalstyring. Hen forklarte at det går ut på at en eier, statsråd eller embetsmann uttrykker et signal om noe hen vil skal skje. Videre fortalte informant 2 om at signalstyring er et brudd på rollefordelingen og styringsprinsippene til staten:

Det er en livsfarlig modell, etter min mening. [...] Grunnen til at det er livsfarlig, er at den som da tvinger gjennom en beslutning [...], ikke står frem og tar ansvar for det selv, men det er bedriften som tar den, fordi den er påtvunget. Og da er du ute og kjører. (Informant 2)

På spørsmål om informantene har opplevd at det oppstår interessekonflikter mellom staten som eier og selskapet, fortalte informantene fra selskapssiden at slike konflikter sjeldent oppstår, og begrunnet det med at styringsmodellen er vellykket og profesjonell:

Konflikter kan oppstå ved at en styreleder eller noen fra bedriften opptrer på en slik måte at eieren må reagere, og da har du av og til skiftet ut mennesker, den type konflikt. Men det er veldig sjelden at det er noen åpen konflikt ute og går [...], fordi det [...] er profitt. Profitt på eiersiden og profitt i bedriften. (Informant 2)

Informant 1 fortalte om hvilken gjennomslagskraft staten som eier egentlig har, og nevnte at staten har mulighet til å bytte ut styremedlemmer, eventuelt hele styret, dersom de er uenige i avgjørelsene som blir tatt:

Også er spørsmålet om, kan de beordre noen til å gjøre det? Nei, det kan de ikke, for det er styret som bestemmer. Men da kan man jo selvfølgelig bytte ut styre, men det gjør man jo ikke bare sånn, hvert fall gjør ikke vi det i [statlig børsnotert selskap]. Det er ikke bare lett å bytte ut styremedlemmer, og du skal ha et kompetent styre.

(Informant 1)

5.2 Bærekraft

For å undersøke forskningsspørsmål 2, om statlig eierskap har påvirkning på bærekraft, har vi både gjort kvalitative og kvantitative undersøkelser. Vi har i intervjuene stilt spørsmål som handler om bærekraft, i tillegg til at vi har undersøkt ESG-scorer kvantitativt. De kvalitative og de kvantitative resultatene blir presentert hver for seg.

5.2.1 Resultat fra intervju

I intervjuene spurte vi informantene om de opplever at selskapene med statlig eierskap har en mer aktiv tilnærming til bærekraft enn andre selskap. Informant 2 svarte:

Jeg gjør ærlig talt ikke det. Men jeg tror ikke det finnes et selskap i dag som ikke har dette på agendaen i alle styremøter. (Informant 2)

Vi opplevde at alle informantene fra selskapssiden hadde et relativt likt syn på dette. De mente at krav om ESG og bærekraft kommer like mye fra andre eiere, som det gjør fra staten. Informant 1 fortalte om hvordan hen tror at staten som medeier er mer en nedsidebegrensende faktor, enn en oppsidedriver. Med *nedsidebegrensende* menes det at staten kan forhindre dårligere prestasjon heller enn å drive bedre prestasjon. I tillegg er den statlige eieren en garantist for stabilitet og langsiktighet, noe som også kan ha betydning. Informant 2 uttalte at bærekraft ikke er et politisk påfunn, men en realitet for alle i dag:

[ESG og bærekraft] påvirker konkurransesituasjon, og det påvirker mulighetsrommet, og det påvirker risikoområder. Så dette er jo ikke noe politisk påfunn, dette er jo virkeligheten slik den er. (Informant 2)

Informant 3 påpekte at det kommer nye lover og EU-regler som selskapene må forholde seg til, og at børsnoterte selskaper allerede har et stort fokus på bærekraft og rapportering som følge av de varslede kravene. Allikevel kan det faktum at staten er aksjonær i selskapene sette visse forventninger til ESG og seriøsitet. Informant 3 nevnte blant annet at media fort fanger opp når noe avviker i disse selskapene, fordi det er informasjon som er av allmennhetens interesse.

Representantene fra Eierskapsavdelingen fortalte at staten stiller forventninger til bærekraft som er på linje med utviklingen i samfunnet, god praksis og med hva andre ledende eiere stiller. Samtidig fortalte de om at staten har fått tilbakemeldinger på at de, sammen med et par andre norske institusjonelle investorer, har bidratt til økt oppmerksomhet rundt vesentlige bærekraftforhold. Resultatet av at staten har vært tidlig ute med å fremme dette arbeidet, er at selskapene opplever et konkurransefortrinn siden de nå er i forkant av lovgivningen.

Representantene fra Eierskapsavdelingen påpekte at det vil være en kausalitetsutfordring rundt det å avgjøre om de leverer gode resultater på disse målingene fordi selskapene er store og med mye ressurser, eller fordi de er statlig eid. Informant 1 mente derimot at det er dynamikken i de enkelte industriene som sikrer progresjon i ESG-arbeidet:

Jeg er ikke så sikker på om [staten] er drivkraften i det grønne skifte. Det har veldig mange av de store børsnoterte sett for lenge siden, at her må man bare jobbe, og du risikerer å bli hevet ut som leverandør altså, hvis du ikke gjør det der ordentlig. Du risikerer å miste investorer hvis du ikke gjør det ordentlig, og da blir det [en] egen dynamikk i de enkelte industriene som sikrer at dette blir jobbet med. Men det er klart at du har staten som vaktbikkje, gjør jo ikke så veldig mye altså, det er veldig positivt [...]. (Informant 1)

Klimaaspektet i forventningene staten har til disse selskapene, har blitt tydeligere uttrykt med årene. Informant 3 nevnte økningen i antall forventninger, sammenlignet med forrige eierskapsmelding, og mente at staten gjennom eierskapsmeldingen fremmer ESG. Hen oppfattet at de er bevisste på at de ikke detaljstyrer gjennomførelsen av disse forventningene. Representantene fra Eierskapsavdelingen oppga at selv om klima og miljø alltid har vært et fokus i eierskapsutøvelsen og forventningene fra staten, har det blitt tydeliggjort i den nye

eierskapsmeldingen. De fortalte om ambisjoner fra staten om å øke den totale andelen av selskap med statlig eierandel som rapporterer på klimagassutslipp, og at staten i den sammenheng bruker tid og ressurser på å hjelpe de aktuelle selskapene med å komme i gang med rapporteringen, eller utvikle den eksisterende. Representantene fra Eierskapsavdelingen mente at de generelle nærings- og skattepolitiske virkemidler er de viktigste for å påvirke utviklingen i det grønne skiftet, men at statlig eierskap i selskaper også kan bli sett på som et virkemiddel.

5.2.2 Kvantitative funn

Den kvantitative undersøkelsen av ESG-scorer inkluderer data fra alle selskapene på Oslo børs som har disse tilgjengelig. Totalt har statlig og ikke-statlige selskaper en gjennomsnittlig ESG-score på 50,5. De med statlig eierandel har alene en gjennomsnittlig ESG-score på 73,6.

Gjennomsnittlig ESG-score	
Statlige selskap	73,6
Hele markedet	50,5

Tabell 5.1: Gjennomsnittlig ESG-score fra 2021, hentet fra Refinitiv Datastream

I test 1 – ESG utførte vi en enkel regresjonsanalyse med statlig eierskap som dummyvariabel som forklart i kapittel 4.2.1. Den viser at selskapene på Oslo børs hvor staten ikke er direkte eier, har en gjennomsnittlig ESG-score 48,2 poeng. Der staten er direkte eier, er ESG-scoren i snitt 25,4 poeng høyere enn gjennomsnittet for øvrig. Med andre ord har denne gruppen selskaper i gjennomsnitt 52,8 % høyere ESG-score enn resten av det norske markedet. Regresjonsanalysens forklaringssevne (R^2) er bare 13 %. Det indikerer at effekten av statlig eierskap representert med dummyvariabel i denne testen, bare kan forklare 13 % av forskjellen i gjennomsnittlig ESG-score mellom de to variablene. Det tilsier at vi ikke kan tillegge den statlig eierskap-faktoren nevneverdig forklaringsverdi.

Test 1 - ESG		
		p-verdi
α	48,19	0,00
β	25,43	0,00
R^2	0,13	

Tabell 5.2: Test 1 – ESG

Siden staten er eier i noen av de største selskapene på Oslo børs, ønsket vi å legge til selskapenes markedsverdi per 1. januar 2023 som en forklarende uavhengig variabel. Denne operasjonen kalte vi Test 2 – ESG og resultatene vises i tabell 5.3. Når selskapets markedsverdi blir tatt hensyn til, får modellen en marginal økning i forklaringsverdi med ett prosentpoeng. I tillegg gjør dette at den statlig eierskap-effekten har en tilsynelatende lavere verdi og påvirkning som er signifikant på et 0,02-signifikansnivå. Markedsverdi i seg selv har ikke en signifikant påvirkning på et selskaps ESG-score i denne modellen.

Test 2 - ESG		
		p-verdi
α	47,71	0,00
β_1	0,00	0,21
β_2	19,90	0,02
R^2	0,14	

Tabell 5.3: Test 2 – ESG

5.3 Økonomisk prestasjon

Den tredje og siste hypotesen påstår at selskap med statlig eierandel presterer dårligere økonomisk enn andre selskap. Påvirkningene er undersøkt kvalitativt gjennom intervjuer, og kvantitativt ved å studere avkastning.

5.3.1 Resultat fra intervju

Alle informantene ble spurt om de opplever at staten har mildere krav til avkastning enn andre eiere. Informant 3 mente at siden staten har et mer helhetlig perspektiv i sitt eierskap, er det naturlig å tenke at dette kan stemme. På den andre siden var informant 1 og 2 enige om at staten *ikke* er mildere i sine krav til avkastning enn andre langsiktige eiere. Det sammenfaller med uttalelsene fra Eierskapsavdelingen om at den statlige eierens forventninger langt på vei kan sammenlignes med andre institusjonelle investorer. Informant 2 uttalte at staten ønsker høyest mulig avkastning, men med moderat risiko:

Det skal være god avkastning, men det skal være risikoavansert, og det tror jeg nok er statens grunnholdning også til kravene til disse seks selskapene. Det er at det avkastningskravet skal være høyt, men risikoen skal være moderat. (Informant 2)

Selskapene informant 2 refererte til er DNB, Equinor, Kongsberg Gruppen, Norsk Hydro, Telenor og Yara International. Informant 2 utdypet med at det er tydelige forskjeller mellom de langsiktige og kortsiktige eierne, men at disse seks selskapene er selskap som i seg selv

har en langsiktig karakter. Videre trakk informant 2 inn fordelene selskapene har ved å være notert på Oslo bør. Der blir selskapene sammenlignet på flere faktorer, deriblant avkastning, effektivitet og teknologiutvikling, noe informant 2 så på som positivt.

Representantene fra Eierskapsavdelingen fortalte at statens begrunnelse for eierskap i de fleste børsnoterte selskapene går på å holde hovedkontorene i Norge. Når de først er til stede som eier i disse selskapene, er statens mål høyest mulig avkastning over tid innenfor bærekraftige rammer. Videre påpekte representantene at forventningene staten har til selskapene som skal bidra til målet om høyest mulig avkastning over tid innenfor bærekraftige rammer, implisitt ligger i deres langsiktige eierskap. De mente at de langsiktige hensynene den statlige eieren tar, er det som fører til høy avkastning på lang sikt. Likevel har staten og Eierskapsavdelingen satt konkrete avkastningskrav, og de mente ikke at staten har forventninger som skiller seg ut fra andre eiere. Informant 3 la til at det statlige eierskapet kan ha indirekte effekter på selskapets resultater, blant annet fordi staten blir sett på som en stabil eier. Det kan ha positiv betydning i fastsettelse av selskapets kreditt-rating, og på den måten påvirke selskapets resultat og prestasjon.

