

Handelshøgskolen

Er kraftselskapers investeringer utenfor kjernevirksomheten lønnsomme?

Ingvild Egner og Nina Ersfjord

Masteroppgave i økonomi og administrasjon – mai 2014

Forord

Denne oppgaven markerer avslutningen på vår mastergrad i økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen i Tromsø. Studien er skrevet som et ledd i vår major innen økonomisk analyse og har vært en svært lærerik prosess.

Studien har til hensikt å analysere kraftselskapers investeringer utenfor kjernevirksomheten. Vi synes dette er et interessant og aktuelt tema, men prosessen har bydd på flere utfordringer underveis. Det har vært en bratt læringskurve, og vi sitter igjen med mye ny kunnskap.

Det har vært noen innholdsrike år, både faglig og sosialt, og det er mange som fortjener en takk. Først og fremst vil vi rette en stor takk til vår veileder Bernt Arne Bertheussen for et glødede engasjement og gode innspill underveis i prosessen. Vi vil også takke våre medstudenter som har bidratt til å gjøre studietiden minnerik.

En spesiell takk går til familie, venner og ikke minst samboere, for god støtte og oppmuntring underveis. Til slutt vil vi takke Bente for en glimrende korrekturlesningsjobb.

Tromsø, 31. mai 2014

Ingvild Egner

Nina Ersfjord

Sammendrag

Det kommunale eierskapet innenfor kraftselskaper er til stadighet gjenstand for stor oppmerksomhet, både i dagspressen og i det politiske miljøet (Thomson og Sande, 2004). Det er flere eksempler på at kommunale kraftselskaper investerer i virksomhet utenfor kjernevirksomheten og påfører selskapene og eierne store tap. Kraft & Kultur-skandalen har blant annet fanget offentlighetens interesse, og dette har vært med på å aktualisere spørsmål rundt denne typen investeringer. Formålet med denne studien er å se på kraftselskapenes grad av investeringer utenfor kjernevirksomheten og vurdere hvorvidt disse er lønnsomme eller ikke. Følgelig er vår problemstilling:

Er kommunalt eide kraftselskapers investeringer utenfor kjernevirksomheten lønnsomme?

I denne studien har vi gjennomført en empirisk tidsserieanalyse av kraftbransjen. Vi har tatt flere forutsetninger for gitt for å kunne gjennomføre analysen på en god måte. Analysen ble gjennomført ved bruk av ti kraftselskapers finansregnskaper for perioden 2003–2012, og i tillegg så vi nærmere på selskapenes strategiske satsingsområder. Vi har operasjonalisert investeringene basert på informasjon som er tilgjengelig i konsernregnskapet inn i henholdsvis kjernevirksomhet, relaterte og urelaterte investeringer. Videre har vi målt lønnsomheten, i form av avkastningsgrad, til disse investeringene. Ved å bruke Oslo Børs Hovedindeks, OSEBX, som benchmark har vi vurdert selskapenes avkastning mot en alternativ plassering. Dette har vi også gjort for industrien, basert på utvalget vårt.

Funnene i studien viste at kraftselskapene i større grad investerte i relatert virksomhet enn i urelatert virksomhet. De relaterte investeringene ga også en gjennomsnittlig høyere avkastning enn de urelaterte investeringene i analyseperioden. Ikke overraskende var det investeringene i kjernevirksomheten som ga høyest avkastning. Vi så tydelige fellestrekk i selskapenes utvikling i strategi, og grad av investeringer var også påvirket av denne utviklingen. Ved å se på det kommunale eierskapet med tanke på formål og påvirkning på virksomhetsstyringen, kan det se ut til at kommunene i mange tilfeller ikke setter tydelige nok krav, og at selskapene i stor grad opererer fritt.

Nøkkelord: Kraftbransjen, benchmarking, kjernekompetanse og diversifisering

Innholdsfortegnelse

FORORD	III
SAMMENDRAG	V
INNHALDSFORTEGNELSE	VII
FIGUROVERSIKT	IX
TABELLOVERSIKT	X
1 INNLEDNING	1
1.1 BAKGRUNN OG PROBLEMSTILLING	1
1.2 AVGRENSNINGER	2
2 TEORI	3
2.1 KJERNEKOMPETANSE	3
2.2 DIVERSIFISERING	5
2.2.1 Relatert diversifisering	6
2.2.2 Urelatert diversifisering	7
2.3 ØKONOMISK LØNNSOMHET	7
2.4 KRAFTBRANSJEN OG KOMMUNALT EIERSKAP	10
2.4.1 Den norske kraftsektoren	11
2.4.2 Kommunalt eierskap	13
2.5 FORSKNINGSPØRSMÅL	15
3 METODE	17
3.1 FORSKNINGSDSIGN	17
3.2 UTVALG	19
3.3 DATAINNSAMLING	20
3.3.1 Sekundærdata	20
3.3.2 Finansregnskapet og regnskapsstandarder	20
3.3.3 Operasjonalisering av investeringsbegrepet	24
3.4 DATAANALYSE	26
3.4.1 Benchmarking	26
3.4.2 Kategorisering av investeringstyper	27
3.4.3 Lønnsomhetsmåling	28
3.5 EVALUERING AV METODEN	30
3.5.1 Reliabilitet	30
3.5.2 Validitet	31
3.6 METODISKE SVAKHETER	32
4 RESULTATER	34
4.1 SELSKAPSANALYSER	34
4.1.1 Lyse Energi	34
4.1.2 Bergenshalvøens kommunale kraftselskap (BKK)	38
4.1.3 Eidsiva Energi	41
4.1.4 Agder Energi	45
4.1.5 Skagerak Energi	48
4.1.6 Nord-Trøndelags Elektrisitetsverk (NTE)	52
4.1.7 Troms Kraft	55
4.1.8 TrønderEnergi	60
4.1.9 Sogn og Fjordane Energi (SFE)	64
4.1.10 Nordkraft	67
4.2 INDUSTRIANALYSE	70
5 DISKUSJON	75
5.1 KRAFTSELSKAPENES EGENKAPITALAVKASTNING	75

5.2 INVESTERINGER UTENFOR KJERNEVIRKSOMHETEN	76
5.3 INVESTERINGENES ØKONOMISKE LØNNSOMHET	79
6 KONKLUSJON.....	81
REFERANSER	83
VEDLEGG.....	92

Figuroversikt

Figur 2.1: Epoker i norsk kraftbransje

Figur 2.2: Konesjonærer etter virksomhet (per 1.1.2011)

Figur 3.1: Aktuelle metoder for regnskapsføring av eierinvestering

Selskapsanalyser (for hvert selskap):

Figur 1: Eiendeler i mill. kr og egenproduksjon av kraft i GWh

Figur 2: Relaterte og urelaterte investeringers andel av konsernets eiendeler

Figur 3: Årsresultater og utbytter for selskapet

Figur 4: Egenkapitalandelen i selskapet

Industrianalyse:

Figur 1: Årsresultater og utbytter i mill. kr for industrien

Figur 2: Egenkapitalandelen i industrien

Figur 3: Industriens eiendeler i mrd. kr og samlet produksjon av kraft i TWh

Figur 4: Relaterte og urelaterte investeringers andel av industriens samlede eiendeler

Tabelloversikt

Tabell 3.1: Operasjonalisering av et kraftselskaps investeringer

Selskapsanalyser (for hvert selskap):

Tabell 1: Benchmarking av selskapet mot OSEBX-indeksen

Tabell 2: Selskapets avkastning på kjernevirksomheten, relaterte og urelaterte investeringer

Industrianalyse:

Tabell 1: Benchmarking av industrien mot OSEBX-indeksen

Tabell 2: Industriens vektete avkastning på kjernevirksomheten, relaterte og urelaterte investeringer

1 Innledning

1.1 Bakgrunn og problemstilling

Det kommunale eierskapet innenfor kraftselskaper er til stadighet gjenstand for stor oppmerksomhet, både i dagspressen og i det politiske miljøet (Thomson og Sande, 2004). Vi vil i det følgende presentere noen eksempler på kommunalt eide selskaper som driver investeringsvirksomhet der potensielle tap heller kunne ha kommet den felles velferden til gode.

Troms Kraft, der eierne er Tromsø kommune med 40 % og Troms fylkeskommune med 60 % [1], er et av de selskapene som har gjort investeringer utenfor kjernevirksomheten. I perioden 1998–2011 hadde selskapet en ekspansjonsstrategi hvor de blant annet investerte i Kraft & Kultur. Denne investeringen, samt andre investeringer utenfor kjernevirksomheten, førte til et meget betydelig tap på ca. 2 mrd. kr. Datterselskapet Kraft & Kultur alene sto for et tap på ca. 1,55 mrd. kr [2]. Troms Kraft har nå i stor grad solgt seg ut og ønsker å gå tilbake til kjernevirksomheten (Troms Kraft årsrapport, 2012).

Et annet kraftselskap som har påført sine kommunale eiere tap, er Lyse Energi. Dagens Næringsliv skrev 22. oktober 2013 at Lyse Energi, som eies av 16 rogalandskommuner, har investert 320 mill. kr i oljeselskapet Noreco. Da oljeselskapet ble gruset på børsen den 21.10.2013, gikk mesteparten av investeringen tapt. "Det hadde vært kjekt om vi heller kunne plassert disse pengene i kommunekassa," sa Sandnes-ordføreren Stanley Wirak (Endresen og Langved, 2013, s. 10). Ytterligere ett eksempel er seks norske kraftaktørers investeringsprosjekt i bredbåndsselskapet Ventelo, som førte til tap ved salg til langt under kostpris. Totalt dreide dette seg om et tap på mellom en halv og én mrd. kr, fordelt på de respektive selskapene [3].

Hendelser som dette har aktualisert mange spørsmål rundt denne typen investeringer. Med utgangspunkt i tapene eksemplifisert ovenfor, mener vi det er av betydelig interesse å se nærmere på investeringer gjort av kommunalt eide kraftselskaper. Følgelig vil det være interessant å vurdere investeringer i forhold til selskapenes kjernevirksomhet.

Det er flere eksempler på at kommunale kraftselskaper investerer i virksomhet utenfor kjernevirksomheten. På bakgrunn av slike investeringer, der penger har gått tapt, uttalte dosent Bernt Arne Bertheussen at kraftselskapene bør konsentrere seg om å drive med kraft og holde seg langt unna næringsfond og investeringer utenfor kjerneområdene sine (Eriksen, 2013). Konserndirektør i Lyse Energi AS påpekte som svar på dette i en kronikk at fiberutbygging og bredbåndstjenester, i tillegg til kraftvirksomhet, er en del av selskapets kjernevirksomhet [4]. Det kan tyde på at det i denne debatten er delte meninger om hva som inngår i sektorens kjernevirksomhet, og at en klar definisjon av begrepet kan komme godt med for videre analyse.

Formålet med denne studien er å se på kraftselskapenes grad av investeringer utenfor kjernevirksomheten og vurdere hvorvidt disse er lønnsomme eller ikke. Vi ønsker å se nærmere på om investeringer som har ført til tap, gjennomgående er et resultatet av kommunale kraftselskapers investeringer utenfor kjernevirksomheten. Skulle resultatene vise at investeringer utenfor kjernevirksomheten generelt er av ulønnsom karakter mener vi dette vil være av bedrifts- og samfunnsøkonomisk interesse, og da spesielt for de involverte aktørene.

Denne studien baserer seg på følgende problemstilling:

Er kommunalt eide kraftselskapers investeringer utenfor kjernevirksomheten lønnsomme?

1.2 Avgrensninger

For å kunne svare på studiens problemstilling har vi måttet sette klare avgrensninger både med tanke på metode og analyse. Tanken bak studien er forholdsvis enkel å forstå, men innfallsvinkelen for hvordan den skulle gjennomføres viste seg å være mer utfordrende enn først antatt. Vi ønsket i utgangspunktet å ha et større utvalg med i studien, men da tid er en begrenset ressurs ved gjennomføring av en masteroppgave, og det også er et omfattende behov for data per analyseenhet, så vi det nødvendig å gjøre et strategisk utvalg basert på kraftbransjen i Norge. Det ville også vært ønskelig med et lengre tidsperspektiv for analyseperioden, men datatilgang og utfordringer rundt regnskapsføring har satt en grense for dette.

2 Teori

Formålet med teori- og litteraturgjennomgang er å øke forståelsen for hvilke faktorer som bør inngå i studien, samt tilføre mer kunnskap om temaer som skal forskes på (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). Vi vil ta for oss to sentrale begreper: kjernekompetanse og diversifisering, og se disse i forhold til økonomisk lønnsomhet og deler av den forskningen som tidligere er gjort innenfor disse begrepene. Avslutningsvis presenterer vi den norske kraftsektoren, og gjør en kartlegging av kommuners formål ved eierskap.