5.3.2 Kvantitativ analyse av avkastning

I den kvantitative analysen utførte vi tre ulike tester. Målet var å avdekke om selskapene med statlig eierandel på Oslo bør kan skille seg ut sammenlignet med de uten. Som forklart i kapittel 4.2.2, startet vi analysen med test 3 – avkastning (se tabell 5.4). Her benyttes avkastningen til portefølje M.1, hele Oslo bør uten selskapene med statlig eierandel, som uavhengig variabel, og avkastningen til den statlige portefølje S.1 som avhengig variabel. Med regresjonsanalysen ønsket vi å avdekke mulige forskjeller mellom de to porteføljene. Test 4 – avkastning (se tabell 5.5) består av den samme operasjonen, men her er avhengig variabel avkastningen til portefølje S.2, den statlige porteføljen uten Equinor. Begge testresultatene gir alfa-verdier tilsvarende null, og en tilhørende p-verdi som forteller oss at verken portefølje S.1 eller S.2 presterer signifikant bedre eller dårligere enn portefølje M.1. Test 3 og 4 har en signifikant betaverdi som er lavere enn 1. Det indikerer at portefølje S.1 og S.2 beveger seg i takt med, men ikke med like kraftige utslag, som når portefølje M.1 beveger seg. Av R^2 kan vi se at variasjonen i avkastningen til de to statlige porteføljene kan forklares

med henholdsvis 46 % og 57 % av utviklingen i portefølje M.1. Det betyr at testene har begrenset forklaringssevne.

Test 3 - avkastning		
		p-verdi
α	0,002	0,58
β	0,71	0,00
R^2	0,46	

Tabell 5.4: Test 3 – avkastning

Test 4 - avkastning		
		p-verdi
α	-0,002	0,68
β	0,80	0,00
R^2	0,57	

Tabell 5.5: Test 4 – avkastning

Test 5 – avkastning (se tabell 5.6) var den siste testen. Den ekskluderte selskap som er involvert i oljebransjen i sin helhet. Avhengig variabel er avkastningen til portefølje S.3, selskapene med statlig eierandel ekskludert de oljerelaterte selskapene Equinor og Akastor. Portefølje M.2 består av et lite utvalg selskaper på Oslo børs som opererer i de samme sektorene som selskapene i portefølje S.3. Forklaringsevnen til test 5 er 47 % – ti prosentpoeng lavere enn for test 4. Tolkningen av resultatet er tilsvarende de vi gjorde av test 3 og 4. På samme måte som i test 3 og 4, viser beta-verdien at portefølje S.3 korreler med, men er mindre påvirket av det som driver avkastningen i portefølje M.2.

Test 5 - avkastning		
		p-verdi
α	-0,002	0,61
β	0,81	0,00
R^2	0,47	

Tabell 5.6: Test 5 – avkastning

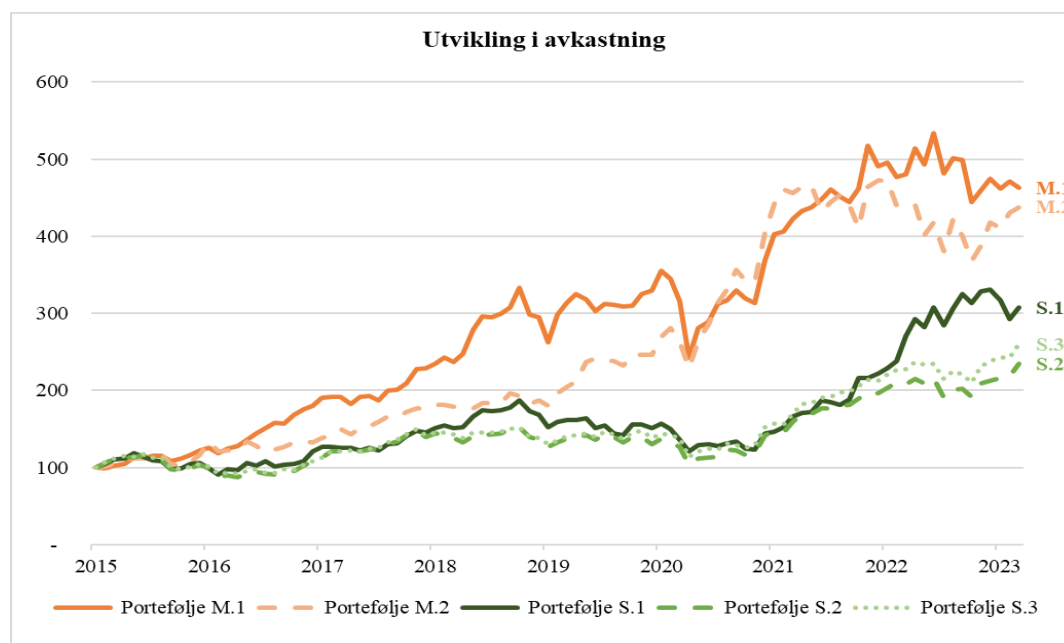
Med deskriptiv statistikk (se tabell 5.7) kan man få en bedre forståelse av hva resultatene fra regresjonsanalysen innebærer. Porteføljenes årlige gjennomsnittlige logaritmiske avkastning ligger mellom 10% og 16%, og blir av regresjonsanalysen vurdert som ikke-signifikante forskjeller. Allikevel merker vi oss at de statlige porteføljene S.1, S.2 og S.3 har lavere

gjennomsnittlig avkastning enn porteføljene M.1 og M.2 som de sammenlignes med. Samtidig er standardavviket så vidt høyere med ett til to prosentpoeng.

Deskriptiv statistikk					
	Portefølje S.1	Portefølje S.2	Portefølje S.3	Portefølje M.1	Portefølje M.2
Beskrivelse	Statlig	Statlig uten Equinor	Statlig uten Equinor og Akastor	Marked totalt	Sammenlingbar marked
Årlig gj. avkastning	13 %	10 %	10 %	15 %	16 %
Årlig standardfeil	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06
Årlig standardavvik	0,19	0,19	0,19	0,18	0,17
Kurtose	0,17	4,31	4,25	8,35	1,76
Skjevhet	-0,19	-0,82	-0,80	-1,73	-0,64
Minimum avkastning	-14 %	-24 %	-24 %	-27 %	-17 %
Maksimum avkastning	16 %	20 %	20 %	16 %	13 %
Antall observasjoner (mnd)	98	98	98	98	98
Antall selskap	8	7	6	114	12

Tabell 5.7: Deskriptiv statistikk

Avkastningens distribusjonsfordeling kan si noe om de historiske tendensene i avkastningen. Portefølje M.1 har en kurtose og skjevhet som indikerer at de månedlige avkastningene ofte befinner seg i distribusjonsfordelingens øvre sjikte med noen større negative avvik i enkelte måneder. Portefølje S.1 og M.2 har begge en kurtose og skjevhet som indikerer flate distribusjonskurver og med avvik som er negative. Med andre ord har disse observasjoner i avkastning som beveger seg mer mellom distribusjonens laveste og høyeste observasjoner av avkastning. Portefølje S.2 og S.3 har nærmest en normalfordelt distribusjonskurve med lav negativ skjevhet. Disse porteføljene har få ekstreme negative observasjoner av avkastning. Disse mønstrene kan sees tydeligere i figur 5.1.



Figur 5.1: Utvikling i avkastning 1. januar 2015 til 1. mars 2023

Figur 5.1 illustrerer hvordan de to konstruerte markedsporteføljene gjennomgående har høyere avkastning enn de tre statlige i observasjonsperioden 1. januar 2015 til 1. mars 2023. Portefølje M.1 har prestert best av de to markedsporteføljene, mens portefølje S.1 har prestert best av de tre statsporteføljene. Vi kan se lignende tendenser og antydning til de samme bevegelsene i alle porteføljene. Slik testene viser, ser man at porteføljene korrelerer, men at de statlige porteføljene påvirkes i mindre grad av det som påvirker markedsporteføljene.

6 Diskusjon

Resultatene fra forrige kapittel, tidligere forskning og eierskapsmeldingen utfyller hverandre. Eierskapsmeldingen forteller hvordan staten utøver eierskapet sitt, og fra tidligere forskning så vi hva andre forskere har funnet ut om effektene av statlig eierskap. Resultatene viste at informantene fra selskapssiden og representantene fra Eierskapsavdelingen har noe ulike synspunkter på hvordan eierskapet utføres i praksis, samtidig som de kvantitative analysene gav indikasjoner på noen av effektene av statlig eierskap. I dette kapitlet diskuterer vi funnene som er gjort tidligere i oppgaven sammen med våre egne refleksjoner. Vi har valgt å diskutere hver av de tre hypotesene separat, og det endelige målet er å svare på problemstillingen: *Hvilke effekter har statlig eierskap på børsnoterte selskap i Norge?*

6.1 Corporate Governance

Grunnlaget for å vurdere effektene av statlig eierskap starter med Corporate Governance. God eller dårlig Corporate Governance kan føre til ringvirkninger som kan påvirke både arbeidet med bærekraft og økonomisk prestasjon. I det første delkapitlet diskuterer vi derfor hypotese H1: *Statlig eierskap har negativ påvirkning på Corporate Governance i børsnoterte selskap i Norge.*

Norge har flere internasjonalt konkurransedyktige selskaper med statlig eierandel. Informantene fra selskapssiden beskrev det statlige eierskapet som vellykket og påpekte hvordan dette kan bli sett på som uvanlig av internasjonale investorer. De er enige om at statlig eierskap er positivt for næringslivet i Norge, noe som samsvarer med funnene til Aanstad og Ørstavik (2002) om at staten er en viktig pådriver for endringsarbeid i næringslivet. Med staten i ryggen har selskap mulighet til å prioritere nye strategier som mulig ikke ville blitt prioritert uten staten som eier (Aanstad & Ørstavik, 2002). Direkte statlig eierskap kan redusere et selskaps fundamentale usikkerheter i møte med offentlige systemer, spesielt i innovasjonsprosesser (Aanstad & Ørstavik, 2002). Bærekraftige løsninger og overgangen til det grønne skiftet krever innovasjon og det statlige eierskapet kan i den sammenhengen bli sett på som en trygghet for selskapene.

Trygghet nevnes i intervjuene som et kjennetegn ved det direkte statlige eierskapet i Norge. Det kommer frem både i form av stabiliteten fra Eierskapsavdelingen som forvalter eierskapet i disse selskapene, og gjennom de tydelige forventningene staten stiller til selskapene. Man får likevel et inntrykk av at informantene opplever at det vellykkede

eierskapet avhenger av en klar rollefordeling og høy tillit mellom alle parter. Denne modellen ble beskrevet som skjør av informant 2, mens informant 3 påpekte at statlig direkte eierskap kan oppleves som en usikkerhet, heller enn en trygghet, hvis eierskapet forvaltes ulikt avhengig av hvem som sitter i regjering. Svingninger i eierskapet basert på sittende regjering eller politikk som skinner igjennom i eierskapsutøvelsen, kan oppfattes som en politisk risiko. Muligheten for at politisk risiko kan ha påvirkning på selskapene med en statlig eier har vært diskutert i media i en årrekke. Personer med høy kompetanse om finansmarkeder mener blant annet at utenlandske investorer priser inn en såkalt statsrabatt på selskaper som preges av denne risikoen (Bjerke, 2006). Dette er en av bakdelene med å ha en statlig eier, fordi det kan gå på tvers av intensjonene som kommer frem i begrunnelsene for eierskap (Meld. St. 6 (2022–2023)), hvor langsiktighet synes å være en rød tråd med tanke på blant annet samfunnssikkerhet, infrastruktur og bærekraftig omstilling. Man risikerer at den politiske risikoen går utover en skjør modell basert på tillit og klar rollefordeling.

Informantene fra selskapssiden var tydelige på at nettopp uklar rollefordeling kan være en av de største fallgruvene med det statlige eierskapet. For dem er det elementært at staten forstår ansvaret sitt og forholder seg til styringsprinsippene slik de er formulert i eierskapsmeldingen. Hydro-modellen er et kroneksempel på hvor godt det kan fungere. De mest grunnleggende forutsetningene er at staten styrer med en armlengdes avstand uten å legge seg opp i forretningsmessig drift og strategi (Grønlie, 2006). Selv om staten skal tenke langsiktig, synes aktivt eierskap likevel å innebære en tett oppfølging av styre og ledelse både på og utenfor generalforsamling (Meld. St. 6 (2022–2023)). Dette kan ses på som motstridende til påstanden om at eierskapet best utøves på «armlengdes avstand». At staten som eier blander seg inn i styrets avgjørelser, er en form for detaljstyring som kan føre til en negativ Corporate Governance, og misnøyen til Gunn Wærsted kan vitne om dette (Feratovic & Risbakken, 2023b).

Informant 2 nevnte signalstyring som et helt tydelig brudd på statens og selskapets rollefordeling. Dersom selskap lar seg styre gjennom signaler fra én person, som for eksempel en politiker, er man utsatt for risiko knyttet til denne personens påvirkning. Den menneskelige faktoren bør ikke undervurderes. Én person kan utgjøre en mye større påvirkning på styre, eiere og beslutninger enn man er villig til å innrømme, uavhengig av de statlige føringene. Derfor er det viktig, som informant 2 understreker, å styre unna en eiermodell hvor selskapet lar seg påvirke av enkeltpersoner og signaler.

Når staten først velger å være eier i et selskap, finner Liu (2018) at den ofte også er den største aksjonæren. Det bekreftes av det norske statlige eierskapet. I seks av de åtte børsnoterte selskapene med statlig eierandel eier staten over en tredjedel av aksjene (Meld. St. 6 (2022-2023)). Ønsket om kontroll speiles av de høye eierandelene, i tillegg til sektorene selskapene befinner seg i. Selskapene er ofte av en karakter som tilsier at langsiktig statlig kontroll er logisk, som banker og finansielle systemer, telekommunikasjon, energi og infrastruktur (Liu, 2018). Dette er selskaper som opererer i markeder med liten konkurranse og er naturlige monopoler eller duopoler, eller selskap som startet under statlig utvikling, slik tilfellet er for Equinor, Telenor og Kongsberg Gruppen (Lie et al., 2014). Uavhengig av årsaken til det statlige eierskapet, mente informant 2 at selskapene med statlig eierandel naturlig har en langsiktig karakter, noe vi antar kan komme av selskapenes størrelse, betydning og bransje.

I de selskapene der staten eier over en tredjedel av aksjene, fungerer staten i praksis som kontrollerende eier. Fordi de har stor gjennomslagskraft på generalforsamling, kan det tenkes at styret og ledelsen har incentiver til å tilfredsstille statens forventninger i større grad enn andre aksjonærens, slik Lim (2021) påstår. Staten som kontrollerende eier har muligheten til å velge, gjenvelge og fjerne styre og ledelse, samt kontrollere kompensasjonene deres (Lim, 2021). Informantene fra selskapssiden fortalte at å bytte ut styre eller ledelse er en tung prosess i praksis, men det kan tenkes at tilstedeværelsen av denne makten kan påvirke beslutningene som tas i styre- og ledelsesrom – i frykt for å bli erstattet. Maktdynamikken kan dermed fungere som en insentivordning for å samkjøre selskapet sine interesser med interessene til den statlige eieren, med dette kan også være konfliktskapende. Dersom målsettingene mellom den statlige eieren og de øvrige eierne ikke sammenfaller, kan det skape prinsippal-agent-problemer mellom selskapet og øvrige eiere, siden ledelsens lojalitet vil rettes mot prinsippalen med makt – staten.

Statens tiende grunnprinsipp for god eierutøvelse handler om ikke å påvirke konkurransevilkårene til selskapene (Meld. St. 6 (2022–2023)). Det innebærer at staten ikke skal misbruke de ulike rollene staten kan ha, deriblant som eier, i tillegg til regulerings- og tilsynsmyndighet (Meld. St. 6 (2022–2023)). I dag er de børsnoterte selskapene styrt fra Nærings- og fiskeridepartementet (NFD), og med det separerer staten eierutøvelse og konsesjonsmyndighet. Informantene uttrykte at ved å flytte eierutøvelsen til NFD, mistet man tilgangen til noe av fagkompetansen som er i de andre departementene. Likevel forstår vi informantene dithen at det å skille konsesjon og eierutøvelse mellom ulike departement er

viktigere enn å ha relevant fagkompetanse. Et slikt tydelig skille kan dessuten redusere risikoen for brudd på styringsprinsippet om ikke å påvirke konkurransevilkårene.

Selskapene med statlig eierandel konkurrerer i internasjonale markeder, og har komplekse strukturer og verdikjeder som krever riktig kompetanse for å styres godt. Informant 2 presiserte at for å dra nytte av styrets funksjon, er det kritisk at selskapet har kompetente konsern- og styreledere. Tilgang på riktig kompetanse trekkes frem som avgjørende også av de andre informantene. Flere av dem påpekte at lavere kompensasjoner kan svekke selskapets konkurranseposisjon i kandidatmarkedet, spesielt internasjonalt. Hvis den statlige forventningen om moderasjon legger en demper på utviklingen av kompensasjoner sammenlignet med markedet, kan det bli utfordrende å rekruttere kandidater med den kompetansen selskapene trenger. Siden de ikke-statlige selskapene ikke behøver å forholde seg til lønnstak, kan de her få en konkurransefordel i kampen om de beste lederne. Av den grunn kan man stille spørsmål til om staten følger prinsipp 10 om ikke å påvirke konkurransevilkårene, samt prinsipp 7 om å vektlegge relevant kompetanse når styret settes (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Representantene fra Eierskapsavdelingen presiserte at staten som eier kun stiller en forventning og ikke et krav om moderasjon, og at det er styret som skal bestemme kompensasjonsnivået. Utover hva staten faktisk forventer om moderasjon, har de som eier kun mulighet til å påvirke lederlønnen ved å stemme over styrets forslag på generalforsamlingen, på lik linje med andre eiere. Imidlertid har staten som eier ofte høyest oppslutning på generalforsamling, og ender opp med å ha det siste ordet i større beslutningsprosesser, inkludert diskusjoner om kompensasjon.

For å oppsummere diskusjonen av hypotese H1 om statlig, direkte eierskap har negativ effekt på Corporate Governance i børsnoterte selskap i Norge, finner vi at effektene kan være både positive og negative. Statlig eierskap som helhet betraktes i stor grad som positivt, og informantene synes eiermodellen fungerer bra. Staten har langsiktige mål, og dette er med på å representere stabilitet og trygghet for selskapene. Den norske eiermodellen avhenger av tillit mellom partene og en tydelig rollefordeling, slik Hydro-modellen foreslår.

Sterke føringer fra staten som grenser til brudd på rollefordelingen og styringsprinsipper kan derimot ha negative effekter. Moderasjon av lederlønninger er et tema hvor informantene mener at staten blander seg inn for mye. Det påvirker konkurransevilkårene og kan derfor være et brudd på det tiende styringsprinsippet. Selskapene krever kompetent styre- og

konsernledelse, og disse kan kreve høyere kompensasjoner enn det den statlige eieren er villig til å gi dem. Dette kan på sin side stride imot det syvende styringsprinsippet om å vektlegge kompetanse i fastsettelsen av styret. En konsekvens av dette kan være at styret og konsernledelsen ikke er kompetente nok til å drive og utvikle selskapet. Statlig eierskap kan på den måten ha en negativ effekt på Corporate Governance i børsnoterte selskap i Norge.

6.2 Bærekraft

Et av områdene staten vil utøve aktivt eierskap, er i selskapenes bærekraftige omstilling. Dette er en av statens begrunnelser for eierskap (Meld. St. 6 (2022–2023)). Bærekraft er en del av den kontinuerlige daglige virksomheten og dette delkapitlet diskuterer den andre hypotesen, H2: *Statlig, direkte eierskap har positiv påvirkning på bærekraft i børsnoterte selskap i Norge*. Representantene fra Eierskapsavdelingen så på statlig eierskap som et av flere virkemidler staten disponerer for å være med på å fremme det grønne skiftet. Dette er et poeng som også kommer frem i eierskapsmeldingen (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Resonnementet deres kan indirekte kommunisere at staten som eier fremmer arbeidet med bærekraft i større grad enn andre typer eiere. Vi ser det som relevant å diskutere hvorvidt informantene fra selskapssiden synes å være enige i hypotesen, og om det eventuelt kan støttes av andre funn.

Colbjørnsen (2023) finner at bærekraftstiltakene som de statlige selskapene gjennomfører i stor grad skjer på eget initiativ og ikke nødvendigvis etter pålegg fra staten. De som er intervjuet i rapporten, ytret at de uavhengig av staten antageligvis hadde jobbet med bærekraft uansett. Informantene våre fra selskapssiden mente det samme. De fortalte at forventningene om arbeid med bærekraft kommer like mye fra andre investorer som fra staten, og at bærekraft er på agendaen i alle styremøter. Informant 2 utdypet med at ESG påvirker konkurransesituasjon, mulighetsrom og risiko, fordi investorer og leverandører ikke vil investere eller inngå samarbeid med selskap som ikke arbeider med ESG. PwC finner at investorer er villige til å godta lavere lønnsomhet i perioder for at selskapet skal ta hensyn til bærekraft (Chalmers et al., 2021), noe som vitner om hvor viktig investorer finner arbeidet med ESG. Det kan derfor tenkes at de statlige børsnoterte selskapene ikke opplever staten som en større pådriver enn andre på grunn av store forventninger fra markedet og samfunnet for øvrig.

At staten som eier heller har forventninger om bærekraft fremfor krav, er noe rapporten fra Spekter hevder er en god løsning (Colbjørnsen 2023). Når staten ikke stiller direkte krav som

kanskje vil oppleves som ytre tvang, har selskapene større mulighet til å tolke, tilpasse og imøtekomme forventningene selv, og man minsker risikoen for detaljstyring fra staten. Informant 3 påpekte at dette er viktig for å opprettholde god Corporate Governance i arbeidet med bærekraft. Videre finner rapporten fra Spekter at styre- og konsernledere i statlige selskap opplever flere av forventningene fra staten som motstridende. Tiltak som fremmer bærekraft, kan måtte gå på bekostning av andre tiltak. Et eksempel er forventningen om å moderere lønnsnivå, bonuser og honorarer i styre og ledelse som også kan påvirke bærekraft, ved at størrelsen på honorarene kan få betydning for hvilke lederevner og endringskompetanse man klarer å rekruttere for å etterkomme forventningen om å akselerere det grønne skiftet (Meld. St. 6 (2022–2023)).

Motstridende forventninger kan ses i sammenheng med interessenteorien fordi det kan være utfordrende å ta hensyn til alle interessenter (Crane & Matten, 2016). Interessenteorien argumenterer dessuten for at selskap må ta hensyn til alle interessentene sine for å overleve på lang sikt (Crane & Matten, 2016). Det inkluderer også arbeid med miljømessige, sosiale og forretningsmessige forhold (PwC, u.å.-c). Fokus på bærekraft er forventet, og dermed er det også i både selskapets og investorenes beste interesse å jobbe med dette.

Ifølge Sagstad og Schiefloe (2019) er ESG-scorene i selskaper med en stor statlig eierandel signifikant høyere enn i ikke-statlig eide i internasjonal sammenheng (Sagstad & Schiefloe, 2019). Dette sammenfaller med vår undersøkelse av ESG-scorer. Selskapene på Oslo børs med direkte statlig eierskap har i snitt 52,8 % høyere ESG-scorer enn markedet for øvrig. Også når vi hensyntar selskapenes markedsverdi, presterer selskapene med statlig eierandel bedre enn markedet. Begge testene vi utførte har svært begrenset forklaringssevne. Det blir naturlig å stille spørsmål om kausalitet, og hvor mye forklaringskraft vi kan tillegge statlig eierskap-komponenten for at disse selskapene leverer godt på ESG-parametere. Selskapene er betydningsfulle i det norske samfunnet og er nødt til å hensynta et bredt spekter av interessenter. Det kan dermed tenkes at selskapene vil ha en relativ høy ESG-score, uavhengig av om staten er eier eller ikke. Det statlige eierskapet kan på den måten sees på som en konsekvens av selskapets karakter, heller enn en forklaring.