2.1 Kjernekompetanse

En organisasjons kjernevirksomhet er de aktivitetene i bedriften som primært ligger til grunn for verdiskapningen (Nesheim, Garnæs og Nesheim, 2003). Relevant for de grunnleggende aktivitetene fokuseres det på viktige aspekter ved en bedrifts strategi. Strategien bør bygges på en oppfatning av hvilke kompetanser, samt hvilke unike ressurser, de besitter (Haanæs, 1998). Kjernekompetanse er således virksomhetens fundamentale styrker og aspekter ved virksomheten som håndteres svært godt. Når en kjernekompetanse er identifisert, kan virksomheten utforske muligheter hvor denne kompetansen kan lede videre til nye produkter eller nye markeder (Javidan, 1998).

Kjernekompetanse kan defineres som den kollektive læringen i organisasjonen, spesielt hvordan man koordinerer ulike produksjonsferdigheter og integrerer flere ulike teknologier. Slik sett handler det også om arbeidsorganisering og verdiskapning, og omfatter mennesker på ulike nivåer og innen alle funksjoner (Prahalad og Hamel, 1990). Kjernekompetanse er ingen begrenset ressurs, men vokser når den blir anvendt og delt. Det kan argumenteres for at den virkelige kilden til konkurransefortrinn ligger i ledelsens evne til å konsolidere hele virksomhetens teknologi- og produksjonsferdigheter over i kompetanse. Dette vil styrke de individuelle forretningsenhetenes evne til raskt å tilpasse seg endringer i markedet (ibid.). Kjernekompetanse er kilde til nye forretningsmuligheter og bør derfor være i sentrum for konsernstrategien. Det kan bygges opp ved kontinuerlig forbedring og utvikling, og kan strekke seg over lengre tid. Uten kjernekompetanse vil en stor virksomhet bare være en samling enkeltstående forretningsenheter. På denne måten fungerer kjernekompetanse som et slags lim, der forretningsenhetene bindes til en samlet portefølje (ibid.).

I en artikkel som omhandler begrepet kjernekompetanse har det blitt argumentert for at en virksomhet ikke bare må allokere penger, men også lete etter kompetanse som gjør at forretningsenhetene passer sammen (Haanæs, 1998). Prahalad og Hamel (1990) viser til kompetanse som motoren for bedriftsutvikling og understreker viktigheten av diversifisering av en portefølje, basert på kompetanse, fremfor tilfeldig sammensetning av forretningsenheter, med utgangspunkt i attraktiviteten av et marked. Haanæs (1998) definerer kompetanse på følgende måte:

”Kompetanse kan sees på som summen av kunnskap og ferdigheter. Kunnskap kan konkretiseres og overføres til andre personer før den brukes (...). Ferdigheter, derimot, kan kun tilegnes ved handling fordi de er meget vanskelige å beskrive.”
(Haanæs 1998, s. 2).

I økonomisk sammenheng kan kompetanse defineres mer spesifikt som et mål på virksomhetens evne til å løse tekniske og organisatoriske problemer. Tilstedeværelsen av slik kompetanse muliggjør håndtering av et bredt spekter av produktaktiviteter (Teece, Rumelt, Dosi og Winter, 1994). Virksomheter kan bli sett på som integrerte klynger av kjernekompetanser og vil typisk ha både en organisatorisk/økonomisk og en teknisk dimensjon. Organisatorisk/økonomisk kompetanse involverer 1) allokativ kompetanse (avgjøre hva som skal produseres og hvordan det skal prises), 2) transaksjonell kompetanse (avgjøre om man skal lage eller kjøpe, og om dette skal gjøres alene eller i partnerskap) og 3) administrativ kompetanse (hvordan designe organisatoriske strukturer og retningslinjer som muliggjør effektiv ytelse). Teknisk kompetanse inkluderer evnen til å utvikle og designe nye produkter og prosesser, og til å betjene anlegg og utstyr effektivt. Det inkluderer også evnen til å lære (ibid.).

Virksomheter som klarer å bygge opp sjeldne, verdifulle, ikke-substituerbare og vanskelig imiterbare ressurser, kan forventes å oppnå en fordel overfor konkurrentene, og betegnes som bedriftsspesifikke ressurser. Bedriften vil oppnå varig konkurransefortrinn dersom den klarer å implementere dette i sin strategi (Barney, 1991).

Kjernekompetanser, sammen med unike ressurser, gjør en virksomhet i stand til å bli konkurransedyktig (Haanæs, 1998). En virksomhet kan kun ha noen få kjernekompetanser, da det krever fokus og store investeringer å dyrke fram. En helhetlig satsing og en overordnet

form for organisering er nødvendig for å oppmuntre og bidra til felles kompetansebygging (ibid.).

2.2 Diversifisering

En virksomhet implementerer en diversifiseringsstrategi når den opererer i flere industrier eller markeder samtidig. Grad av diversifisering kan variere både med tanke på omfang og relaterthet til virksomheten. Diversifisering kan deles inn i tre kategorier: 1) begrenset diversifisering, 2) relatert diversifisering og 3) urelatert diversifisering (Barney, 2011). Ved begrenset diversifisering har hele, eller stor deler av, forretningsaktiviteten falt innenfor en enkelt industri. Ved relatert diversifisering har forretningsaktivitetene begynt å gå inn i flere industrier og går dermed vekk fra begrenset diversifisering. Typisk for relatert diversifisering er at de fleste av forretninger i de ulike industriene virksomheten opererer i, kan kobles til hverandre. Det er også mulig å operere innenfor ulike industrier uten denne koblingen. Dette er tilfellet ved urelatert diversifisering (ibid.).

Prahalad og Hamel (1990) har beskrevet den diversifiserte virksomheten som et stort tre. Stammen og hovedgreinene er kjerneproduktene, mindre greiner og kvister er forretningsområder og divisjoner, og løv, blomster og frukt er sluttproduktene. Røttene som sørger for næring og stabilitet, er bedriftens kjernekompetanse. Det er mulig å feilvurdere konkurrentens styrke bare ved å studere sluttproduktene, på samme måte som det er mulig å feilvurdere et tre ved bare ved å se på løvet.

Teoretisk argumentasjon antyder at diversifisering kan ha både verdiøkende og verdireduserende effekt på den totale verdien av virksomheten. Potensielle fordeler for en virksomhet som opererer i ulike bransjer inkluderer større effektivitet i drift, mindre insentiver til å gi slipp på positive nåverdiprosjekter, større gjeldskapasitet og lavere skatter og avgifter. Potensielle kostnader ved diversifisering omfatter økt vilkårlig ressursbruk for å foreta verdireduserende investeringer, kryssubsidiering som tillater dårligere stilte enheter å tappe ressurser fra enheter med større grad av lønnsomhet, og insentivproblematikk mellom sentralledelsen og avdelingsledelsen (Berger og Ofek, 1995). Overinvestering kan også være en potensiell kilde til tap i verdi ved diversifisering. Forskning har vist til at overinvestering er assosiert med lavere verdi for diversifiserte virksomheter og at enhetene av diversifiserte virksomheter overinvesterer mer enn det ikke-diversifiserte virksomheter gjør. Dersom

overinvestering og kryssubsidiering er riktig styrt og kontrollert, kan diversifisering som strategi gi små fordeler i form av økt gjeldskapasitet og skatte- og avgiftsbesparelser (ibid.).

2.2.1 Relatert diversifisering

I økonomisk betydning er forretningsenheter relatert dersom deres samdrift og/eller lederskap medfører besparelser. En egenskap ved diversifisering er at virksomheter over tid tilfører nye aktiviteter relatert til allerede eksisterende aktiviteter. De bygger sidelengs på det de har. En virksomhets diversifisering er et fenomen som ikke bare kan utvides i omfang, men også reduseres. Det har vist seg at virksomheter som ekspanderer ved å legge til relaterte aktiviteter trolig er den vanligste formen (Teece et al., 1994).

Det er betydelig uenighet om nøyaktig når og hvordan diversifisering kan bli brukt til å bygge langsiktige konkurransefortrinn. Det kan nevnes to hovedgrunner til denne uenigheten. For det første er den tradisjonelle måten å måle relaterthet mellom to forretningsenheter, ufullstendig. En virksomhet kan være i et sett av relaterte forretningsenheter uten å vinne signifikant fordel av disse strategiske enhetene. Grad av relaterthet vil være fordelaktig når den bistår virksomheten i å akkumulere ikke-handlende, ikke-substituerbare aktiva effektivt. For det andre er det begrensninger i måten forskere tradisjonelt har tenkt på relaterthet, primært fordi det tradisjonelle synet har tendert å utligne fordelene av relaterthet med den statiske utnyttelsen av breddefordeler. Dette impliserer at det er relaterthet av strategiske aktiva mellom forretningsenheter som er viktig, ikke relaterthet på markedsnivå (Markides og Williamson, 1994).

I en dynamisk verden er det bare virksomheter som er i stand til kontinuerlig å bygge nye strategiske aktiva hurtigere og rimeligere enn sine konkurrenter som vil få en bedre avkastning over lengre tid (ibid.). Kjernekompetanse har en vesentlig rolle i denne prosessen. Ved å overføre kjernekompetanse mellom strategiske forretningsenheter, er en virksomhet i stand til å øke hastigheten og senke kostnadene, hvilket akkumulerer nye strategiske aktiva. Disse mulighetene til å dra fordeler av kjernekompetanse støtter opp om den dynamiske fordelene av relatert diversifisering og definerer typene av relaterthet som en virksomhet bør forsøke å benytte seg av. Virksomheter som opererer i porteføljer av forretningsenheter som deler like muligheter for å utnytte merkevarebygging og behandling av kunde- og ledelsesferdigheter i team, høster signifikant fordel fra relatert diversifisering (ibid.).

2.2.2 Urelatert diversifisering

Konglomerat kan defineres som en samling urelaterte virksomhetsområder under felles ledelse (Boye, 2004). På 1960- og 1970-tallet ble konglomerater sett på som en mer effektiv måte å betjene urelaterte forretningsenheter på, i forhold til hva disse forretningsenhetene kunne betjene hver for seg (Lang og Stulz, 1993). Det har blitt påpekt at konglomerater ble utviklet av ledelsen som en konsekvens av spredt eierskap og manglende eierkontroll, ved at de gikk inn på forretningsområder der virksomheten ikke hadde konkurransefortrinn (Mohn, Emhjellen, Helgeland og Osmundsen, 2002). Allerede på 1980- og 1990-tallet snudde denne trenden, og flesteparten av konglomeratene ble oppløst (Brealey, Myers og Allen, 2008). Det viste seg at forsøk fra konglomerater der kapital ble allokert over flere urelaterte forretningsenheter, heller trakk verdi fra selskapet enn å tilføre det verdi (ibid.). Markedets oppfatning av konglomerater er at disse generelt sett er vanskeligere å styre og følge opp, og at de dermed har lavere avkastning (Mohn et al., 2002).

2.3 Økonomisk lønnsomhet

For å måle lønnsomheten ved diversifisering bør det skilles mellom relatert og urelatert diversifisering. Ved kun å fokusere på grad av diversifisering uten å gjøre dette skillet, vil en kunne få uklare og varierte resultater (Palepu, 1985). Basert på tidligere studier om industriell organisering og strategisk ledelse gjorde Palepu (1985) en analyse om relatert og urelatert diversifisering og påfølgende grad av lønnsomhet. På grunnlag av dette fremsatte han flere hypoteser, samt forsøkte å modifisere metoden brukt under tidligere studier på industriell organisering. Den statistiske analysen ble basert på 30 virksomheter i dagligvarehandelen. Resultatene viste at lønnsomheten til virksomheter med høy total diversifisering ikke var signifikant forskjellig fra lønnsomheten til virksomheter med lav total diversifisering. Resultatene viste for øvrig at lønnsomhetens vekstrate i virksomheter med høy relatert diversifisering var signifikant større enn lønnsomhetens vekstrate i virksomheter med høy urelatert diversifisering (ibid.).

Resultatene fra denne studien var ikke nye, men metoden skilte seg ut fra tidligere forskning. Den underbygde reliabiliteten fra de tidligere studienes konklusjoner og viste at deres validitet ikke var avhengig av metoden som ble brukt av andre. I stedet for å satse på diversifisering for egen nytte, må ledelsen i en virksomhet velge forretningsenheter som leder til reell

økonomisk vinning. Relatert diversifisering ser ut til å gi en større sjanse for å oppnå nettopp dette (ibid.).