Selv om selskapene med statlig eierandel presterer bedre på ESG-score enn markedet, vektet dataen disse scorene baseres på, ulikt i forskjellige bransjer for å speile forholdene selskapet opererer under (Boffo & Patalano, 2020). Dette er en del av kritikken som er rettet mot oppbygningen og bruken av disse scorene (Boffo & Patalano, 2020). De trenger ikke

nødvendigvis fortelle oss hvor mye hvert enkelt selskap legger i deres bærekraftsarbeid, og en høy ESG-score er ikke nødvendigvis sammenfallende med et bærekraftig selskap.

Det kan være nærliggende å anta at når staten har direkte eierskap i selskaper, er de nødt til å stille forventninger til ESG som er på linje med de fra andre eiere. Dette ble bekreftet av alle informantene. Imidlertid var oppfatningene noe motstridende mellom selskapssiden og Eierskapsavdelingen når det gjelder hvordan staten som eier har påvirket ESG-arbeidet i selskapene. Representantene fra Eierskapsavdelingen var mer positive og viste til tilbakemeldinger fra selskaper som mener at staten som direkte eier har vært proaktiv i sine forventninger, og at de tidlig fikk innflytelse på selskapets ESG-arbeid. Informantene fra selskapssiden mente at staten kan ha hatt en nedsidebegrensende funksjon, men at de ikke har fungert som den mest betydelige pådriveren på området. Oppfatningene fra informantene og representantene trenger ikke å være gjensidig utelukkende. Staten som eier kan ha vært en tidlig pådriver, samtidig som de ikke har vært den mest betydelige.

Informant 3 poengterte hvordan de børsnoterte selskapene med statlig eierandel er av større allmenn interesse enn andre private selskaper, noe som kan medføre et større søkelys fra blant annet media. Mer oppmerksomhet rundt selskapenes ESG-prestasjon kan også tenkes å ha en skjerpene og positiv effekt. Slik sett får staten en drahjelp fra samfunnet når de bruker sitt eierskap som et verktøy for å akselerere det grønne skiftet i samarbeid med næringslivet (Meld. St. 6 (2022–2023)). Omstilling i seg selv er risikabelt, men Aanstad og Ørstavik (2002) nevner at staten som eier kan bidra til å redusere usikkerheten knyttet til det å ta i bruk nye løsninger. Statlige insentiver og felles reguleringer og konkurransevilkår for markedet kan her representere en forutsigbarhet og dermed også trygghet, spesielt når det skal tas beslutninger om investeringer og ressursbruk i miljømessige, sosiale og forretningsetiske forhold.

For å svare på hypotese H2 har vi i dette delkapittelet diskutert effekter staten som direkte eier har på bærekraft i de børsnoterte selskapene med statlig eierandel i Norge. Informantene fra selskapssiden fortalte at selskapene møter forventninger til bærekraft fra mange interessenter utover den statlige eieren, og det kommer frem av PwCs undersøkelse at majoriteten av investorer har bærekraft høyt på sin agenda. ESG-problematikk blir nå jobbet med i alle selskaper, og informantene mente at de med statlig eierandel ville ha jobbet med dette, uavhengig av om staten er eier eller ikke. De oppfattet derfor ikke staten som en unik pådriver på området. Det betyr ikke at staten ikke *er* en stor pådriver, for selskapene med

statlig eierandel har en signifikant høyere ESG-score enn selskapene på Oslo børs for øvrig, uten at det kan forklares av statlig eierskap alene. En større allmenn interesse og søkelys rettet mot selskapene, sammen med tryggheten staten kan representere, kan tenkes å føre til positive ringvirkninger i selskapenes bærekraftsarbeid. Likevel kan andre statlige forventninger, som for eksempel moderasjon av lederlønnings, potensielt ha negative ringvirkninger på et selskaps bærekraftsarbeid. Sammen med allmenn interesse og mediens oppmerksomhet, vil trolig den tryggheten staten kan representere, heller føre til positive ringvirkninger for selskapenes grønne omstilling. Vi konkluderer derfor med at statlig eierskap kan ha positive effekter på bærekraft, uten at staten nødvendigvis er den viktigste pådriveren.

6.3 Økonomisk prestasjon

Fra PwCs investorundersøkelse så vi at 75 % av investorer var villige til å akseptere lavere lønnsomhet på kort sikt for å adressere ESG-problematikk (Chalmers et al., 2021).

Antagelsen om at det kan gå ut over lønnsomhet å ta stilling til bærekraftsproblematikk leder oss inn på den siste hypotesen, H3, som sier at: *Selskap med statlig eierandel presterer dårligere på økonomisk prestasjon enn selskap uten statlig eierandel på Oslo børs.* Basert på funnene våre vil vi diskutere denne hypotesen..

Fra intervjuene med representantene fra Eierskapsavdelingen fikk vi vite at staten ser til andre typer eiere i prosessen rundt fastsettelse av avkastningskrav. De opplever ikke at staten er mildere i sine krav sammenlignet med andre langsiktige eiere, et inntrykk alle informantene ga uttrykk for. Informant 3 poengterte likevel at staten i større grad enn andre type eiere har flere forventninger og hensyn de må ta, og det kan være logisk å tenke at dette har innvirkning på avkastningskravet. Testene vi har utført viser at i perioden 1. januar 2015 til 1. mars 2023, presterer *ingen* av de statlige porteføljene vi konstruerte signifikant bedre eller dårligere enn markedsporteføljene. Selv om forskjellene ikke er statistisk signifikante, kan man likevel se at den årlige gjennomsnittlige avkastningen er høyere i markedsporteføljene enn i statsporteføljene, dog kun med et par prosentpoeng.

Våre resultater sammenfaller med tidligere forskning. Den viser at selskap med statlig eierandel presterer dårligere enn private i konkurranseutsatte markeder (Boardman & Vining, 1989; Goldeng et al., 2008). Boardman og Vining (1989) fant ut at selskap hvor staten eier deler av selskapet presterer dårligere på profitabilitet, sammenlignet med selskap som var fullstendig eid av staten, eller privat og uten statlig eier (Boardman & Vining, 1989). Denne

studien er riktig nok ikke begrenset til børsnoterte selskap, og det er andre prestasjonsmål enn avkastning som undersøkes. Liu (2018) argumenterer for at børsnotering av heleide statlige selskaper kan bidra til å skjerpe selskapets prestasjon. Informant 2 nevnte også at det er en fordel at selskap med statlig eierandel er børsnoterte, fordi de da kan sammenlignes med andre selskap på både prestasjon og effektivitet.

Fra figur 5.1 ser vi at de statlige porteføljene har en lavere og mer stabil utvikling i avkastning enn markedsporteføljene. Dette sammenfaller med det vi fikk vite fra intervjuene våre, der informant 2 nevnte at staten ønsker høy avkastning, men moderat risiko. Hen påpekte at disse selskapene er store selskap med langsiktig strategier, og at de uavhengig av statlig eierskap har en moderat grad av risiko. Selskapene staten eier er noen av de største selskapene som er notert på Oslo børs. De er stabile og godt etablerte, mens mange av de andre er nyere selskap i vekst. Utviklingen i avkastningen til de to markedsporteføljene kan i stor grad forklares av veksten og den positive utviklingen i det norske aksjemarkedet i undersøkelsesperioden.

Resultatene viser altså at selskapene med statlig eierandel verken presterer signifikant bedre eller dårligere enn andre. Selskapene med statlig eierandel har i likhet med resten av Oslo børs, hatt en positiv utvikling i undersøkelsesperioden med henholdsvis 13% og 15% gjennomsnittlig avkastning. For selskapene med statlig eierandel vil det være vanskelig å si om dette direkte har noe med statlig eierskap å gjøre eller ikke, selv om staten oppfordrer til «høyest mulig avkastning innenfor bærekraftige rammer» (Meld. St. 6 (2022–2023), s. 9). De ønsker like fullt en moderat risiko, og er en eier som garanterer langsiktighet i eierskapet sitt. Likevel kan det tenkes at staten er eier i selskap som uansett er preget av trekk som moderat risiko og langsiktighet, og at det ikke nødvendigvis er staten som direkte påvirker til dette.

7 Avslutning

I denne oppgaven har vi forsøkt å svare på problemstillingen *Hvilke effekter har statlig eierskap på børsnoterte selskap i Norge?* Vi konsentrerte oss om tre områder, Corporate Governance, bærekraft og økonomisk prestasjon, og satte opp en hypotese for hver av dem. I dette avsluttende kapitlet presenteres konklusjonene av funnene, begrensninger vi har opplevd i arbeidet, samt forslag til videre forskning.

7.1 Konklusjon

Med hypotesene antok vi at statlig, direkte eierskap har negativ effekt på Corporate Governance, men en positiv påvirkning på bærekraft i de børsnoterte selskapene. Den tredje antakelsen var at selskapene med statlig eierandel presterer dårligere økonomisk enn selskap uten statlig eierandel. Vi har gjennomført ekspertintervjuer med informanter fra selskapssiden av statlig eierskap, og med representanter fra Eierskapsavdelingen i Nærings- og fiskeridepartementet. Alle vi intervjuet sitter med en oppfatning av at statlig eierskap i Norge fungerer godt. Det er en tillitsbasert modell, hvor de ulike partene virker å forholde seg til riktig rollefordeling.

I seks av åtte tilfeller eier staten over en tredjedel av aksjene til de børsnoterte selskapene de er direkte eier i. Staten har dermed stor innflytelse på generalforsamling. At de er den største eieren i selskapene, kan tenkes å ha visse effekter på styre- og ledelsesinsentiver i form av at selskapene i større grad innretter seg etter statens ønsker, sammenlignet med andre eierønsker. Dette er en selskap-eier-dynamikk som kan merkes i ledelse- og styrerom. Den største påvirkningen som staten som eier har på Corporate Governance nå, synes ifølge intervjuene å være den tydeliggjorte forventningen om moderasjon av lederlønninger. Informantene fra selskapssiden fortalte om utfordringer i rekrutteringen av styret og ledelse på grunn av lav kompensasjon og statlig innblanding. I praksis begrenser dette kandidatmarkedet til selskapene, og kan på den måten påvirke konkurransen om de mest kvalifiserte, og bryte med statens styringsprinsipper (Meld. St. 6 (2022–2023)). Selskapenes kompleksitet krever kompetente styre- og konsernledelser, og en mangel på riktige kandidater kan tenkes å ha negative effekter på Corporate Governance.

De kvantitative analysene vi har gjort for å undersøke bærekraft, viser at selskapene med statlig eierandel på Oslo børs presterer godt på ESG. Gjennomsnittlig hadde selskapene med statlig eierandel 52,8 % høyere ESG-score enn de uten. Et forbehold her er at ESG-scoren

kan påvirkes av langt flere faktorer enn at selskapet har en statlig eier eller ikke. I tillegg studerer vi et lite antall enheter, og det gjør det utfordrende å si noe sikkert om sammenhengen mellom den statlige eierskapskomponenten og ESG-score basert på disse testene alene. Fra intervjuet med representantene fra Eierskapsavdelingen, fikk vi vite at de hadde fått tilbakemeldinger som indikerte at staten i noen av selskapene ble sett på som en pådriver i arbeidet med det grønne skiftet. De øvrige informantene mente derimot at staten er nedsidebegrensende, men at de ikke har fungert som den mest betydelige pådriveren blant selskapets interessenter. Det er vanskelig å si noe om statens tilstedeværelse som eier har direkte effekt på et selskaps bærekraftsarbeid eller ikke, men antydningene til mulige effekter viser seg i så fall som mer positive enn negative.

På økonomisk prestasjon finner vi at selskapene med statlig eierandel verken presterer signifikant bedre eller dårligere enn markedet. Staten ønsker også en høyest mulig avkastning uten å risikere for mye. Det antyder en viss forsiktighet sammenlignet med andre og mer risikovillige eiere og selskaper, noe som er vanskelig å måle og krever langt flere parametere enn det var rom for her. Selv om gjennomsnittlig avkastningen er noe lavere enn resten av Oslo børs, anser vi en årlig gjennomsnittlig avkastning på 13 % sammen med moderat risiko som en god prestasjon. Likevel vil det være vanskelig å vurdere om selskapene presterer slik de gjør *fordi* staten er eier, *på tross* av det, eller om det statlige eierskapet *ikke har noe å si* for selskapenes prestasjon overhodet.

Samlet sett peker funnene i retning av at det statlige eierskapet har noen klare og noen uklare effekter på de børsnoterte selskapene i Norge. Staten har effekter på et selskaps Corporate Governance ved at de har forventninger som potensielt kan påvirke konkurransevilkårene de aktuelle selskapene opererer under. Om selskapet har god eller dårlig Corporate Governance kan også i sin tur påvirke hvordan selskapene presterer på andre områder. De børsnoterte selskapene med statlig eierandel presterer godt på ESG-parametere, uten at vi kan forklare dette alene med at staten er eier i selskapene. Det kan tenkes at staten har en nedsidebegrensende eller positiv effekt på bærekraftarbeid, men det er uklart i hvilken grad staten er en unik pådriver på området. Vi finner heller ikke klare indikasjoner på at selskapene med statlig eierandel presterer dårligere på økonomisk prestasjon enn andre selskaper på Oslo børs.

7.2 Oppgavens begrensninger

Oppgaven har flere begrensninger. For det første studerer vi kun de åtte børsnoterte selskapene i Norge med statlig eierandel. Det gjør det vanskelig å tillegge de kvantitative resultatene en høy grad av validitet. I tillegg undersøker vi bare selskapenes avkastninger i perioden 1. januar 2015 til 1. mars 2023, og det finnes mange andre mulige parametere for å måle økonomisk prestasjon. Det har også vært begrensende at mange av selskapene på Oslo børs ikke har tilgjengelig data fra før 2015, noe som har begrenset undersøkelsesperioden vår.

Uansett hvilke parametere vi hadde valgt, ville det vært utfordrende å finne sammenlignbare selskap. Vi valgte i denne oppgaven å gjøre sammenligninger ved å opprette porteføljer for å kunne se etter overfladiske indikasjoner. Det har vært utfordrende å finne selskap det er relevant å sammenligne med, da vi er begrenset av at det i realiteten ikke finnes selskap i Norge som kan sammenlignes med selskap som Equinor, Yara International eller Norsk Hydro.

Oppgaven begrenses også av at det er utfordrende å måle ESG-prestasjon. ESG-scorene vi har benyttet oss av er kritisert for manglende troverdighet, samtidig som de ikke forteller oss noe om arbeidet som utføres og målene som settes i det aktuelle selskapet. I beste fall gir disse scorene indikasjoner. I tillegg ga informantene vage uttalelser om de mulige effektene statlig eierskap har på både bærekraft og økonomisk prestasjon, som gir oss svake forutsetninger til å konkludere på disse områdene.

Intervjuene har et begrenset utvalg på fem informanter med subjektive meninger. Kvalitativ forskning er basert på personlige erfaringer og det er vanskelig å trekke konklusjoner basert på så få personlige meninger. Det var også behov for å anonymisere informantene, noe som hindrer oss i å ytterligere diskutere og fastslå reliabilitet fordeler og -ulemper, basert på hvem de er og deres personlige erfaringer.

I tillegg opplevde vi det som begrensende at det er utført lite relevant forskning på temaet i norsk kontekst.

7.3 Forslag til videre forskning

Statlig eierskap påvirker oss alle. Da bør også effektene kunne måles for å kvalitetssikre at det utøves til det beste for samfunnet, naturen og økonomien fremover. I videre forskning av dette kunne det vært interessant å utforske problemstillingen kvantitativt, for eksempel ved å gjennomføre en spørreundersøkelse i norske styrer og ledergrupper. Den kunne tatt for seg

personenes holdninger til statlig eierskap, og tegne et mer utfyllende bilde av hvordan statlig eierskap oppfattes i ledelse- og styrerom. Spørreundersøkelser gir resultater som kan kvantifiseres, og med et større grunnlag gir de mer valide svar som bedre kan generaliseres (Jacobsen, 2018).

Et særskilt tema som utmerket seg i studien, er statens forventning om moderasjon i lederlønninger. Det kunne vært interessant å gå i dybden på effekter av dette. Spørreundersøkelser kunne også her vært en relevant metode, i tillegg til dybdeintervjuer med både styreledere, Eierskapsavdelingen og næringspolitiske talspersoner.

Det kunne også vært interessant å sammenligne effektene av statlig eierskap i Norge med andre land med tilnærmet lik organisering og eierskapspolitikk. En slik undersøkelse kunne også omfattet kulturelle forskjeller på ulike nivåer.

7.4 Avsluttende kommentar

At valg av problemstillingen og avgrensingen til Corporate Governance, bærekraft og økonomisk prestasjon er relevant og dagsaktuelt, gjenspeiles av nyhetsoppslag den siste tiden. Under perioden vi har jobbet med denne oppgaven har det direkte statlige eierskapet i Norge fått mye mediedekning, og moderasjon i lederlønninger har prydet flere forsideoppslag hos Dagens Næringsliv (DN). I forsidesaken til DN 10. mai 2023 skrev de om næringsminister Jan Christian Vestre som har mottatt kritikk fra styrelederne i de største statseide selskapene i landet for strengere krav i moderasjon i lederlønninger (Feratovic et al., 2023). I samme artikkel påpekte Gunn Wærsted at lønnsmoderasjonene kan føre til et todelt arbeidsmarked for ledere – ett for selskap med statlig eierskap og ett uten (Feratovic et al., 2023). Kjetil Bjørnson, sjef for den norske avdelingen til hodejeger-firmaet Korn Ferry, uttalte til DN 27. april 2023 at de har opplevd at foretrukne kandidater har takket nei til oppdrag i Norge på grunn av lave lønnsutsikter (Feratovic & Risbakken, 2023a). Samtidig skrives det 10. mai 2023 om at Equinor-aksjonærene, med staten som hovedeier i spissen, stemte ned ny innstramming av klimamål (Holter, 2023). Dette er et avisoppslag som sender uheldige signaler til omverdenen som har tillitt til at den statlige eieren og styret tar gode beslutninger i disse selskapene.

Fra mediene opplever vi at det i den siste tiden kommuniseres en tydelig misnøye rundt den statlige forvaltningen av eierskapet. Riktig nok viser mediene stort sett kun de kritikkverdige forholdene og sjeldent skildringer av de positive sidene med statlig eierskap. Dette er

naturlig, da medienes oppgave er å sette søkelys på de temaene allmenheten burde være klar over. Hvordan den norske stat utøver eierskapet på vegne av hele befolkningen i de største selskapene i landet, er et slikt tema, og et kritisk blikk på tematikken bør bli ansett som både sunt og viktig. Det er likevel verdt å tenke over hvordan kritikken i perioder kan overskygge de positive effektene.

Referanseliste

- Al-Thuneibat, A. (2018). The relationship between the ownership structure, capital structure and performance. *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*, 25(1), 1–20. <https://doi.org/10.31966/jabminternational.v1i25.326>
- Altinn. (2021a, 25. november). *Aksjeeier*. <https://www.altinn.no/starte-og-drive/drive-bedrift/drift-av-aksjeselskap/aksjeeier/>
- Altinn. (2021b, 15. november). *Drift av aksjeselskap*. <https://www.altinn.no/starte-og-drive/drive-bedrift/drift-av-aksjeselskap/>
- Altinn. (2021c, 16. november). *Gjennomføring av generalforsamling*. <https://www.altinn.no/starte-og-drive/drive-bedrift/drift-av-aksjeselskap/generalforsamling/>
- Banton, C. (2022, 22. desember). *Shareholder vs. Stakeholder: What's the Difference?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/ask/answers/08/difference-between-a-shareholder-and-a-stakeholder.asp>
- BDO. (2022, 22. november). *Blogg: Nå kommer EUs bærekraftsdirektiv, CSRD. Gjelder det deg og hvordan skal du gå frem?* <https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/naa-kommer-eus-baerekraftsdirektiv-csrd-gjelder-det-deg-og-hvordan-skal-du-gaa-frem>
- Bjerke, E. (2006, 19. desember). *Statsrabatten er tilbake*. *Dagens Næringsliv*. <https://www.dn.no/-statsrabatten-er-tilbake/1-1-861310>
- Boardman, A. E. & Vining, A. R. (1989). Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. *the Journal of Law and Economics*, 32(1), 1–33. <https://doi.org/10.1086/467167>
- Boffo, R. & Patalano, R. (2020). ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. *OECD Paris*. <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>
- Braut, G. S. & Dahlum, S. (2021, 22. desember). Regresjonsanalyse. I *Store norske leksikon*. <https://snl.no/regresjonsanalyse?fbclid=IwAR1BVqgqlcr9-svJohuTiOPIE5279uqJW1AjOCrzNjW0Lzl27AS-IHLwqCE>
- Braut, G. S. & Frøslie, K. F. (2022, 13. oktober). Statistisk signifikant. I *Store norske leksikon*. https://snl.no/statistisk_signifikant
- Brønnøysundregistrene. (2021, 14. juni). *Aksjeeier*. <https://www.brreg.no/aksjeselskap/aksjeeier/>
- Brønnøysundregistrene. (2022, 4. juli). *Generalforsamling i aksjeselskap*. <https://www.brreg.no/aksjeselskap/generalforsamling-i-aksjeselskap/>

- Chalmers, J., Cox, E. & Picard, N. (2021). The economic realities of ESG. *strategy+business*.
<https://www.pwc.com/gx/en/issues/reinventing-the-future/take-on-tomorrow/download/sbpwc-2021-10-28-Economic-realities-ESG.pdf>
- Chen, J. (2022, 20. juni). *Agency Problem: Definition, Examples, and Ways To Minimize Risks*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/a/agencyproblem.asp>
- Colbjørnsen, T. (2023). *En tredje styringskanal? Forventningsbasert eierstyring for bærekraftig måloppnåelse*. Arbeidsgiverforeningen Spekter. Arbeidsgiverforeningen Spekter. <https://www.spekter.no/getfile.php/1317319-1678872937/Dokumenter/Rapporter%20og%20analyser/Rapporter/Tom%20Colbj%C3%B8rnsen%3A%20En%20tredje%20styringskanal%3F%20Forventningsbasert%20eierstyring%20for%20b%C3%A6rekraftig%20m%C3%A5loppn%C3%A5else%20%282023%29.pdf>
- Corporate Finance Institute. (2022, 5. desember). *Agency Theory*. Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/agency-theory/>
- Crane, A. & Matten, D. (2016). *Business Ethics : Managing Corporate Citizenship and Sustainability in the Age of Globalization* (4. utg.). Oxford University Press.
- Creswell, J. W. (2009). *Research design : qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (3. utg.). SAGE.
- Dalland, O. (2020). *Metode og oppgaveskriving* (7. utg.). Gyldendal.
- Drabløs, Ø. T. (2023, 14. mars). Statsråd ga hemmelig instruks om at Vy måtte vinne minst én av togstrekningene på Østlandet. *Aftenposten*.
<https://www.aftenposten.no/norge/i/ab8bX2/statsraad-ga-hemmelig-instruks-om-at-vy-maatte-vinne-minst-en-av-togstrekningene-paa-oestlandet>
- Eierskapsavdelingen NFD. (2023, 28. mars). *Endringer i statens direkte eierskap*.
https://www.regjeringen.no/contentassets/eab8397be179442ba5a0cbe115e0459b/endinger-i-statens-direkte-eierskap_per-28.03.2023.pdf
- Equinor. (u.å.). *Vår historie*. Hentet 9. mai fra <https://www.equinor.com/no/om-oss/var-historie>
- Fama, E. F. & French, K. R. (1988). Permanent and Temporary Components of Stock Prices. *The Journal of political economy*, 96(2), 246–273. <https://doi.org/10.1086/261535>
- Feratovic, L. & Risbakken, K. (2023a, 27. april). Hodejeger om norske styrever: – Nivået på avlønning gjør det vanskeligere å rekruttere. *Dagens Næringsliv*.
<https://www.dn.no/arbeidsliv/hodejeger-om-norske-styrever-nivaet-pa-avlonning-gjor-det-vanskeligere-a-rekruttere/2-1-1437277>
- Feratovic, L. & Risbakken, K. (2023b, 25. april). Styreverproffer ut mot statens lønnskrav: – Økende antall kandidater sier nei. *Dagens Næringsliv*.
<https://www.dn.no/arbeidsliv/telenor/gunn-warsted/gro-brakken/styreverproffer-ut-mot-statens-lonnskrap-okende-antall-kandidater-sier-nei/2-1-1435751>