En studie utført av Rumelt (1974) undersøkte forholdet mellom diversifiseringsstrategi, organisasjonsstruktur og økonomisk lønnsomhet. Denne studien har fått mye oppmerksomhet innen fagområdet strategi. Han brukte fire hovedkategorier og ni mindre kategorier for å karakterisere diversifiseringsstrategien til virksomheter. Hovedkategoriene var enkle virksomheter, dominerende virksomheter, relaterte virksomheter og urelaterte virksomheter. Disse kategoriene ga et spekter av diversifiseringsstrategier; fra virksomheter som forble udiversifisert til virksomheter som diversifiserte seg signifikant inn i urelaterte områder. Ved bruk av statistiske metoder gjorde Rumelt (1974) det mulig å relatere diversifiseringsstrategi til lønnsomhet. Kjernen var at relatert diversifisering er bra for lønnsomheten til en virksomhet, mens det motsatte er tilfellet for urelatert- eller konglomeratdiversifisering (Prahalad og Bettis, 1986). Ved bruk av ulike utvalg og målinger har disse funnene blitt videreutviklet og fremstilt på nytt ved flere senere studier.

I en annen studie ble forskjellen i lønnsomhet mellom relaterte og urelaterte diversifiserte virksomheter undersøkt. Testene indikerte at relatert diversifiserte virksomheter i gjennomsnitt utkonkurrerte urelatert diversifiserte virksomheter med rundt en til tre prosentpoeng i avkastning. Dette støttet Rumelts (1974) påstand om at ledere av relaterte virksomheter heller burde se etter diversifiseringsmuligheter i nært relaterte områder enn å bevege seg for langt vekk fra kjernevirksomheten (Bettis, 1981).

For å legge fram en sammenheng mellom diversifisering og lønnsomhet, og for å forstå koblingen mellom disse to begrepene, kan det brukes et konsept referert til som “den dominante logikk”. Denne tilnærmingen består av de mentale kartleggingene utviklet av erfaring fra kjernevirksomheten. Konseptet “den dominante logikk” representerer muligheter for å utdype forståelsen av hvordan diversifisering blir styrt og ledet, samt forholdet mellom diversifisering og lønnsomhet (Prahalad og Bettis, 1986).

Ved å fokusere på konsernledelsen og deres forhold til forretnings- og avdelingsledere (da det handler om å lede helheten i virksomheten) kan rammeverket for å koble diversifisering og lønnsomhet baseres på fire forskjellige premisser: 1) toppledelsen i en diversifisert virksomhet bør bli sett på som en samling av nøkkelindivider som har signifikant innflytelse på måten

virksomheten blir ledet; 2) kompleksiteten av prosessen til toppledelsen er en funksjon av virksomhetens strategiske mangfold. Det er lettere å lede en diversifisert bedrift i en strategisk lik virksomhet enn å lede en diversifisert virksomhet i strategisk ulike industrier; 3) strategisk like forretningsenheter kan bli ledet ved bruk av en enkelt dominant logikk. Diversifiserte virksomheter med strategisk mangfold gir behov for flere dominante logikker. Dette kan være innenfor teknologi, produktutvikling, distribusjon, reklame eller i forvaltning av menneskelige ressurser; 4) toppledelsens mulighet for å lede en diversifisert virksomhet begrenses av den dominante logikken som de er vant til (ibid.). Verktøy som ledelsen bruker for å identifisere, definere og ta strategiske avgjørelser, og deres syn på verden, er bestemt av deres erfaringer. Typisk for den dominante logikken i en diversifisert virksomhet er at den er påvirket av kjernevirksomheten. Konseptet dominant logikk, og rollen ledelsen har i å forstå og lede denne logikken, er viktige aspekter i forskningen på diversifisering og lønnsomhet (ibid.).

Det er flere studier som viser til at virksomheter som diversifiserer i relaterte enheter, gjør det bedre enn de som diversifiserer i urelaterte enheter. Til tross for dette er det stadig flere som mener det motsatte. På bakgrunn av denne uenigheten stilte Chatterjee og Wernerfelt (1991) seg spørsmålet om urelatert diversifisering er et bedre valg i enkelte tilfeller, på tross av at det i gjennomsnitt viser seg mindre lønnsomt enn relatert diversifisering (ibid.).

For å forstå linkene mellom diversifisering og lønnsomhet må en ta hensyn til virksomhetens ressursprofil. Potensialet for profitt for enhver virksomhet avhenger av ressursene de kan kontrollere. Typen ressurser som ble forsket på var henholdsvis: fysiske ressurser (anlegg og utstyr), immaterielle ressurser (merkenavn og innovativ dyktighet) og finansielle ressurser (interne og eksterne fond). En hypotese som ble testet gikk ut på at fysiske og immaterielle ressurser ville lede til mer relatert diversifisering, mens finansielle ressurser kunne lede til hvilken som helst type av diversifisering (ibid.).

Resultatene antydte at immaterielle og finansielle ressurser var de dominante faktorene for å beskrive hvilken type diversifisering et selskap vil velge, og bekrefter Bettis' (1981) formodning om at disse ressursene skaffer konkurransemessige fortrinn ved inntredelse i relaterte markeder. I gjennomsnitt var det en sterk assosiasjon mellom immaterielle ressurser og mer relatert diversifisering. Det var også assosiasjoner mellom langsiktig likviditet og mer urelatert diversifisering. Funnene støttet resultatene som hevdet at urelatert diversifisering antas å være mer risikofyllt i kapitalmarkedet. Virksomhetene med høy forskningsintensitet

var assosiert med mer relatert diversifisering, og tilgangen på langsiktig likviditet var assosiert med mer urelatert diversifisering. På grunnlag av dette kan en lage antakelser om retningen til en virksomhets utbredelse (Chatterjee og Wernerfelt, 1991). Det understrekes at også urelatert diversifisering kan lede til høyere lønnsomhet, og ledere må ikke la et prosjekt gå fra seg bare fordi det opererer i et urelatert marked (ibid.).

For å måle hvorvidt markedets verdsetting av et selskap er korrelert med graden av diversifisering, kan man bruke Tobins q (Lang og Stulz, 1993). Tobins q er differansen mellom markedsværdien på virksomhetens eiendeler og gjenanskaffelseskostnaden på disse (Teece et al., 1994). Hvis diversifisering ikke bidrar til verdi, kan man anta at Tobins q av et diversifisert selskap, er lik Tobins q til et ikke-diversifisert selskap (Lang og Stulz, 1993). Svært diversifiserte selskaper har signifikant lavere q (verdsatt lavere) enn separate forretningsenheter. Følgelig blir q redusert når et selskaps diversifisering øker. Dette kan indikere at diversifisering ikke er en vellykket strategi for høyere lønnsomhet, men er mindre klar i spørsmålet om hvorvidt diversifisering kan skade lønnsomheten. Selskaper som er mer diversifisert synes å yte svakere før de blir ytterligere diversifisert, noe som indikerer at det ikke nødvendigvis er diversifisering alene som gjør at de oppnår svakere lønnsomhet. Dette kan skyldes at diversifiserte selskaper søker vekst gjennom diversifisering fordi de har brukt opp vekstmulighetene i sine eksisterende aktiviteter (ibid.).

Innsikt rundt diversifisering og lønnsomhet kan oppnås ved å skille mellom diversifisering i relaterte aktiviteter og diversifisering i urelaterte aktiviteter. Virksomheter som diversifiserer i relaterte aktiviteter vil antageligvis kunne bruke eksisterende kompetanse, for så å oppnå konkurransemessige fortrinn i disse aktivitetene, mens virksomheter som diversifiserer i urelaterte aktiviteter ikke vil oppnå disse fordelene. Det kan se ut til at en mer detaljert analyse basert på disse fordelene og kostnadene ved diversifisering, kan være formålstjenlig (ibid.).

2.4 Kraftbransjen og kommunalt eierskap

En betydelig andel av norsk verdiskapning baserer seg på utnyttelse av naturressurser. Forsyning av kraft er en av disse, hvor særpreg i norsk utvikling og eierskap har blitt beskrevet i NOU 2001:29 som følgende:

"Norsk kraftsektor har en høy andel offentlig eierskap. Det har lange tradisjoner, og begrunnelsene har endret seg over tid. Nødvendigheten av infrastrukturbygging og forvaltning av naturressurser, samt næringspolitiske motiver knyttet til industrireising har historisk vært viktige årsaker til det offentlige eierengasjementet." (NOU 2001:29, s. 123).

Konsesjoner og lover har preget historien til det kommunale eierskapet i kraftbransjen fra tidlig på 1900-tallet (Thema Consulting, 2013). Vi vil videre beskrive den norske kraftsektoren og det kommunale eierskapet.

2.4.1 Den norske kraftsektoren

Kraftsektoren i Norge kan betegnes som en såkalt grunnrentenæring (Bye, Bergh og Holstad, 2010). En grunnrentenæring baserer seg på utnyttelse av naturressurser og kan oppnå høyere avkastning enn andre næringer (Bøeng og Bye, 1999). Kraftsektoren er karakterisert ved et mangfold av ulike aktører innenfor forskjellige virksomhetsområder og er organisert rundt aktivitetene produksjon, overføring og omsetning av kraft [5]. Norsk produksjon er hovedsakelig basert på vann, som er et eksempel på en ressurs som gir opphav til grunnrente. Meravkastningen kalles grunnrente da det er en bestemt tilgang på en begrenset ressurs (NOU 2001:29).

Kraftbransjens næringshovedområde

For å beskrive kraftbransjens næringshovedområde kan man bruke Norsk standard for næringsgruppering (SN2007), utarbeidet av Statistisk Sentralbyrå (SSB), som bygger på EUs tilsvarende standard (NACE). Denne er regulert i en egen rådeforordning og har som formål å gi regler og retningslinjer for næringsklassifisering og klare definisjoner av statistiske enheter. Næringsklassifiseringer blir på den måten enhetlige, noe som er nødvendig for å sammenligne og analysere statistikk for avgrensede næringer over tid, og på tvers av kilder og type undersøkelser. I SSBs arbeid med næringsstandarder inngikk hyppig kontakt med brukere av standarden, som offentlige instanser, bransjeorganisasjoner, yrkessammenslutninger og interesseorganisasjoner. Videre anbefaler SSB at alle som har behov for en næringsgruppering, bruker denne standarden [6].

Kraftselskaper opererer innenfor næringshovedområdet "Elektrisitets-, gass-, damp- og varmtvannsforsyning". Dette er videre delt inn i [6]:

1. Produksjon, overføring og distribusjon av elektrisitet
2. Produksjon av gass og distribusjon av gass gjennom ledningsnett
3. Damp- og varmtvannsforsyning

Utvikling av bransjen

Bekymringen for utenlandsk eierskap på 1900-tallet i norsk kraftsektor er bakgrunnen for den store andelen offentlig eierskap i dag (Bye og Halvorsen, 1998). På den tiden var norsk kraftnæring preget av private og utenlandske aktører, som ville utnytte og bygge ut norske fossefall. Norske myndigheter ønsket styring og kontroll på dette området, og innførte derfor i 1906 "... konsesjonsplikt for erverv av fallrettigheter og for utbygging av større vannfall." (NOU 2004:26, s. 12). Dette var en midlertidig lov, som i 1909 ble erstattet av konsesjonsloven. Med denne fulgte også en hjemfallsordning som ga staten rett til å overta fallrettigheter og anlegg fra private aktører ved konsesjonstidens utløp. Senere, i 1969, ble også kommuner og fylkeskommuner underlagt konsesjonsplikt som innebar at også disse kunne få konsesjon på ubegrenset tid. Hovedforskjellen mellom de private og de offentlig eide kraftselskapene med tanke på drift, var at de private kraftselskapene gjerne produserte til egen industri, mens de offentlig eide kraftselskapene ivaretok levering til alminnelig kraftforsyning (NOU 2004:26).

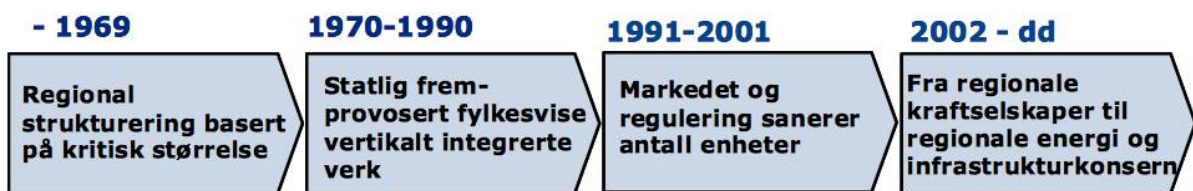
I perioden før 1970 var kraftforsyningen preget av mindre regionale kraftverk. I perioden mellom 1970 og 1990 baserte utviklingen seg på å sikre en økonomisk og rasjonell struktur, preget av sammenslåinger og koordinert utbygging (Econ Pöyry, 2009).