- Feratovic, L., Trumpy, J. & Risbakken, K. (2023, 9. mai). Vestre fikk kritikk i lukket toppmøte med statseide bedrifter. *Dagens Næringsliv*. https://www.dn.no/marked/jan-christian-vestre/ole-erik-almliid/nho/vestre-fikk-kritikk-i-lukket-toppmote-med-statseide-bedrifter/2-1-1446688?utm_source=front&utm_campaign=lsrjgr
- Fernando, J. (2023a, 8. april). *R-Squared: Definition, Calculation Formula, Uses, and Limitations*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/r/r-squared.asp#:~:text=Xiaojie%20Liu%20%2F%20Investopedia-What%20Is%20R%2DSquared%3F,variable%20in%20a%20regression%20model.>
- Fernando, J. (2023b, 7. mars). *What Are Stakeholders: Definition, Types, and Examples*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>
- Finanssenteret. (u.å.). *Hva betyr beta i regresjonsanalyse?* Hentet 13. mai 2023 fra <https://www.finanssenteret.as/emne/3909/hva-betyr-beta-i-regresjonsanalyse>
- Freeman, R. E., Harrison, J. S. & Zyglidopoulos, S. (2018). *Stakeholder theory: Concepts and strategies*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781108539500>
- Georgsen, R. (2018). *Direkte og indirekte eierskap - et oppslagsverk for identifikasjon av reelle rettighetshavere*. Tax Justice Network-Norge og Norsk Øko-forum. <https://taxjustice.no/artikkel/ny-rapport-direkte-og-indirekte-eierskap>
- Goldeng, E., Grünfeld, L. A. & Benito, G. R. G. (2008). The Performance Differential between Private and State Owned Enterprises: The Roles of Ownership, Management and Market Structure. *Journal of Management Studies*, 45(7), 1244–1273. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2008.00790.x>
- Grønlie, T. (2006). Hydro-modellen. *Nytt norsk tidsskrift*, 23(2), 159–164. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-3053-2006-02-05>
- Hayes, A. (2023, 26. februar). *Shareholder (Stockholder): Definition, Rights, and Types*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/shareholder.asp>
- Hippe, M. (2019, 27. juni). *Innføring i risikostyring*. Nordnet. <https://www.nordnet.no/blogg/innforing-i-risikostyring/>
- Holter, M. (2023, 10. mai). Equinor-aksjonærene stemte ned klimaforslag. *Dagens Næringsliv*. <https://www.dn.no/olje/equinor/klima/equinor-aksjonarene-stemte-ned-klimaforslag/2-1-1448891>
- Innst. S. nr 163 (2006–2007). *Innstilling frå næringskomiteen om et aktivt og langsiktig eierskap*. Næringskomiteen. <https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/stortinget/2006-2007/inns-200607-163.pdf>
- Isaksen, T. R. (2022, 21. oktober). Ny eierskapsmelding!!! E24. <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/y66p2J/ny-eierskapsmelding>
- Jacobsen, D. I. (2018). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?* (3. utg.). Cappelen Damm AS.

- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P. A. (2020). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (4. utg.). Abstrakt Forlag.
- Johansen, K. (2023, 23. januar). Konkurransetsatt næring. I *Store norske leksikon*. https://snl.no/konkurransetsatt_n%C3%A6ring
- Jubels, R. (2022, 30. november). *Get ready for European Sustainability Reporting Standards*. KPMG. <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2022/05/european-sustainability-reporting-standards-eu-esrs.html>
- Lie, E. (2016). Context and contingency: Explaining state ownership in Norway. *Enterprise & society*, 17(4), 904–930. <https://doi.org/10.1017/eso.2016.18>
- Lie, E., Myklebust, E. & Norvik, H. (2014). *Staten som kapitalist – rikdom og eierskap for det 21. århundre*. Pax Forlag.
- Lim, E. W. K. (2021). Concentrated Ownership, State-Owned Enterprises and Corporate Governance. *Oxford journal of legal studies*, 41(3), 663–691. <https://doi.org/10.1093/ojls/gqaa050>
- Liu, K. (2018). Government ownership in listed firms around the world. *Studies in Business and Economics*, 13(2), 131–146. <https://doi.org/10.2478/sbe-2018-0025>
- Matematikk.net. (2023, 14. april). *Statistikkutkast*. <https://www.matematikk.net/side/Statistikkutkast#:~:text=Normalfordelingen%20har%20kurtose%20.,av%20ekstreme%20verdier%20og%20motsatt.>
- Meld. St. 6 (2022–2023). *Et grønnere og mer aktivt statlig eierskap — Statens direkte eierskap i selskaper*. Nærings- og fiskeridepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-6-20222023/id2937164/>
- Meld. St. 8 (2019–2020). *Statens direkte eierskap i selskaper — Bærekraftig verdiskaping*. Nærings- og fiskeridepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-8-20192020/id2678758/>
- Microsoft. (u.å.). *Nettmøter*. Hentet 14. mars 2023 fra <https://www.microsoft.com/nb-no/microsoft-teams/online-meetings>
- NOU 2003: 34. (2003). *Mellom stat og marked— Selvstendige organisasjonsformer i staten*. Kommunal- og distriktsdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2003-34/id383216/?ch=5>
- NUES. (2021). *Den norske anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse*. Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse. <https://nues.no/eierstyring-og-selskapsledelse/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2016). *Statens eierberetning 2016*. <https://www.regjeringen.no/contentassets/459cfd3bfaad4f6abe4437d91c0f890a/statens-eierberetning-2016.pdf>

- OECD. (2015). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition*. <https://doi.org/10.1787/9789264244160-en>
- PwC. (u.å.-a). *Eierstyring og selskapsledelse*. Hentet 1. april 2023 fra https://www.pwc.no/no/tjenester/risk-advisory-services/corporate-governance.html?gclid=CjwKCAjwrJ-hBhB7EiwAuyBVXURcjCGdItzgX3rg8NiayqYczxPhBO0Am5GEVTe8wwiRYRnC3IEdXRoCLjcQAvD_BwE
- PwC. (u.å.-b). *ESG investorundersøkelse: Syv av ti etterlyser bedre bærekraftsrapportering*. Hentet 8. mars 2023 fra <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/esg-investorundersokelse/jcr:content.html>
- PwC. (u.å.-c). *Hva er ESG?* Hentet 8. mars 2023 fra <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/hva-er-esg.html>
- PwC. (u.å.-d). *PwC's 26th Annual Global CEO Survey. Winning today's race while running tomorrow's*. PwC. Hentet 08. mars 2023 fra <https://www.pwc.com/ceosurvey>
- Refinitiv. (2022). *Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv*. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- Regjeringen. (2021a, 22. desember). *Endringer i departementsstrukturen og i ansvarsdelingen mellom departementene*. Pressemelding Nr: 178/21. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/endringer-i-departementsstrukturen-og-i-ansvarsdelingen-mellom-departementene/id2893284/>
- Regjeringen. (2021b). *Hurdalsplattformen: For en regjering utgått fra Arbeiderpartiet og Senterpartiet 2021–2025*. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/hurdalsplattformen/id2877252/>
- Regjeringen. (2021c, 5. oktober). *Internasjonale klimaforhandlinger*. <https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/klima/innsiktsartikler-klima/de-internasjonale-klimaforhandlingene/id2741333/>
- Regjeringen. (u.å.). *Jens Stoltenbergs andre regjering*. Hentet 4. mai 2023 fra <https://www.regjeringen.no/no/om-regjeringa/tidligere-regjeringer-og-historie/sok-i-regjeringer-siden-1814/historiske-regjeringer/regjeringer/jens-stoltenbergs-andre-regjering/id449424/>
- Sagstad, H. & Schiefloe, M. S. (2019). *The impact of state ownership on companies' sustainability : an empirical analysis of the ESG scores of companies in the EU/EEA*. [Masteroppgave, Norges Handelshøyskole]. NHH Brage. <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/handle/11250/2609955>
- Stortinget. (2007, 2. november). *Skriftlig spørsmål fra Torbjørn Hansen (H) til nærings- og handelsministeren*. Dokument nr. 15:161 (2007–2008). <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Sporsmal/Skriftlige-sporsmal-og-svar/Skriftlig-sporsmal/?qid=38437>

- Thomassen, E. (2019, 26. desember). Statlig eierskap. I *Store norske leksikon*.
https://snl.no/statlig_eierskap
- UNFCCC. (u.å.). *The Paris Agreement*. United Nations Climate Change. Hentet 8. mars 2023 fra <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>
- Universitetet i Agder. (u.å.). *Styrearbeid og eierstyring (Corporate Governance)*.
<https://www.uia.no/studier/evu/styrearbeid-og-eierstyring-corporate-governance>
- von Soest, C. (2023). Why Do We Speak to Experts? Reviving the Strength of the Expert Interview Method. *Perspectives on Politics*, 21(1), 277–287.
<https://doi.org/10.1017/S1537592722001116>
- Aanstad, S. & Ørstavik, F. (2002). *State ownership and innovation in the Norwegian corporate governance debate* (STEP Report 14-2002). STEP Group.
<http://hdl.handle.net/11250/273361>

Tabelloversikt

Tabell 4.1: Oversikt over informantene	24
Tabell 4.2: Porteføljeoversikt.....	29
Tabell 5.1: Gjennomsnittlig ESG-score fra 2021, hentet fra Refinitiv Datastream.....	40
Tabell 5.2: Test 1 – ESG.....	40
Tabell 5.3: Test 2 – ESG.....	41
Tabell 5.4: Test 3 – avkastning	43
Tabell 5.5: Test 4 – avkastning	43
Tabell 5.6: Test 5 – avkastning	43
Tabell 5.7: Deskriptiv statistikk.....	44

Figuroversikt

Figur 3.1: Oversikt over kategorier som inngår i total ESG-score (Refinitiv, 2022)	15
Figur 5.1: Utvikling i avkastning 1. januar 2015 til 1. mars 2023	44

Vedlegg

Vedlegg 1:1(2) Statens direkte eierskap

Statens direkte eierskap			
	Andel	Kategori	Begrunnelse
Finansdepartementet			
Folketrygdfondet	100 %	-	*
Forsvarsdepartementet			
Rygge 1 AS	100 %	-	
Helse- og omsorgsdepartementet			
AS Vinmonopolet	100 %	2	E
Helse Midt-Norge RHF	100 %	2	F
Helse Nord RHF	100 %	2	F
Helse Sør-Øst RHF	100 %	2	F
Helse Vest RHF	100 %	2	F
Nordisk Institutt for Odontologiske Materialer AS	49 %	2	F
Norsk Helsenet SF	100 %	2	E
Klima- og miljødepartementet			
Bjørnøen AS	100 %	2	E
Enova AS	100 %	2	D
Kings Bay AS	100 %	2	E
Kommunal- og distriktsdepartementet			
Electronic Chart Centre AS	100 %	2	E
Kommunalbanken AS	100 %	1	D
Norid AS	100 %	2	B og E
Kultur- og likestillingsdepartementet			
AS Den Nationale Scene	67 %	2	F
Carte Blance AS	70 %	2	F
Den Norske Opera og Ballett AS	100 %	2	F
Filmparken AS	78 %	2	F
Nationalteatret AS	100 %	2	F
Norsk rikskringkasting AS	100 %	2	F
Norsk Tipping AS	100 %	2	E
Rogaland Teater AS	67 %	2	F
Rosenkrantzgate 10 AS	3 %	-	**
Talent Norge AS	33 %	2	F
Trøndelag Teater AS	67 %	2	F
Kunnskapsdepartementet			
Simula Research Laboratory AS	100 %	2	F
Universitetssenteret på Svalbard AS	100 %	2	F
Landbruks- og matdepartementet			
Graminor AS	28 %	2	B
Kimen Såvarelaboratoriet AS	51 %	2	B
Statskog SF	100 %	2	C og F