Norsk kraftbransje gjennomgikk en omstrukturering med innføring av markedsbasert produksjon og omsetning av kraft, etter at energiloven ble innført i 1991 (NOU 2004:26). Hensikten med loven var å sikre at produksjon, overføring og omsetning av kraft foregikk på en samfunnsmessig rasjonell måte, samt at det skulle tas hensyn til allmenne og private interesser som ble berørt (Energiloven § 1–2). Energiloven åpnet således for fri konkurranse innenfor disse områdene (Thema Consulting, 2013). Før dette hadde gjeldende lover vært spredt over flere steder i lovverket slik at det var vanskelig å benytte seg av – og å få oversikt over lovene. Et annet formål var å generere jevnere priser mellom brukergrupper og regioner (Bye og Halvorsen, 1998). Etter innføringen av loven bar kraftsektoren større preg av

forretningsvirksomhet samt krav til lønnsom drift. Loven førte også til en økning i den offentlige eierandelen, da private verk ble solgt til offentlige selskaper (NOU 2006:6). Større regionale kraftselskaper ble etablert, for eksempel Lyse Energi, BKK, Agder Energi og Skagerak Energi (NOU 2004:26).

I perioden etter 2002 og fram til dags dato, har bransjen utviklet seg til å omfatte regionale energi- og infrastrukturkonserner som et resultat av frivillige strukturelle prosesser (Econ Pöyry, 2009). Nye satsingsområder som bredbånd, vindkraft, fjernvarme og gassnett ble fremtredende, i tillegg til de tradisjonelle virksomhetsområdene. Investeringer i utland, hovedsakelig relatert til vannkraft, kom også på agendaen for flere av aktørene i bransjen (ibid.).

Econ Pöyry (2009) har illustrert denne utviklingen som vist i figur 2.1.

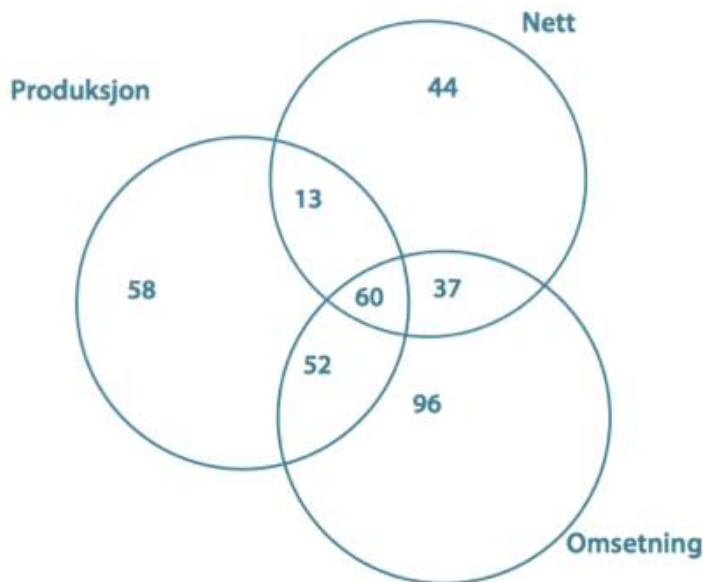


Figur 2.1: Epoker i norsk kraftbransje (Econ Pöyry, 2009)

2.4.2 Kommunalt eierskap

Kommuner, fylkeskommuner og staten eier rundt 90 % av produksjonskapasiteten i kraftbransjen. I en rapport utarbeidet for Kommunal- og regionaldepartementet kommer det fram at norske kommuner og fylker eier verdier for i overkant av 200 mrd. kr i kraftsektoren. For kommuner og fylkeskommuner kan disse verdiene ha stor viktighet med tanke på økonomisk utvikling (Econ Pöyry, 2008). Eierskapet omfatter så vel kraftproduksjon som nett- og omsetningsvirksomhet, og i økende grad virksomhet som fjernvarme og bredbåndstjenester (ibid.). Mange av selskapene har flere eiere, og det er stor grad av krysseierskap. Staten har sitt eierskap organisert i Statkraft, og eier omtrent en tredjedel av produksjonskapasiteten i landet [5].

Figur 2.2 viser at det per 1.1.2011 var 60 selskaper som drev med både produksjon, nettvirksomhet og omsetning, 44 selskaper drev bare nettvirksomhet, 58 drev kun med produksjon og 96 drev kun med omsetningskonsesjon. Totalt er det 360 selskaper som har omsetningskonsesjon i Norge [5]. De overlappende sirklene viser aktører som opererer innenfor flere virksomhetsområder.



Figur 2.2: Konesjonærer etter virksomhet (per 1.1.2011) [5]

Formål med eierskap

Kommunene og fylkeskommunene kan gjennom eierstyring tydeliggjøre sitt formål gjennom generalforsamlingen, valg av styret og eierskapsmeldinger. I eierskapsmeldingene legges det en ramme for styring og kontroll av kraftselskapenes virksomhet (Thema Consulting, 2013). Kommunene har hovedsakelig to formål med eierskapet sitt, hvor det ene er av finansiell karakter (herav utbytte) mens det andre dreier seg om å bidra til lokal næringsutvikling. Et eksempel på dette er Stavanger kommune, som har en eierandel på 43,68 % i Lyse Energi. De betrakter sitt formål med eierskapet som forretningsmessig/finansielt (forventning om utbytte), samt at de skal være en "(...) vekstmotor i regionen, ivareta samfunnsansvar, ivareta kulturpolitiske målsettinger mv." [7]. God eierstyring er viktig for å kunne håndtere utfordringer på en god måte og det bør utarbeides en balanse mellom eiernes krav til utbytte og virksomhetens kapitalbehov for å sikre en langsiktig og god utvikling (Thema Consulting, 2013). En rapport fra Thema Consulting (2012) viser at kraftselskapene i Norge har hatt et historisk høyt utbyttelnivå siden begynnelsen av 2000-tallet. Dersom kraftselskapene har til hensikt å opprettholde en slik utbyttepolitikk fremover i årene, må investeringer reduseres

eller ny kapital hentes inn. Utbytteneivået ikke er forsvarlig med mindre egenkapitalen reduseres gjennom lånefinansiering (ibid.).

En tilsvarende kartlegging av utbytteutbetalinger fra bransjen i perioden 2002–2006, viste at utbytteandelen stort sett fulgte selskapenes resultatutviklinger (som i stor grad er relatert til kraftprisene), og var i snitt mellom 70 % og 80 % av årsresultatet. Likevel viste utbyttene store variasjoner mellom selskapene, og over tid (Econ Pöyry, 2008).

I perioden 1997–2002 syntes flere kommuner og fylkeskommuner å selge seg ut av kraftbransjen, da lønnsomheten på vannkraft ble vurdert som tvilsom (Econ Pöyry, 2008; Kjærland, 2009). For eksempel solgte flere sørlandskommuner 45,5 % av aksjene i Agder Energi i 2001, med Kristiansand kommune i spissen (Kjærland, 2009).

Thomson og Sande (2004) ville kartlegge hvorfor norske kommuner synes å selge seg ut av den norske kraftsektoren. Studien så på ulike verdivurderinger relatert til salg av kraftverk som et stadig tilbakevendende tema i media. Ved å foreta en verdivurdering av Agder Energi (tilfeldig valgt kraftselskap), samt se på en antatt kommunes salg av aksjer i selskapet, var hensikten å se denne avkastningen i forhold til et forventet utbytte i selskapet (Thomson og Sande, 2004). Studien konkluderte med at det var til dels store ulikheter mellom den faktisk løpende avkastningen og alternativ avkastning for kommuner. Ved å bytte ut en aksjeinvestering med en annen type investering som gir høyere avkastning til en lavere risiko, var det klart at man ut ifra finansiell teori burde omplassere sin formue. De stiller seg avslutningsvis spørrende til hvorfor det fortsatt er mange kommunalt eide selskaper igjen i Norge. Det nevnes flere forklaringer på dette, eksempelvis at kommunene ikke vet hvilke verdier de sitter på eller at de ser viktige politiske og lokale industrielle fordeler ved fortsatt eierskap i kraftselskaper (ibid.).

2.5 Forskningsspørsmål

Basert på problemstillingen og det teoretiske rammeverket over, vil vi fremsette følgende forskningsspørsmål:

Forskningsspørsmål 1: Har norske kraftselskaper gitt eierne mer- eller mindreavkastning de ti siste årene i forhold til referanseindeksen OSEBX på Oslo Børs?

Forskningsspørsmål 2: I hvilken grad investerer kraftselskapene utenfor kjernevirksomheten?

Forskningsspørsmål 3: Har kraftselskapenes investeringer i urelaterte virksomheter vært mindre lønnsomme enn investeringene i relaterte virksomheter?

3 Metode

Dette kapittelet vil vise den metodiske tilnærmingen til studien. Vi vil presentere forskningsdesign, utvalg, metode for datainnsamling og dataanalyse, og tilslutt gjøre en evaluering av metoden. Begrunnelsen for valg av metode i en bestemt situasjon vil bero på forskningens mål og hvilke ressurser man har tilgang til (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010).

3.1 Forskningsdesign

Et forskningsdesign er selve rammeverket til det som knytter seg til et vitenskapelig arbeid, og gir en detaljert beskrivelse av hvordan analyseprosessen skal legges opp for å løse problemstillingen (Gripsrud et al., 2010). Valg av forskningsdesign avhenger av "... hvilke type data man trenger, hvordan disse dataene skal skaffes til veie og hvordan de skal analyseres" (Gripsrud et al., 2010, s. 38). Tre aspekter nevnes som spesielt viktig for forskningsdesignet: tidsperspektivet for undersøkelsen, utvalget og typen datamateriale (Johannessen, Christoffersen og Tufte, 2011). De ulike aspektene ved forskningsdesignet er nødvendige for å forstå *hva* man ønsker å oppnå og *hvordan* man har tenkt å oppnå dette, selv om designet skulle endres underveis (Saunders, Lewis og Thornhill, 2012).

Det skilles gjerne mellom tre ulike forskningsdesign; eksplorerende (utforskende), deskriptivt (beskrivende) og kausalt (forklarende). Disse kan brukes hver for seg eller i kombinasjon (Saunders et al., 2012). Hvilket design man velger, avhenger av hvor mye man allerede vet om temaet og hvilke mål man har med analysen (Gripsrud et al., 2010). Eksplorerende undersøkelser har en noe uklar problemstilling, og formålet her er å gå dypere inn i forhold som en har mindre kjennskap til. En målsetting ved denne typen design kan være å finne aktuelle problemstillinger for videre forskning (Johannessen et al., 2011). Det eksplorerende designet kan fungere som et forarbeid for det kausale forskningsdesignet, der det er satt opp hypoteser for videre kvantitativ testing. Det kausale designet har til hensikt å identifisere et årsak-virkningsforhold, altså at en avhengig variabel (virkning) kan forklares av en (eller flere) uavhengig variabler (årsaker) (ibid.).

For et deskriptivt design er formålet å få en nøyaktig beskrivelse av hendelser, personer eller situasjoner på et bestemt område. Dette forskningsdesignet kan være en forlengelse av, eller et forarbeid til, en del av eksplorativ forskning, men mer vanlig som en del av kausal forskning

(Saunders et al., 2012). Ved bruk av dette designet forutsettes det at forskeren har en grunnleggende oppfatning av problemområdet (Gripsrud et al., 2010). Basert på dette faller vår forskning hovedsakelig inn under det deskriptive designet. Typisk for dette designet er at det ofte er en kvantitativ metode som bruker store, representative utvalg (ibid.). Resultatene fra deskriptiv forskning kan være bekreftende, men ofte er det behov for videre forskning (Zikmund et al., 2012).

Metoden i vår studie vil innebære både kvalitative og kvantitative data. Når man analyserer ved å bruke en kvalitativ metode, er det data i form av tekst som bearbeides. Ved en kvantitativ metode er det data i form av tall som analyseres (Grønmo, 2004). Vi vil samle inn data parallelt i form av tekst og tall. Ved å gjøre dette kan de kvantitative dataene gi grunnlag for å få en oversikt over generelle mønstre av det vi ønsker å undersøke, og dette vil underbygges og konkretiseres av de kvalitative dataene. De kvalitative dataene vil også hjelpe oss å tolke resultatene fra den kvantitative metoden. Styrken ved den kvantitative metoden er at man kan generalisere funnene fra utvalget til å gjelde en hel populasjon (ibid.).

Vi ønsker å foreta en empirisk undersøkelse som tar utgangspunkt i en tidsserieanalyse av en gitt industri. Empiri er påstander om virkeligheten og defineres på grunnlag av erfaringer. Denne virkeligheten blir presentert i form av data og skal gi et troverdig bilde av hvordan en gitt situasjon faktisk er (Johannessen et al., 2011). Undersøkelser som tar utgangspunkt i utvikling over tid fremkommer i både kvalitative og kvantitative studier (Grønmo, 2004). Ettersom vi ønsker å se på langsiktige trender og utviklingstendenser over en tiårsperiode, hører vår studie inn under en tidsserieundersøkelse. En slik kvantitativ undersøkelse tar utgangspunkt i tilgjengelig informasjon som finnes i ulike typer registre og som er sammenlignbar for de ulike tidspunktene (Grønmo, 2004). Ettersom vi ønsker å sammenligne utvalget over flere år, gjør vi gjentatte tverrsnittsundersøkelser (ved hjelp av datamaterialet). Fordelen ved dette er at vi kan se utviklingen mellom flere tidspunkter (Johannessen, 2011). Trender og utviklingstendenser kan illustreres ved hjelp av tidsseriediagrammer. Tidsperioden vil da bli presentert langs den horisontale aksene, mens målene som skal sammenlignes presenteres langs den vertikale aksene (Grønmo, 2004).

3.2 Utvalg

Når man skal gjøre statistiske analyser og trekke slutninger med grunnlag i funnene, er fremgangsmåten for den kvantitative undersøkelsen viktig. I dette inngår hvor mange og hvem som skal være med i utvalget (Gripsrud et al., 2010). En populasjon kan defineres som: " ... summen av alle de undersøkelsesenheterne en ønsker å si noe om" (Gripsrud et al., 2010, s. 129). En liste over de elementene som til sammen danner populasjonen kalles for en utvalgsramme, og ut fra denne kan vi trekke et utvalg som kan gi et godt bilde av populasjonen (Gripsrud et al., 2010).

Populasjonen består av alle norske kraftselskaper som driver med produksjon, overføring og distribusjon av elektrisitet. Utvalget er videre gjort på bakgrunn av en bransjeanalyse foretatt av Pareto Securities i 2012. Analysen dreier seg om kraftselskapers avkastning og soliditet basert på de 30 største kraftselskapene i landet, målt etter bokført total kapital (Pareto Securities, 2013). Utvalget vårt tar således utgangspunkt i et strategisk ikke-sannsynlighetsutvalg, som gjør at enhetene blir valgt på bakgrunn av bestemte egenskaper vi mener gjør utvalget representativt for bransjen (Gripsrud et al., 2010). Enhetene må ha kommunale og/eller fylkeskommunale eiere med ulik grad av innflytelse, og ha en viss geografisk spredning. Det må i tillegg foreligge tilgjengelig informasjon om de enkelte enhetene for å kunne gjennomføre en analyse, og analyseenheterne bør føre regnskap på en slik måte at informasjonen selskapene imellom er sammenlignbar. Størrelsen på utvalget er av betydning for hvorvidt man kan uttale seg på vegne av en populasjon (Gripsrud et al., 2010). Muligheter for generalisering begrenser seg for denne typen utvalg, men da vi har valgt å studere et større antall enheter i kraftbransjen, mener vi dette styrker mulighetene til å overføre funnene til resten av populasjonen.

Utvalget til analysen har derfor resultert i ti enheter, hvorav alle tilfredsstillende kriteriene våre. Utvalget består av Lyse Energi, Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap (BKK), Eidsiva Energi, Agder Energi, Skagerak Energi, Nord-Trøndelag Elektrisitetsverk (NTE), Troms Kraft, TrønderEnergi, Sogn og Fjordane Energi (SFE) og Nordkraft.

3.3 Datainnsamling

For innsamling av data til analysen vil vi i all hovedsak benytte oss av sekundærdata i form av selskapenes offentlig tilgjengelige kilder. Datakilder vi har brukt er primært årsrapporter, men også selskapenes egne hjemmesider, offentlig statistikk og avisartikler. Finansregnskapet og regnskapsstandarder vil bli presentert i forbindelse med metodisk bruk av årsrapportene, før vi presenterer variablene som vi ønsker å operasjonalisere.

3.3.1 Sekundærdata

Datakilder deles først og fremst inn i sekundærdata og primærdata. Sekundærdata er informasjon som andre har samlet inn, hovedsakelig for et annet formål enn ens eget. Primærdata er originaldata samlet inn for eget formål og er nødvendig når sekundærdata ikke er tilgjengelig eller ikke kan gi svar på forskningsspørsmålene (Ghauri og Grønhaug, 2010).

For innhenting av data til analysen har vi benyttet oss av sekundærdata. Denne typen data er nyttig for å løse, forstå og forklare forskningsproblemet. Sekundærdata kan klassifiseres som enten interne eller eksterne kilder. Interne kilder kan være brosjyrer og kataloger, avdelingsrapporter, garantier etc. Eksterne kilder er publisert materiale som bøker og artikler, statistikker, årsrapporter og forskningsrapporter (Ghauri og Grønhaug, 2010). Fordeler ved bruk av sekundærdata er først og fremst at det er tids- og kostnadsbesparende. At kildene er lett tilgjengelige, kan gjøre det enklere å formulere og å forstå forskningsproblemet, samtidig som det utvider grunnlaget det skal trekkes konklusjoner fra (ibid.). Da sekundærdata, som tidligere nevnt er hentet inn for annet formål, må man være kritisk til hvorvidt de passer til ens eget forskningsproblem. En feil som kan oppstå i sammenheng med dette, kan føre til konklusjoner basert på ukorrekt informasjon (ibid.). Andre feilkilder kan oppstå ved tolkning av data, ved bruk av utvalg fremfor hele populasjonen eller feil som gjør dataene ugyldige. Data bør forkastes dersom man er usikker på kvaliteten (Gripsrud et al., 2010).

3.3.2 Finansregnskapet og regnskapsstandarder

Ved hjelp av kraftselskapenes finansregnskaper har vi funnet data om kraftselskapenes investeringer i ulike virksomhetsområder og lønnsomheten til disse. Hovedformålet med finansregnskapet er å informere om en virksomhets økonomiske utvikling og finansielle

stilling. "De bokførte opplysningene må være så omfattende at rapportene som regnskapssystemet genererer, er relevante og nyttig for brukerne" (Langli, 2010, s. 5). Årsregnskapet har til hensikt å gi offentlig innsyn, og er således ment for eksterne brukere. Eksterne brukere er aktører som ikke har krav på økonomisk innsyn i økonomistyringsrapportene, for eksempel privatpersoner, andre selskaper og leverandører (Langli, 2010).

Informasjonen i finansregnskapene er i stor grad aggregert på konsernnivå. Dette gjør det vanskelig å finne informasjon som er tilstrekkelig detaljert til å svare på forskningsspørsmålene våre. Et konsern består av et kontrollerende morselskap og ett eller flere datterselskap. Hver av disse fungerer som selvstendige juridiske enheter. Morselskapet er gjennom regnskapsloven pålagt å føre konsernregnskap som må omfatte alle de selvstendige enhetene. Formålet med konsernregnskapet er å vise konsernet som en samlet økonomisk enhet. Konsernregnskapet er således et godt utgangspunkt for tolkning av alle aktivitetene som utføres av både mor- og datterselskap (Granlund, Gøbel, Holseter og Rimstad, 2010).

Det finnes ulike regnskapsstandarder som regulerer utarbeidelsen av virksomheters årsregnskap. For vår studie vil det være NGAAP (Norwegian Generally Accepted Accounting Principales) og IFRS (International Financial Reporting Standard) som er relevant å se nærmere på. I litteraturen blir forkortelsene NGAAP og GRS brukt om hverandre, men omhandler begge regnskapsloven og såkalt god regnskapsskikk. I teorien har vi benyttet GRS der det har blitt referert til som dette, men ellers forholdt oss til forkortelsen NGAAP.

IFRS og GRS har prinsipielle og praktiske forskjeller, men er også sammenfallende på enkelte områder. Den viktigste prinsipielle forskjellen er tilnærmingen til regnskapet: Mens GRS har størst fokus på resultatregnskapet (resultatorientert), har IFRS fokus på balansen (balanseorientert) (Fardal, 2007a). Granlund et al. (2010) forklarer når IFRS og GRS skal brukes i konsernregnskapet:

"Norske børsnoterte selskaper og selskaper børsnotert i EU-land må benytte International Financial Reporting Standard (IFRS) ved utarbeidelsen av konsernregnskap, mens ikke-børsnoterte selskaper i Norge kan velge mellom å benytte IFRS eller norsk god regnskapsskikk (GRS)." (Granlund et al., 2010, s. 15).

Børsnoterte foretak har vært pålagt å utarbeide konsernregnskapet etter IFRS siden 2005, mens foretak med børsnoterte obligasjonslån måtte gå over til IFRS fra og med 2007. Andre foretak kan til en viss grad velge regnskapsspråk etter eget ønske (Kvifte, Tofteland og Bernhoft, 2011). Vi har ingen børsnoterte kraftselskaper i utvalget vårt, men flere selskaper med børsnoterte gjeldsinstrumenter.

IFRS kan brukes på to måter: Det kan anvendes fullstendig ved at en bare forholder seg til de internasjonale regnskapsstandardene, eller ved forenklet IFRS som betyr regnskapsføring etter IFRS og presentasjon og tilleggsopplysninger som er mindre omfattende (Kvifte et al., 2011). Vi vil gå nærmere inn på de forskjellene ved IFRS og NGAAP som er relevante for analysen senere i kapitlet.

Målemetoder for investeringer

Vi har behov for å splitte eiendelene i konsernbalansen og resultatet i konsernets resultatregnskap i områdene kjernevirksomhet, relatert virksomhet og urelatert virksomhet, for å kunne måle lønnsomheten til hvert av de tre investeringsobjektene. Vi tror at vi har fått tak i valide data ved å hente opplysninger fra konsernets resultatregnskap, balanse, kontantstrømoppstilling og påfølgende noter. Datasettet vårt baserer seg på finansregnskapene for perioden 2003–2012 for alle kraftselskapene som er med i utvalget.

Målemetodene for regnskapsføring av investeringer i andre virksomheter beror på om regnskapet er ført som selskapsregnskap eller konsernregnskap, og i tillegg hvilken innflytelse eierskapet har. Ved ulik grad av innflytelse er det vanlig å skille mellom investering i datterselskap, tilknyttet selskap, felleskontrollert virksomhet og andre aksjer og andeler (Langli, 2010). Utfallet av dette er vist i figur 3.1. For eksempel må investeringer i tilknyttet selskap føres etter egenkapitalmetoden i konsernregnskapet, mens investering i aksjer og andeler føres etter kostmetoden.

Investering i:	Behandling i	
	Selskapsregnskap	Konsernregnskap
Datterselskap	Egenkapitalmetoden eller kostmetoden	Konsolidering
Tilknyttet selskap	Egenkapitalmetoden eller kostmetoden	Egenkapitalmetoden
Felleskontrollert selskap	Egenkapitalmetoden eller bruttometoden	Egenkapitalmetoden eller bruttometoden
Andre aksjer og andeler	Kostmetoden	Kostmetoden

Figur 3.1: Aktuelle metoder for regnskapsføring av eierinvestering (Langli, 2010, s. 243)

Etter regnskapsloven skal det gis noteopplysninger for investeringer som regnskapsføres etter egenkapitalmetoden. Regnskapsloven § 7–16 slår fast følgende om investeringer som føres etter egenkapitalmetoden:

"For investering som regnskapsføres etter egenkapitalmetoden, skal det opplyses om anskaffelseskost og balanseført egenkapital på anskaffelsestidspunktet. For hver investering skal det opplyses om inngående balanse, inntektsført resultat, andre endringer i løpet av året og utgående balanse. Det skal opplyses om merverdier og goodwill samt avskrivning av merverdier og goodwill."

Avkastningen på investeringer i andre selskaper ved bruk av egenkapitalmetoden periodiseres på en gunstigere måte enn ved bruk av kostmetoden (Langli, 2010). Ved bruk av denne metoden benyttes de generelle målereglene for anleggsmidler, som blant annet påpeker at vurdering av anleggsmidler skal settes til anskaffelseskost (rskl. § 5–3). Kostmetoden krever mindre regnskapskompetanse enn egenkapitalmetoden, men fører med seg noen ulemper. Nedskrivning av balanseført verdi skjer bare ved verdifall (oppskrivning er ikke lov) og det er avkastning i form av utbetalt utbytte som vanligvis resultatføres; altså verdiskapning som ikke gir utbytte, resultatføres ikke (Langli, 2010). Felleskontrollerte virksomheter kan føre regnskap enten etter bruttometoden eller egenkapitalmetoden i konsernregnskapet (Langli, 2010). Regnskapslovens § 5–18 slår fast at "Regnskapsføring etter bruttometoden innebærer at deltakeren regnskapsfører sin andel av inntekter, kostnader, eiendeler og gjeld."