Vedlegg 1:2(2) Statens direkte eierskap

Nærings- og fiskeridepartementet			
Akastor ASA	12 %	1	**
Aker Solutions ASA	12 %	1	**
Andøya Space AS	90 %	2	B
Argentum Fondsinvesteringer AS	100 %	1	A
Baneservice AS	100 %	1	E
DNB Bank ASA	34 %	1	A
Eksporthfinans ASA	15 %	1	**
Equinor ASA	67 %	1	A
Fiskeri- og havbruksnæringens forskningsfinansiering AS	100 %	2	F
Flytoget AS	100 %	1	E
Innovasjon Norge	51 %	2	D
Investinor AS	100 %	1	D
Kongsberg Gruppen ASA	50 %	1	A og B
Mantena AS	100 %	1	E
Mesta AS	100 %	1	E
Nammo AS	50 %	1	A og B
Nofima AS	57 %	2	E og F
Norges sjømatråd AS	100 %	2	F
Norsk Hydro ASA	34 %	1	A
Nysnø Klimainvesteringer AS	100 %	1	D
Petoro AS	100 %	2	C
Posten Norge AS	100 %	1	E
Siva - Selskapet for industrivekst SF	100 %	2	D
Space Norway AS	100 %	2	B
Statkraft SF	100 %	1	A og C
Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS	100 %	2	B
Telenor ASA	54 %	1	A og B
Yara International ASA	36 %	1	A
Olje- og energidepartementet			
Gassco AS	100 %	2	E
Gassco SF	100 %	2	D
Statsnett SF	100 %	2	E
Samferdelsdepartementet			
Avinor AS	100 %	2	B og E
Bane NOR SF	100 %	2	B og E
Entur AS	100 %	2	E
Norske tog AS	100 %	2	E
Nye Veier AS	100 %	2	E
Spordrift AS	100 %	2	E
Vygruppen AS	100 %	1	E
Utenriksdepartementet			
Norfund	100 %	2	F

Kilde: (Meld. St. 6 (2022–2023), s. 39 & s. 64)

Vedlegg 2 Statlig eierskap i børsnoterte selskap

Statlig selskap på Oslo børs	
Selskap	Statlig eierandel
Equinor ASA	67 %
Telenor ASA	54 %
Kongsberg Gruppen ASA	50 %
Yara International ASA	36 %
Norsk Hydro ASA	34 %
DNB Bank ASA	34 %
Aker Solutions ASA	12 %
Akastor ASA	12 %

Kilde: (Meld. St. 6 (2022–2023), s. 39)

Vedlegg 3 Statens ti prinsipper for god eierutøvelse

Statens ti prinsipper for god eierutøvelse	
1	Staten skal være en aktiv og ansvarlig eier med et langsiktig perspektiv.
2	Staten skal vise åpenhet om statens eierskap, eierutøvelse og stemmegivning på generalforsamling.
3	Statens eierutøvelse skal bidra til å nå statens mål som eier. Dette skjer gjennom forventninger til selskapene, stemmegivning på generalforsamling og annen eierutøvelse.
4	Statens eierutøvelse skal legge til grunn selskapslovgivningens ansvars- og rollefordeling mellom eier, styre og daglig leder, samt allment anerkjente eierstyringsprinsipper og -standarder.
5	Statens eiermyndighet i selskapet skal utøves på generalforsamling.
6	Styret har ansvaret for å forvalte selskapet. Staten skal vurdere selskapets måloppnåelse og arbeid med statens forventninger og styrets bidrag til dette.
7	Relevant kompetanse skal være hovedhensynet ved statens arbeid med styresammensetting. Gitt kompetanse skal staten vektlegge kapasitet og mangfold.
8	Statens eierskap skal utøves i tråd med selskapsrettens prinsipp om likebehandling av aksjeeiere.
9	Statens eierrolle skal skilles fra statens øvrige roller.
10	Statlig eierskap skal ikke urettmessig medføre andre konkurransevilkår, verken fordeler eller ulemper, sammenlignet med selskaper uten statlig eierandel.

Kilde: (Meld. St. 6 (2022–2023), s. 81)

Vedlegg 4 Statens begrunnelser for eierskap

Begrunnelser for statlig eierskap	
A	Hovedkontorfunksjoner i Norge
B	Samfunnsikkerhet og beredskap
C	Energi- og naturressurser
D	Tilrettelegging for bærekraftig omstilling og økt verdiskapning
E	Infrastruktur, monopoler og tildelte rettigheter
F	Fellesgoder og/eller sosial og geografisk fordeling
*	Omtales i egen melding til Stortinget
**	Staten har ikke særskilt begrunnelse for å være eier

Kilde: (Meld. St. 6 (2022–2023), s. 81)

Vedlegg 5 Intervjuguide 1

Intervjuguide

Eiere og ledelse

1. Hvilke effekter har statlig eierskap på eierskapsstyringen/«Corporate Governance»?
2. Er de statlige selskapene flinke på samspillet mellom ansatte/ledelse/styre sammenlignet med private? Hvilke forskjeller har du opplevd i samspillet mellom ansatte/ledelse/styre? Hvordan? Hvilke effekter får det at det er statlig?
3. I en eier-ledelse-kontekst kan det oppstå interessekonflikter. Hvilken innvirkning kan statlig eierskap ha på disse situasjonene?
4. (Har det noe å si hvilket departement som forvalter selskapene?)
5. Hva er de mest vanlige utfordringene med det statlige eierskapet?

Bærekraftstrategi

6. Har selskapene hvor staten er med som direkte eier en mer aktiv tilnærming til bærekraftstrategi enn andre selskaper?
7. Er det tydelig kommunisert til selskapet/styret, fra departementet, hva som er forventet rundt det grønne skiftet?
8. Hvis ja, opplever du at det blir lagt ned mer ressurser på å møte disse forventningene enn i andre selskaper?

Økonomisk prestasjon

9. Hvordan påvirkes avkastning eller prestasjon av at staten er med som aktiv eier?
10. Fordi staten er eier med hensikt om andre forhold enn økonomisk vinning også, er de mildere på kravet om økonomisk prestasjon enn andre eiere?

Vedlegg 6:1(2) Intervjuguide 2

Intervjuguide Eierskapsavdelingen

Eiere og ledelse

1. Den norske staten eier ganske mye sammenlignet med andre land. Oppfatter dere at det statlige eierskapet i Norge fungerer bra?
 - a. Hvis ja, har dere noen formening om hvorfor det fungerer så bra i Norge, eventuelt sammenlignet med i andre land?
2. Hvilke effekter mener dere at det statlige eierskapet har på Corporate Governance/virksomhetsstyring i de børsnoterte selskapene staten er deleier i?
3. Hvordan utøver dere deres rolle som eiere?
4. Hvordan påvirker eierskapsmeldingen deres eierskapsutøvelse?
5. Har det noe å si for eierskapsutøvelsen at det kommer nye regjeringer og nye eierskapsmeldinger?
 - a. Hvis ja, hvilke endringer må dere gjøre i forbindelse med det?
6. Staten har deleierskap i 8 børsnoterte selskap. For 2 av disse, Akastor ASA og Aker Solutions ASA, er det gitt fullmakter til å nedskalere det statlige eierskapet, eventuelt selge seg helt ut. Kan dere si noe om begrunnelsen for det?
 - a. Hvorfor er ikke dette aktuelt i de resterende 6 børsnoterte selskapene? Telenor, Hydro, Equinor, DNB, Kongsberg og Yara.
7. Et politisk mål som kommer frem i eierskapsmelding og Hurdalsplattformen er moderering av lederlønninger. Det er også oppgitt i eierstyringsprinsippene at statlig eierskap ikke skal påvirke konkurransevilkår, men begrensninger i lederlønninger vil potensielt påvirke rekruttering av styremedlemmer og ledere. Hva tenker dere om dette?
8. Hvordan opplever dere at selskapet, ledelsen og styret, forholder seg til moderering av lederlønninger?

Bærekraft

9. I eierskapsmeldingen fra oktober 2022 er det utdypet flere og tydeligere forventninger rundt bærekraft, eller ESG. Opplever dere at dere har høyere forventninger til dette enn andre private eiere?
10. Hvordan blir i så fall dette kommunisert ut til selskapet?

Vedlegg 6:2(2) Intervjuguide 2

11. Opplever dere at det blir lagt ned mer ressurser i å møte kravene om bærekraft hos de delstatlige selskapene, sammenlignet med private selskaper?

Økonomisk prestasjon

12. Staten eier ofte med andre hensikter enn økonomisk avkastning. Opplever dere at staten er mildere på kravet om økonomisk prestasjon og avkastning?

13. Har dere spesifikke krav til avkastning?

Vedlegg 7:1(4) Samtykkeerklæring

Vil du delta i forskningsprosjektet

«Masteroppgave om statlig eierskap i Norge»

Dette er et spørsmål til deg om å delta i et forskningsprosjekt hvor formålet er å undersøke effekten av statlig eierskap i Norge. I dette skrivet gir vi deg informasjon om målene for prosjektet og hva deltakelse vil innebære for deg.

Formål

Forskningsprosjektet er en masteroppgave som er avsluttende for vårt masterstudium ved Handelshøyskolen, NMBU. Arbeidet med oppgaven strekker seg over vårsemesteret og skal ta for seg valgt tema med relevant teori og metode. Vi skal studere effekter av statlig eierskap i Norsk kontekst og har dermed utformet problemstillingen:

Hvilke effekter har statlig eierskap på børsnoterte selskaper i Norge?

Hvem er ansvarlig for forskningsprosjektet?

Handelshøyskolen, NMBU – med Øystein Dahl som veileder, er ansvarlig for forskningsprosjektet.

Hvorfor får du spørsmål om å delta?

Vi spør 3 personer om de er villige til å delta i ekspertintervjuer. Utvelgelsen skjer på bakgrunn av relevant innsikt du potensielt sitter på. Vi har blitt tipset om å ta kontakt med flere av de relevante personene gjennom veileder eller gjennom tidligere uformelle samtaler med nøkkelpersoner i næringslivet. Vi har fått kontaktinformasjon fra Arne Giske.

Hva innebærer det for deg å delta?

Hvis du velger å delta i prosjektet, innebærer det å stille på et intervju som vil ta ca. 30 minutter. Intervjuet vil handle om dine erfaringer med statlig eierskap, og tanker rundt dette.

Vi vil ta notater og lydopptak av intervjuet, som vi senere vil transkribere og sende deg på e-post. Dermed kan du se over dine egne uttalelser og gjøre en siste vurdering rundt egen

Vedlegg 7:2(4) Samtykkeerklæring

deltagelse. Eventuelt rette opp i utsagn du mener ikke fremstilles riktig. Hvis det er ønskelig, kan du også motta spørsmålene på forhånd, for å gjøre egne forberedelser.

Kontaktopplysninger og transkribert intervju vil oppbevares på skolens trygge server, og slettes ved prosjektslutt 15. Mai 2023.

Det er frivillig å delta

Det er frivillig å delta i prosjektet. Hvis du velger å delta, kan du når som helst trekke samtykket tilbake uten å oppgi noen grunn. Alle dine personopplysninger vil da bli slettet. Det vil ikke ha noen negative konsekvenser for deg hvis du ikke vil delta eller senere velger å trekke deg.

Ditt personvern – hvordan vi oppbevarer og bruker dine opplysninger

Vi vil bare bruke opplysningene om deg til formålene vi har fortalt om i dette skrivet. Vi behandler opplysningene konfidensielt og i samsvar med personvernregelverket.

- Det er kun Anna Kopperud og Julianne Østby som vil ha tilgang til og kan bruke opplysningene i oppgaven.
- Veileder Øystein Dahl vil også kunne få tilgang til opplysningene
- Vi vil anonymisere deg.
- Personopplysninger/kontaktinformasjon vil lagres separat.
- Vi vil inkludere informasjon om din rolle i næringslivet når vi bruker dine utsagn (ikke navn). Vi kan dermed ikke garantere at du ikke vil kunne bli gjenkjent. Hvis ytteligere anonymitet er ønskelig, vil vi forsøke å få til det, eventuelt fjerne bidraget fra oppgaven. Eksempel: «Tidligere administrerende direktør i statlig eid selskap».

Hva skjer med personopplysningene dine når forskningsprosjektet avsluttes?

Prosjektet vil etter planen avsluttes 15.mai 2023.

Vedlegg 7:3(4) Samtykkeerklæring

Hva gir oss rett til å behandle personopplysninger om deg?

Vi behandler opplysninger om deg basert på ditt samtykke.

På oppdrag fra Norges miljø- og biovitenskapelige universitet har Sikt – Kunnskapssektorens tjenesteleverandør vurdert at behandlingen av personopplysninger i dette prosjektet er i samsvar med personvernregelverket.

Dine rettigheter

Så lenge du kan identifiseres i datamaterialet, har du rett til:

- innsyn i hvilke opplysninger vi behandler om deg, og å få utlevert en kopi av opplysningene
- å få rettet opplysninger om deg som er feil eller misvisende
- å få slettet personopplysninger om deg
- å sende klage til Datatilsynet om behandlingen av dine personopplysninger

Hvis du har spørsmål til studien, eller ønsker å vite mer om eller benytte deg av dine rettigheter, ta kontakt med:

- Norges miljø- og biovitenskapelige universitet ved Øystein Dahl.
- Ansvarlige studenter: Anna Kopperud og Julianne Østby.
- Vårt personvernombud:

Hanne Pernille Gulbrandsen

personvernombud@nmbu.no

40 28 15 58

Vedlegg 7:4(4) Samtykkeerklæring

Hvis du har spørsmål knyttet til vurderingen som er gjort av personverntjenestene fra Sikt, kan du ta kontakt via:

- Epost: personverntjenester@sikt.no eller telefon: 73 98 40 40.

Med vennlig hilsen

Prosjektansvarlig

Eventuelt student

(Forsker/veileder)

Samtykkeerklæring

Jeg har mottatt og forstått informasjon om prosjektet [*sett inn tittel*], og har fått anledning til å stille spørsmål. Jeg samtykker til:

- å delta i intervju
- at mine utsagn gjengis i oppgaven, hvor jeg er helt anonymisert
- Jeg samtykker til at mine opplysninger behandles frem til prosjektet er avsluttet

(Signert av prosjektdeltaker, dato)

Vedlegg 8 Oversikt ESG-scorer

Oversikt ESG-score			
Selskap	ESG-score	Dummy-variabel	Markeds-verdi
Equinor	79,3	1	1 117 129
DNB Bank	68,7	1	301 468
Norsk Hydro	86,8	1	151 699
Telenor	69,0	1	128 190
Yara International	80,0	1	109 685
Kongsberg Gruppen	68,5	1	73 691
Aker Solutions	71,3	1	53 475
Akastor	65,4	1	2 526
Aker BP	70,1	0	192 198
Adevinta	55,8	0	76 469
Mowi	75,0	0	86 461
Gjensidige Forsikring	66,7	0	96 100
Autostore Holdings	56,4	0	61 457
Var Energi	86,0	0	83 892
Orkla	90,9	0	71 042
Aker	33,0	0	53 475
Tomra Systems	55,6	0	49 024
Storebrand	92,5	0	40 307
Subsea 7	75,2	0	33 915
Wallenius Wilhelmsen	62,2	0	41 062
NEL	30,2	0	21 660
Nordic Semiconductor	53,4	0	31 597
Elkem	74,9	0	22 508
TGS	76,7	0	16 490
Entra	64,0	0	19 270
Austevoll Seafood	71,3	0	17 930
Olav Thon Eiep.	16,5	0	18 186
Borregaard	40,8	0	15 200
Flex LNG	25,0	0	17 359
Veidekke	49,8	0	13 064
Arendals Fossekompagni	51,3	0	14 027
Atea	82,4	0	12 812
DNO	28,2	0	12 452
Scatec	61,5	0	12 491
Bonheur	18,8	0	12 207
Protector Forsikring	22,0	0	10 379
Europris	71,0	0	11 462
Norwegian Air Shuttle	20,8	0	6 830
Grieg Seafood	54,2	0	8 917
Aker Carbon Capture	54,3	0	6 985
Bewi	48,6	0	8 783
PGS	69,7	0	6 376
Crayon Group Holding	47,0	0	8 938
Odfjell A	38,3	0	5 846

Oversikt ESG-score			
Selskap	ESG-score	Dummy-variabel	Markeds-verdi
Hexagon Composites	54,9	0	5 524
Norske Skog	28,1	0	6 339
Bouvet	28,2	0	6 228
Kitron	47,4	0	5 545
Meltwater	33,0	0	4 228
Sparebank 1 Sr-Bank	46,8	0	30 869
Bw Offshore	56,9	0	4 598
Volue	41,7	0	4 050
Multiconsult	78,1	0	3 827
2020 Bulkers	82,6	0	2 058
Adevinta	55,0	0	76 469
Af Gruppen 'A'	32,9	0	15 488
Aker	48,4	0	53 475
Akva Group	33,8	0	2 090
Axactor Asa	50,7	0	1 777
Byggma	22,2	0	1 948
Contextvision	21,3	0	707
Elmera Group	36,5	0	1 828
Endur	9,5	0	947
Frontline	33,3	0	2 703
Gaming Innovation Group	47,8	0	3 212
Golden Ocean Group (Osl)	28,5	0	17 264
Hafnia	37,0	0	25 371
Itera	32,4	0	1 085
Kid	52,7	0	2 943
Kongsberg Autv.Holding	56,1	0	2 658
Link Mobility Group Holding	55,1	0	2 224
Nordic Nanovect	37,1	0	136
Northern Drilling	6,5	0	484
NRC Group	49,8	0	1 052
Odfjell B	61,2	0	1 781
Odfjell Drilling	66,9	0	6 227
Otello Corporation	23,5	0	724
Prosafe	66,3	0	1 128
Questerre Energy (Osl)	22,5	0	658
Sats	37,5	0	1 795
Seadrill (Fra)	19,7	0	1 447
Strongpoint	35,2	0	988
Webstep	21,7	0	685
Wilh Wilhelmsen Holding B	50,9	0	2 772
Wilhs. Wilhelmsen Hdg.'A'	50,9	0	9 316
XXL	74,4	0	1 067
Zalaris	42,0	0	646

Kilde: Refinitiv Datastream

Vedlegg 9 Portefølje S.1

Portefølje S.1	
Selskap	Vekting
Equinor	58,7 %
DnB Bank	15,8 %
Norsk Hydro	8,0 %
Telenor	6,7 %
Yara International	5,8 %
Kongsberg Gruppen	3,9 %
Aker Solutions	1,0 %
Akastor	0,1 %

Vedlegg 10 Portefølje S.2

Portefølje S.2	
Selskap	Vekting
DnB Bank	38,4 %
Norsk Hydro	19,3 %
Telenor	16,3 %
Yara International	14,0 %
Kongsberg Gruppen	9,4 %
Aker Solutions	2,3 %
Akastor	0,3 %

Vedlegg 11 Portefølje S.3

Portefølje S.3	
Selskap	Vekting
DnB Bank	38,5 %
Norsk Hydro	19,4 %
Telenor	16,4 %
Yara International	14,0 %
Kongsberg Gruppen	9,4 %
Aker Solutions	2,4 %

Vedlegg 12 Portefølje M.1

Portefølje M.1	
Selskap	Vekting
Aker BP	14,6 %
Gjensidige Forsikring	7,3 %
Mowi	6,6 %
Orkla	5,4 %
Salmar	4,3 %
Aker	4,1 %
Tomra Systems	3,7 %
Wallenius Wilhelmsen	3,1 %
Storebrand	3,1 %
Bakkafrost	2,8 %
Subsea 7	2,6 %
Leroy Seafood Group	2,5 %
Nordic Semiconductor	2,4 %
Sparebank 1 Sr-Bank	2,4 %
Nel	1,6 %
Schibsted A	1,5 %
Entra	1,5 %
Olav Thon Eiep.	1,4 %
Austevoll Seafood	1,4 %
Flex Lng	1,3 %
TGS	1,3 %
Stolt-Nielsen	1,2 %
Af Gruppen 'A'	1,2 %
Borregaard	1,2 %
Arendals Fossekompani	1,1 %
Veidekke	1,0 %
Atea	1,0 %
Scatec	1,0 %
Dno	0,9 %
Bonheur	0,9 %
Bw Lpg	0,8 %
Protector Forsikring	0,8 %
Norwegian Energy Co.	0,8 %
Wilhs.Wilhelmsen Hdg.'A'	0,7 %
Grieg Seafood	0,7 %
Norwegian Air Shuttle	0,5 %
PGS	0,5 %
Bouvet	0,5 %

Portefølje M.1	
Selskap	Vekting
Odfjell Drilling	0,5 %
Rec Silicon	0,4 %
Odfjell A	0,4 %
Kitron	0,4 %
Hexagon Composites	0,4 %
Avance Gas	0,4 %
Bw Offshore	0,4 %
Medi-Stim	0,3 %
Arcticzymes Technologies	0,3 %
Belships	0,3 %
Gaming Innovation Group	0,2 %
Panoro Energy	0,2 %
Siem Offshore	0,2 %
Sas (OSL)	0,2 %
Amsc	0,2 %
Selvaag Bolig	0,2 %
Photocure	0,2 %
Polaris Media	0,2 %
Wilson	0,2 %
Wilh Wilhelmsen Holding B	0,2 %
Solstad Offshore	0,2 %
Abg Sundal Collier Holding	0,2 %
Frontline	0,2 %
Kongsberg Autv.Holding	0,2 %
Kmc Properties	0,2 %
Akva Group	0,2 %
Vow	0,2 %
Byggma	0,1 %
Odfjell B	0,1 %
Axactor Asa	0,1 %
Abl Group	0,1 %
Seadrill (Fra)	0,1 %
Magnora	0,1 %
Gyldendal	0,1 %
Carasent	0,1 %
Hofseth Biocare	0,1 %
Napatech	0,1 %
Prosafte	0,1 %

Portefølje M.1	
Selskap	Vekting
IDEX Biometrics	0,1 %
Itera	0,1 %
Xxl	0,1 %
NRC Group	0,1 %
S D Standard Etc	0,1 %
Strongpoint	0,1 %
Reach Subsea	0,1 %
Endur	0,1 %
Gc Rieber Shipping	0,1 %
Jinhui Shipping And Transportation	0,1 %
Saga Pure	0,1 %
Otello Corporation	0,1 %
Contextvision	0,1 %
Q-Free	0,1 %
Questerre Energy (OSL)	0,1 %
Nekkar	0,0 %
Zalaris	0,0 %
Navamedic	0,0 %
Eidesvik Offshore	0,0 %
Archer	0,0 %
Voss Veksel- Og Landmandsbank	0,0 %
Ensurge Micropower	0,0 %
Next Biometrics Group	0,0 %
Scana	0,0 %
Techstep	0,0 %
Dof Susp - Susp.11/04/23	0,0 %
Asetek	0,0 %
Havila Shipping	0,0 %
Arribatec Group	0,0 %
Dltx	0,0 %
Goodtech	0,0 %
Borgestad 'A'	0,0 %
Eqva	0,0 %
Electromag.Geosvs.	0,0 %
Targovax	0,0 %
Interoil Exp.&. Prdn.	0,0 %
Pci Biotech Holding	0,0 %
Oceanteam	0,0 %

Vedlegg 13 Portefølje M.2

Portefølje M.2	
Selskap	Vekting
Gjensidige Forsikring	33,8 %
Storebrand	14,2 %
Nordic Semiconductor	11,1 %
Sparebank 1 SR-Bank	10,9 %
Nel	7,6 %
Borregaard	5,3 %
Atea	4,5 %
Bonheur	4,3 %
Protector Forsikring	3,7 %
Kitron	2,0 %
Hexagon Composites	1,9 %
Vow	0,7 %



Norges miljø- og biovitenskapelige universitet
Noregs miljø- og biovitenskapelige universitet
Norwegian University of Life Sciences

Postboks 5003
NO-1432 Ås
Norway