3.3.3 Operasjonalisering av investeringsbegrepet

Å operasjonalisere et fenomen betyr å klassifisere det inn i definerte kategorier, eller spesifikt måle fenomenet ved å undersøke frekvensen av det (Johannessen et al., 2011). Hensikten med operasjonaliseringen er å gjøre selskapenes investeringer i henholdsvis urelatert og relatert virksomhet, samt kjernevirksomhet, målbare. Det er utfordrende å kategorisere disse basert på informasjonen som er tilgjengelig i konsernregnskapene, men av tilgjengelig informasjon er det investeringer i tilknyttede selskap og investeringer i aksjer og andeler i andre selskaper som er relevante å se nærmere på. I dette delkapitlet vil vi presentere variablene som skal operasjonaliseres, mens vi i neste delkapittel diskuterer hvordan vi har gått fram for å dele eiendelene til et kraftselskap, slik de presenteres i et konsernregnskap, inn i kategoriene vi trenger for å kunne svare på studiens forskningsspørsmål.

Investeringer i tilknyttet selskap

Regnskapslovens § 1–4 definerer tilknyttet selskap som foretak hvor den regnskapspliktige har betydelig innflytelse, men som ikke er datterselskap eller felleskontrollert virksomhet. Om den regnskapspliktige *faktisk* benytter seg av muligheten til betydelig innflytelse, er ikke avgjørende for definisjonen (Fardal, 2007b). Den regnskapspliktige vil normalt ha betydelig innflytelse dersom den har en stemmeandel mellom 20 % og 50 % (Dahl, 2004). Er eierandelen mindre enn 20 %, må investor sannsynliggjøre betydelig innflytelse, for eksempel gjennom avtaler, styresammensetning eller lignende [8]. Ved betydelig innflytelse har den regnskapspliktige makt til å ta del i finansielle og driftsmessige bestemmelser i selskapet der investeringen er foretatt (Fardal, 2007b).

Da det er to forskjellige regnskapsstandarder som blir brukt i årsrapportene, må vi se nærmere på hvilke forskjeller dette innebærer for tilknyttede selskaper. Ved bruk av IFRS skal investeringer i tilknyttet selskap regnskapsføres etter egenkapitalmetoden (Kvifte et al., 2011). Det samme gjelder ved bruk av NGAAP (rskl. § 5–17). Likevel kan det observeres enkelte ulikheter ved disse to regnskapsføringene i denne sammenhengen. Ulikhetene knytter seg spesielt til virkningen av at finansielle derivater (som krafthandel, valutahandel og renteavtaler) balanseføres til virkelig verdi. Her er reglene for sikringsbokføring strengere etter IFRS enn etter NGAAP. Etter IFRS skal finansielle derivater balanseføres til virkelig verdi, mens verdiendringer skal resultatføres (BKK årsrapport, 2007). Et eksempel på dette er hentet fra BKKs årsrapport fra 2007, da selskapet gikk over til å føre etter IFRS. Investeringer

i tilknyttet selskap ble nedskrevet med ca. 218 mill. kr i 2007, noe som utgjorde en differanse på 5,6 % sammenlignet med tilsvarende føring etter NGAAP. Det er ikke tillatt å føre til virkelig verdi etter NGAAP (Kvifte et al., 2011).

Konsernets resultatandel i tilknyttede selskap resultatføres (som regel under finansposter) og tillegges balanseført verdi av investeringene ved føring etter IFRS (BKK årsrapport, 2007). Dette fikk også konsekvenser for BKK i 2007, hvor inntekt på investering i tilknyttet selskap ble nedskrevet med over 25 mill. kr. Endringer som dette kan skyldes reklassifisering av poster i resultatregnskapet, som var tilfellet da Eidsiva Energi gikk over fra NGAAP til IFRS (Eidsiva Energi årsrapport, 2007). Endringene er ikke nødvendigvis like betydelige for alle selskaper, men det er viktig å ha i bakhodet at det kan være en regnskapsmessig differanse ved overgang fra NGAAP til IFRS.

Investeringer i aksjer og andeler

En investering inngår i gruppen investering i aksjer og andeler når den ikke kan klassifiseres som investering i datterselskap, tilknyttet selskap eller felleskontrollert virksomhet (Langli, 2010). Dersom eierandelen til den regnskapspliktige er over 10 %, skal investeringen angis etter selskap. Det samme gjelder dersom investeringen utgjør mer enn 50 % av egenkapitalen til den regnskapspliktige. Det skal da informeres om balanseført verdi, eventuell markedsverdi og eierandel for hver av selskapene (rskl. § 7–18).

Investering i aksjer og andeler kan bli omtalt på forskjellige måter i selskapenes årsrapporter. Ved IFRS benevnes denne gruppen oftest som *andre finansielle anleggsmidler*, tilsvarende som ved bruk av NGAAP. Her nedskrives finansielle anleggsmidler under finansposter i resultatregnskapet etter kostmetoden (Langli, 2010). Nedskrivning knyttet til IFRS er beskrevet under finansielle eiendeler tilgjengelig for salg i konsernregnskapets noter. Disse skal måles til virkelig verdi i balansen, med endringer i verdi som andre inntekter og kostnader i resultatregnskapet (Kvifte et al., 2011).

Endring ved overgang til IFRS er ikke av betydning for alle selskaper. Eidsiva Energi er et selskap der vi har observert endring i nedskrivning av andre finansielle anleggsmidler; det ble nedskrevet 8 mill. kr ved føring etter NGAAP i 2006, mens dette ble korrigert bort i 2006 da tallene ble gjort om i henhold til IFRS (Eidsiva Energi årsrapport, 2007).

Investeringer i kjernevirksomhet

Hva som er kjernevirksomhet vil kunne variere, ikke bare mellom kraftselskaper, men også i samme selskap over tid. I delkapittel 2.4.1 presenterte vi kraftselskapers næringshovedområde som til en viss grad kan brukes til å definere kraftselskapers kjernevirksomhet. Samtidig vil selskapene kunne definere sin kjernevirksomhet ved andre kriterier enn de som er satt av denne standarden. Et eksempel på dette er Lyse Energi, som definerer bredbånd som en del av kjernevirksomheten [4]. TrønderEnergi har på den andre siden drevet med bredbåndsvirksomhet uten å ha definert det som kjernevirksomhet (TrønderEnergi årsrapport, 2010).

3.4 Dataanalyse

I dette kapittelet viser vi hvordan vi vil gå fram for å svare på forskningsspørsmålene. Dette omfatter en sammenligning av selskapenes avkastning mot en alternativ plassering, kategorisering av investeringstyper og avslutningsvis en innføring i hvordan vi vil måle lønnsomheten til de kategoriserte investeringstypene.

3.4.1 Benchmarking

Ved hjelp av benchmarking ønsker vi å kunne svare på forskningsspørsmål 1: *Har norske kraftselskaper gitt eierne mer- eller mindreavkastning de ti siste årene i forhold til referanseindeksen OSEBX på Oslo Børs?*

For å kunne sammenligne hvorvidt selskapene kunne fått en bedre eller dårligere avkastning ved en alternativ investering, vil vi måle den årlige mer- eller mindreavkastningen til kraftselskapene med formelen under:

$$\text{Mer- eller mindreavkastning} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{OSEBX-indeksen}$$

Avkastningen eierne har fått på investert kapital, måles gjennom egenkapitalrentabiliteten (Langli, 2010). Vi vil beregne egenkapitalrentabiliteten ved hjelp av formelen under:

$$\text{Egenkapitalrentabiliteten} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100$$

OSEBX er en referanseindeks som inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs [9]. Det er normalt egenkapital som investeres på børsen, og vi sammenligner derfor børsavkastningen med selskapets egenkapitalavkastning. Dette avkastningsmålet gir en indikasjon på hvor godt kraftselskapene er i stand til å utnytte eiernes tilbakeholdte kapital. Dersom beregningen for mer- eller mindreavkastning gir en positiv verdi, har selskapet oppnådd en meravkastning det aktuelle året. Er verdien negativ, presterer selskapet svakere i forhold til referanseindeksen.

Metoden som her er presentert vil vi bruke som fremgangsmåte for analysen (selskapsanalysen) av hvert av selskapene. På aggregert nivå vil fremgangsmåten være den samme, men der vi vil vekte selskapene så vi får et realistisk bilde av avkastningen til kraftbransjen (industrialanalysen). Hvis vektning ikke blir foretatt, vil alle selskapene påvirke resultatet like mye, noe som kan gi feil inntrykk da selskapene er av betydelig ulik størrelse. For å få til denne vektingen har vi summert selskapenes årsresultater og egenkapitaler for hvert av årene. De vil da ha fått en vekt som tilsvarer sin størrelse når vi finner egenkapitalrentabiliteten samlet for hele bransjen. Vi vil bruke de vektete gjennomsnittene til å vurdere hvorvidt bransjen som en samlet enhet kunne fått bedre eller dårligere avkastning ved en alternativ plassering av kapitalen. Vi bruker, som i selskapsanalysene, referanseindeksen OSEBX på Oslo Børs som benchmark.

Vi vil også se på konsernets økonomiske prestasjoner gjennom utvikling i årsresultater og utbytter, og utviklingen i egenkapitalandelen. Utbytter er hentet fra selskapsregnskapet, da det er morselskapet som utbetaler dette. Egenkapitalandelen har til hensikt å vise hvor stor andel av bedriftens eiendeler som eierne har finansiert. Det som ikke er finansiert av eierne, er gjeld (Langli, 2010). Selskaper med lav egenkapitalandel kan utstede nye aksjer eller selge unna verdier (Sæbbe og Jensen, 2011).

3.4.2 Kategorisering av investeringstyper

Ved å kategorisere investeringstypene mener vi å kunne svare på forskningsspørsmål 2:

I hvilken grad investerer kraftselskapene utenfor kjernevirksomheten?

Ved hjelp av datainnsamlingen anser vi, i denne studien, investeringer i tilknyttede selskaper som "relaterte investeringer", og investeringer som er gjort i andre aksjer og

andeler/finansielle eiendeler tilgjengelige for salg som "urelaterte investeringer". Det er da ikke tatt hensyn til investeringer i markedsbaserte aksjefond, sertifikatlån, el-sertifikater eller verdiendringer på derivater i kategorien urelaterte investeringer. Kraftselskapenes kjernevirksomhet definerer vi som alle investeringer bokført i konsernbalansen, minus investeringene i tilknyttede selskaper og andre selskaper.

Tabell 3.1 viser en samlet oversikt over alle investeringene vi har definert ovenfor, og hvor vi finner disse i konsernregnskapet.

<i>Tabell 3.1: Operasjonalisering av et kraftselskaps investeringer basert på informasjon som er tilgjengelig i konsernregnskapet</i>	
<i>Investeringstype</i>	<i>Post i konsernregnskapet</i>
Relatert investering	Investeringer i tilknyttede selskaper
Urelatert investering	Investeringer i andre selskaper (NGAAP)/ finansielle eiendeler tilgjengelige for salg (IFRS)
Kjernevirksomhet	Alle investeringer i konsernbalansen minus investeringene i tilknyttede selskaper og andre selskaper

3.4.3 Lønnsomhetsmåling

Ved hjelp av lønnsomhetsmålinger vil vi svare på forskningsspørsmål 3: *Har kraftselskapenes investeringer i urelaterte virksomheter vært mindre lønnsomme enn investeringene i relaterte virksomheter?*

Vi vil her vise og forklare formlene for hvordan vi kan måle avkastningsgraden til de ulike investeringene. Vi har også tatt hensyn til om investeringene blir ført etter NGAAP eller IFRS.

Lønnsomheten til relaterte investeringer

For relaterte investeringer vil vi i analysen beregne avkastningsgraden på følgende måte:

$$\frac{\text{Resultatandel tilknyttet investering}}{\text{Investeringer i tilknyttet selskap}} * 100$$

Telleren i brøken finner vi i resultatregnskapet, og nevneren i balansen. Vi kan ikke si noe om hvordan investeringer i tilknyttede selskaper er finansiert (egenkapital eller gjeld) siden finansieringen i balansen ikke er spesifisert på virksomhetsområder. Vi bruker altså egenkapitalavkastning til relaterte investeringer som prestasjonsmål i denne studien.

Lønnsomheten til urelaterte investeringer

For urelaterte investeringer må vi ta hensyn til om konsernregnskapene er ført etter NGAAP eller IFRS. Er regnskapet ført etter NGAAP har vi definert avkastningsgraden til urelaterte investeringer som:

$$\frac{\text{Nedskrivninger (eller reverseringer)}}{\text{Investeringer i andre selskaper}} * 100$$

Vi bruker her utgående balanse (UB) som den bokførte verdien av investeringene, funnet i balansen.

For selskapene som fører regnskapet etter IFRS har vi brukt finansielle eiendeler tilgjengelig for salg i telleren av brøken, som tilsvarende investeringer i andre selskaper ved NGAAP. Avkastningsgraden for urelaterte investeringer ved regnskap ført etter IFRS er som følger:

$$\frac{\text{Nedskrivninger (eller reverseringer)}}{\text{Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg}} * 100$$

Nedskrivninger (eller reverseringer) har ikke nødvendigvis vært spesifisert i resultatregnskapene, og vi har derfor gått i notene, herunder finansposter, for å finne dette. Nevneren i brøken finner vi ved å se på balansen, også her UB, eventuelt står denne spesifisert i notene, for eksempel under posten øvrige finansielle anleggsmidler.

Lønnsomheten til kjernevirksomheten

Som vi tidligere har nevnt definerer vi kjernevirksomheten til kraftselskapene som alle investeringene i konsernbalansen (konsernets eiendeler) minus investeringene i tilknyttede selskaper og andre investeringer, vist som en residual basert på følgende formel:

$$\text{Investeringer i kjernevirksomhet} = \text{Eiendeler} - \text{Investeringer i tilknyttet selskap} - \text{Andre investeringer}$$

For å måle avkastningsgraden til kjernevirksomheten vil vi bruke følgende formel:

$$\frac{\text{Driftsresultat etter skatt}}{\text{Investeringer i kjernevirksomhet}} * 100$$

Metoden som her er presentert vil være fremgangsmåten for hvert av selskapene i analysen. For å måle lønnsomheten på aggregert nivå, har selskapene også her blitt tillagt en vekt på grunn av deres ulike størrelser. Dette gjøres på samme måte som vist overfor, men vi samler alle selskapenes investeringer og ser på dem som en helhet. For eksempel vil relaterte investeringer regnes på følgende måte for hvert år i analyseperioden:

$$\frac{\text{Sum resultatandel i tilknyttede investeringer}}{\text{Sum investeringer i tilknyttet selskap}} * 100$$

Avkastningen vi beregner over er altså uavhengig av finansieringen, det vil si at dersom selskapene tar opp lån for å finansiere investeringene sine, tar vi ikke hensyn til dette i analysen. Resultatene av denne dataanalysen presenteres i kapittel 4.

3.5 Evaluering av metoden

For å avgjøre hvorvidt vi kan stole på resultatene vi får fra analysen, må vi se nærmere på metodens kvalitet. Det er da spesielt to begreper som er viktige: reliabilitet og validitet.

3.5.1 Reliabilitet

Reliabilitet i forskning er dataenes pålitelighet. "Reliabilitet knytter seg til nøyaktigheten av undersøkelsens data, hvilke data som brukes, den måten de samles inn på og hvordan de bearbeides." (Johannessen et al., 2011, s.44). En undersøkelse har høy grad av reliabilitet dersom man får det samme resultatet ved en gjentakelse av undersøkelsen, enten ved bruk av samme metode eller en annen metode (Gripsrud et al., 2010). Undersøkelsens grad av stabilitet, med tanke på samsvar mellom datainnsamlingene på de ulike tidspunktene, vil derfor være avgjørende for om reliabiliteten er høy eller lav. Dette er spesielt viktig ved undersøkelser som ser på utvikling og endring i en populasjon (Grønmo, 2004). Feil som kan

oppstå i forbindelse med reliabilitet kalles tilfeldige feil og vil fremtre i liten grad dersom resultatene er reliable (Gripsrud et al., 2010).

Da tallmaterialet vårt baserer seg på informasjon hentet fra selskapenes egne årsrapporter, anser vi dataene som pålitelige. En fordel ved å bruke offentlig tilgjengelige finansregnskaper som datakilde, er at de er revisorgodkjente, noe som gir økt troverdighet til datamaterialet. Årsrapportenes stabilitet kan anses som høy fra år til år, da de er pålagt av loven å følge spesifikke retningslinjer for regnskapsføringen.

Vi har nøye strukturert gangen i analyseprosessen med tanke på begrepsmåling, utvalg og utførelsen av analysen. Dette gjør at vi har minsket sannsynligheten for at tilfeldige feil skal oppstå, i tillegg til at gjentakelse av studien er mulig. Utvelgelse av informasjon er gjort på en systematisk måte, og da vi er to personer som gjennomfører analysen, har vi hatt mulighet til dobbeltsjekke den innhentede dataen.

3.5.2 Validitet

"Validitet dreier seg om hvor godt man måler det som man har til hensikt å måle." (Gripsrud et al., 2010, s. 51). I kvantitative studier skiller det mellom flere validitetstyper, og man må legge vekt på de typene som er mest relevante for den aktuelle studien (Grønmo, 2004). To sentrale validitetstyper for vår undersøkelse er begrepsvaliditet og ekstern validitet. Begrepsvaliditet handler om forholdet mellom det generelle fenomenet man har til hensikt å studere, og dataene som er samlet inn (Johannessen et al., 2011). Ved å klassifisere investeringene inn i definerte kategorier mener vi å kunne måle lønnsomheten til investeringene utenfor kjernevirksomheten på en god måte. For å støtte opp denne klassifiseringen har vi brukt kvalitativ data i form av tekst for å øke kvaliteten på målingene.

Ekstern validitet dreier seg om "(...) i hvilken grad resultatene fra en studie kan overføres til lignende situasjoner." (Gripsrud et al., 2010, s. 49). Det handler altså om hvorvidt vi kan generalisere funnene fra utvalget til resten av populasjonen. Da vi i all hovedsak bruker kvantitative data, i tillegg til et utvalg som dekker en stor andel av populasjonen, ønsker vi at funnene skal overføres til å gjelde hele kraftbransjen. Fordelen med et stort utvalg er at vi får realistiske resultater som gjør det mulig, til en viss grad, å generalisere.

Feil som kan oppstå ved validitet kalles systematisk feil. Dette betyr at selv om man får samme svar ved gjentatte undersøkelser, kan det være at det som blir målt er noe annet enn det som var hensikten. Undersøkelsen er da reliabel, men ikke valid (Gripsrud et al., 2010). Ved analyse basert på tall fra årsrapporter, stiller vi oss kritisk til hvorvidt tallmaterialet faktisk måler det vi har til hensikt å måle. Som nevnt tidligere anses dette som en svakhet ved bruk av sekundære kilder. Likevel tolker vi tallmaterialet som valid ut ifra de spesifikasjonene og rammebetingelsene som selskapene er pålagt av loven å følge.

3.6 Metodiske svakheter

Her vil vi drøfte utfordringer knyttet til å måle lønnsomheten for hver enkelt investeringstype basert på tilgjengelig informasjon fra konsernregnskapet. Vi vil ta for oss svakheter ved innsamling av data og analyse av dette, og ved kategorisering av investeringstypene.

Vurderingsforskjeller i regnskapene er avhengig av hvilket regnskapsspråk som er lagt til grunn, noe som kan utgjøre en metodisk svakhet. Da flere av selskapene gikk over til å føre regnskapene etter IFRS midt i analyseperioden, var det ønskelig å la halve utvalget være regnskapsført etter IFRS og den andre halvparten etter NGAAP. Det vil kreve konsistent prinsippbruk over tid i et selskap for å kunne bruke finansregnskapet til tidsserieanalyser. Tilsvarende vil det kreve konsistent prinsippbruk på tvers av selskapene for å kunne gjøre troverdige tverrsnittsanalyser. Alle bedriftene i utvalget vårt bruker regnskapsspråket NGAAP i perioden 2003–2006, men deretter skiller utvalget seg i to grupper der ene gruppen fortsetter med NGAAP mens den andre går over til IFRS. Den kritiske perioden i analysen er overgangen fra 2006–2007. Når vi ser på utviklingen i denne perioden har vi ikke tatt hensyn til endring i egenkapital og grunnlaget for avsetninger av utbytte. Dette er en svakhet med tanke på undersøkelsens datakvalitet.

Når det gjelder innholdet i datamaterialet, har vi tatt for gitt flere forutsetninger som kan ha betydning for resultatene. Først og fremst gjelder dette informasjonen som ligger under de ulike postene i resultatregnskapet og balansen. Vi tar forbehold om at det her kan ligge informasjon som ikke er av direkte relevans for det vi ønsker å måle. Det kan også være informasjon av betydning for oss som ikke fremkommer av disse postene, for eksempel spesifiserte tap og gevinster av finansielle anleggsmidler. I den grad store enkeltransaksjoner har vært spesifisert, er dette tatt med i analysen. Det er heller ikke alltid samsvar i tallene fra

en årsrapport til en annen, og det er ikke nødvendigvis spesifisert hvorfor det er foretatt en endring. Vi har i all hovedsak brukt data fra det gjeldende året, selv om det har vært endring til neste år.

Kategoriseringen av investeringstypene har to svakheter. For det første regnes alle datterselskaper som konsolideres som kjernevirksomhet, selv om næringskoden til datterselskapet ikke er relatert til produksjon, overføring og distribusjon av elektrisitet. Investeringer i bredbånd og investeringsselskaper er konkrete eksempler som går igjen i kraftselskapenes konsernregnskaper. For det andre tar vi ikke hensyn til at investeringer kan ha blitt reklassifisert i analyseperioden når de passerer 20 %- og 50 %- grensene for eierskap. I verste fall kan ett og samme selskap ha vært innom alle investeringskategoriene i løpet av analyseperioden.

Vi tar forbehold om at under kategorien urelaterte investeringer kan det forekomme innslag av investeringer knyttet til kjernevirksomheten, men her vil som oftest selskapene ha begrenset innflytelse på grunn av den lave eierandelen. Bredbånd er et eksempel på dette der investeringene ut fra grad av innflytelse har blitt definert som både relaterte og urelaterte investeringer.

4 Resultater

I dette kapitlet vil vi presentere resultatene av analysene som er gjennomført for hvert av de ti selskapene, samt en industrianalyse som tar for seg utvalget som en helhet.

Selskapsanalysene vil bestå av informasjon rundt eierskap og vekstambisjoner, strategiske investeringer og økonomiske prestasjoner slik dette kommer til uttrykk på selskapenes hjemmesider og i årsrapportene i analyseperioden. Vi vil også nevne aktuelle hendelser som har preget selskapenes økonomiske utvikling, dersom vi mener dette er av betydning for analysen. Industrianalysen vil beskrive dette på et aggregert nivå.

4.1 Selskapsanalyser

Selskapene vil bli presentert etter størrelse målt etter bokført total kapital, i likhet med Pareto Securities' analyse av kraftbransjens avkastning og soliditet (2013). Rekkefølgen er som følger: Lyse Energi, Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap (BKK), Eidsiva Energi, Agder Energi, Skagerak Energi, Nord-Trøndelag Elektrisitetsverk (NTE), Troms Kraft, TrønderEnergi, Sogn og Fjordane Energi (SFE) og Nordkraft.

4.1.1 Lyse Energi

Eierskap og vekstambisjoner

Lyse Energi ble etablert i 1999 ved en sammenslåing av Stavanger Energi, Sandnes Energi, Lyse Kraft, Time Energi, Sola Energi og Ryfylke Energi. Selskapet eies av 16 kommuner i søndre og midtre del av Rogaland. Største eiere er Stavanger kommune (44 %), Sandnes kommune (20 %) og Sola kommune (9 %). Konsernets kjernevirksomhet er kraftproduksjon (Lyse Produksjon), kraftdistribusjon (Lyse Nett) og krafthandel (Lyse Handel). Samlet årlig kraftproduksjon var ca. 6,4 TWh i 2012. Konsernet er også engasjert i distribusjon av naturgass, biogass og fjernvarme, samt telefoni og bredbånd inkludert TV [10].

I analyseperioden har dessuten Lyse Energi investert i "oljemyggen" Noreco. Konsernet hadde en årlig omsetning på vel 6 mrd. kr i 2012 (Lyse årsrapport, 2012).

I 2007 gjennomførte eierkommunene med hjemmel i kommuneloven en selskapskontroll av Lyse Energi for å kontrollere forvaltningen av eierinteressene. Kontrollen resulterte ikke i noen merknader som rettet seg mot selskapet, men den anbefalte eierkommunene å utforme

en eierstrategi for selskapet [11]. I 2011 la Stavanger kommune fram en eierstrategi overfor Lyse der det vektlegges at Stavanger skal være en aktiv, tydelig og forutsigbar eier [12].

Ifølge Aftenbladet 27. april 2012 rettet to av kommunenes eierrepresentanter fra Stavanger kommune mistillit mot Lyses styre og revisor, og krevde en granskning av konsernets forvaltning av eierkommunenes mål og strategier for selskapet på generalforsamlingen i 2012. Årsaken var at eierrepresentantene hadde en oppfatning om at store verdier var gjort usynlige i regnskapet for å kunne redusere eiernes utbytte [13].

Strategisk investeringer i telekom, olje og gass

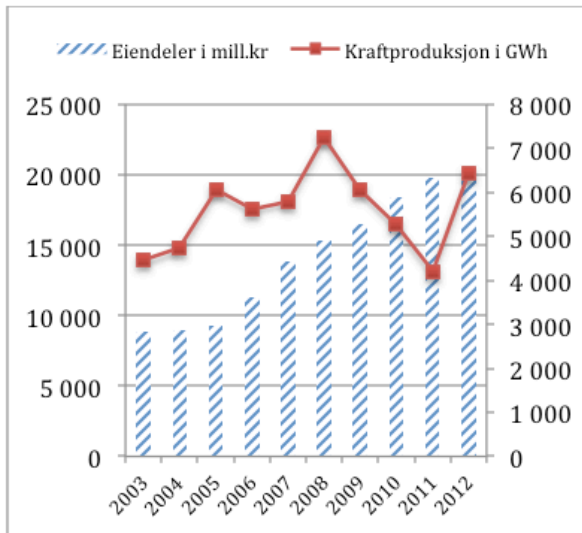
I tillegg til energi satser Lyse Energi (LE) på telekommunikasjon. Satsingen har vært langsiktig og strategisk, ifølge administrerende direktør Torill Nag [4]. Primære telekomtenester er bredbånd, digital TV-distribusjon, telefoni og alarmtenester. Via partnere tilbyr LE gjennom sitt heleide datterselskap Altibox ikke bare infrastruktur, men også innhold via partnere til kunder i store deler av Norge. I 2012 kom konsernets første vesentlige overskudd i telekomsatsingen (31 mill. kr) siden oppstarten i 2002 (Lyse Energi årsrapport, 2012).

LEs heleide datterselskap, Skangass, kjøler ned naturgass til flytende gass (LNG). Gass leveres helt fram til sluttbrukernes terminaler. Men LNG-satsingen på ca. 3 mrd. kr har vært et tapssluk for LE siden produksjonen startet i 2010. Bare i 2012 tapte konsernet ca. 180 mill. kr på denne virksomheten, etter å ha tapt 250 mill. kr året før (Lyse Energi årsrapport, 2010–2012). I 2005 kjøpte LE aksjer i det nyetablerte stavangerbaserte oljeselskapet Norwegian Energy Company (Noreco). LE skriver i årsrapporten for 2006 at investeringen tar sikte på å dempe risikoen i tilknytning til Lyses investeringer i gass-sektoren. Noreco sto på konkursens rand i 2013, men ble imidlertid reddet gjennom en rettet emisjon. LE takket nei til å delta, slik at deres eierandel ble utvannet fra 7 % til ca. 0,5 %. Konsernet ble påført et samlet tap på 300 mill. kr på Noreco-investeringen (Endresen og Langved, 2013).

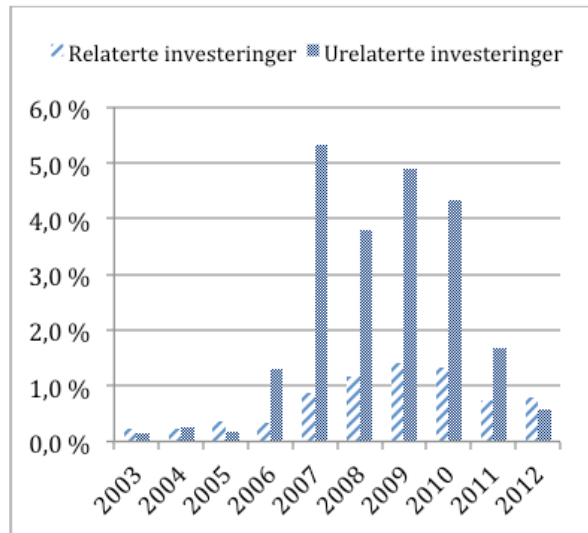
LE har bidratt til regional næringsutvikling ved å investere i såkornfondet Såkorn Invest og Energivekst. LE har også spilt en viktig strategisk rolle ved utviklingen av Universitetet i Stavanger (Lyse Energi årsrapport, 2012).

Figur 1 viser at eiendelene (venstre akse) har doblet seg i analyseperioden uten at det har funnet sted en tilsvarende økning i kraftproduksjonen (høyre akse). Dette kan indikere at det er gjort store investeringer utenfor konsernets opprinnelige kjernevirksomhet.

Figur 2 fremstiller LEs relaterte og urelaterte investeringer i perioden, og viser spesielt stor aktivitet i urelaterte investeringer i perioder 2007–2010.



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)

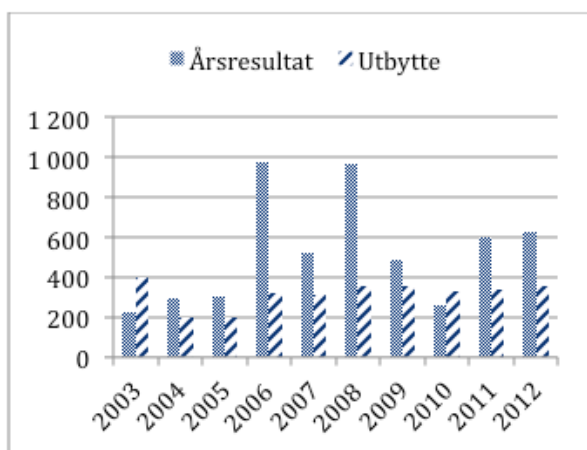


Figur 2: Relaterte- og urelaterte investeringers andel av konsernets eiendeler

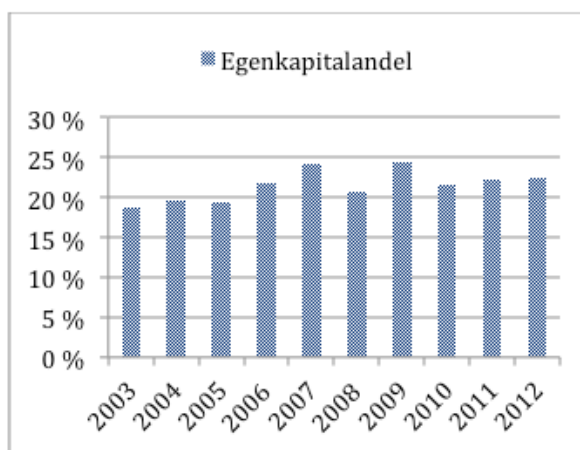
Konsernets økonomiske prestasjoner

Figur 3 på neste side viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). Eierne i LE har tilbakeholdt deler av årsresultatet i åtte år av analyseperioden. I de to øvrige årene har de tatt ut utbytte som har vært større enn årsresultatet (2003 og 2010).

Som vist av figur 4 på neste side har egenkapitalandelen i LE vært stabil rundt 20 % i analyseperioden.



Figur 3: Årsresultater og utbytter for Lyse Energi



Figur 4: Egenkapitalandelen i Lyse Energi

Tabell 1 viser benchmarking av Lyse Energi mot OSEBX-indeksen. LE har levert en gjennomsnittlig mindreakstning på 1 % årlig i forhold til om eierne i stedet hadde investert egenkapitalen sin i referanseindeksen.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning Lyse Energi	14 %	17 %	17 %	42 %	16 %	28 %	13 %	6 %	14 %	14 %	18 %
Mer/mindreakstning Lyse Energi	-32 %	-23 %	-26 %	11 %	15 %	74 %	-42 %	-11 %	25 %	-3 %	-1 %

Tabell 1: Benchmarking av LE mot OSEBX-indeksen (Kilder: Lyse Energi årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 viser at kjernevirksomheten til Lyse Energi har gitt en gjennomsnittlig avkastning på 8 %, mens tilsvarende avkastning på relaterte investeringer har vært 0 %, og -16 % på urelaterte investeringer. Den siste investeringstypen har altså gitt en betydelig mindreakstning i forhold til kjernevirksomheten. Selskapet gikk over til å føre regnskap etter IFRS i 2007.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	7 %	7 %	7 %	10 %	6 %	12 %	7 %	6 %	8 %	7 %	8 %
ROI - relaterte investeringer	-7 %	0 %	-8 %	9 %	7 %	15 %	17 %	-8 %	-20 %	-4 %	0 %
ROI - urelaterte investeringer	0 %	0 %	0 %	-1 %	0 %	-14 %	-7 %	-9 %	-112 %	-17 %	-16 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	-14 %	-7 %	-16 %	-1 %	1 %	4 %	10 %	-14 %	-28 %	-11 %	-8 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-7 %	-7 %	-7 %	-11 %	-7 %	-25 %	-14 %	-15 %	-120 %	-24 %	-24 %

Tabell 2: LEs avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (Lyse Energi årsrapporter, 2003 – 2012)

4.1.2 Bergenshalvøens kommunale kraftselskap (BKK)

Eierskap og vekstambisjoner

Vestlandets største kraftselskap, Bergenshalvøens kommunale kraftselskap (BKK), ble etablert i 1920 med det formål å løse datidens utfordringer relatert til kraft. Selskapet, som da var eid av Bergen kommune og 11 omlandskommuner, skulle sikre fremtidig energitilførsel til regionen [14]. Mye har skjedd siden den gang, blant annet oppkjøp av flere kraftselskaper, modernisering av utstyr og anlegg, i tillegg til endring i eierstrukturen. I 1997 fikk BKK konsernstatus, og i 1999 ble selskapet omdannet til et aksjeselskap, da med Statkraft som medeier [14]. Selskapet eies i 2012 av Statkraft Industrial Holding AS (49,9 %), Bergen kommune (37,75 %) og 16 vestlandskommuner (12,35 %) (BKK årsrapport, 2012).

Konsernets tre hovedområder er energi, infrastruktur og kunde. Hjemmesiden bærer preg av et ønske om å fremstå som en miljøvennlig aktør, i tillegg til å være en bidragsyter og deltaker i lokalsamfunnet [14].

Fokus på investeringer i kjernevirksomheten (vannkraft i inn- og utland) og videreutvikling av det regionale strømmettet skal gi fremtidig vekst. Det skal også satses på fjernvarme, mens investeringer i annen type fornybar energi skal begrenses (BKK årsrapport, 2012). BKK har satt som mål å øke sin produksjon av fornybar energi med 1 TWh innen 2020. I årsrapporten fra 2010 var tidsperspektivet for strategisk vekst satt til 2015. Målsatt vekst i innlands vannkraft var satt til 750 nye GWh, og investeringer for 800 GWh i utlandet. Nye prosjekter, i tillegg til forbedring og ekspansjon av eksisterende kraftverk, skal sørge for veksten innlands. I utlandet skal økt vannkraftproduksjon blant annet skje gjennom selskaper i Nepal, Afrika og Mellom-Amerika [15].

I tillegg til vekstambisjonene skal selskapet også føre en utbyttepolitikk som "... tilfører eierne store verdier som kommer fellesskapet til gode" og som "(...) gir god avkastning, skaper forutsigbarhet for eierne og samtidig er forsvarlige i forhold til selskapets inntjeningssevne og en lønnsom utvikling av konsernet fremover." (BKK årsrapport, 2011, s. 19).

Strategiske investeringer i fornybar energi, utland og bredbånd

Flere av investeringene som konsernet har foretatt i analyseperioden er gjort i fellesskap med andre aktører i bransjen. BKK understreker i årsrapporten for 2012 at de ønsker å fokusere på

Vestlandsalliansen for ytterligere vekstpotensial og synergieffekter. Sammen etablerte de i 2005 Vestavind Kraft AS (BKKs eierandel 14 %) og i 2009 Vestavind Offshore AS (BKKs eierandel 45 %). Sistnevnte er eneste bedrift i Norge med konsesjon for vindpark til havs (BKK årsrapport, 2009). BKK etablerte i 2003 Norges tredje største fjernvarmeanlegg i Bergen. Formålet er å satse på miljøvennlige hensyn med fokus på fornybar energi [14].

BKK kjøpte seg inn i Gasnor AS i 2004, et selskap som bruker naturgass til å produsere strøm og varme (BKK årsrapport, 2004). De solgte sine aksjer i 2012 og oppnådde en gevinst på 29 mill. kr (BKK årsrapport, 2012).

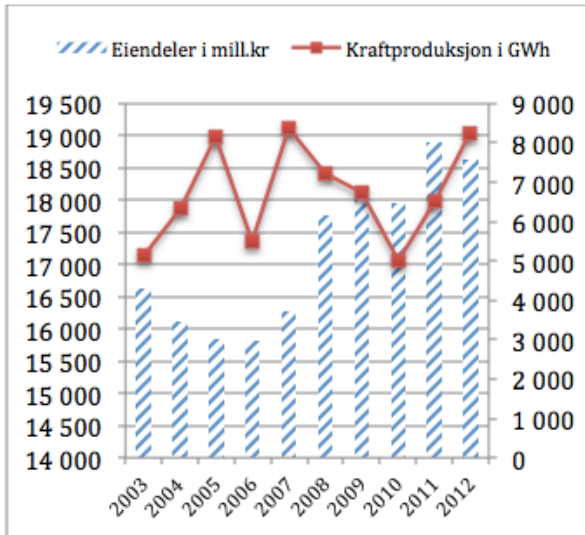
Per 2008 hadde BKK etablert vannkraftproduksjon på Grønland og i Nepal (Himal Power Ltd), og gikk i 2009 inn som nest største aksjonær i Aqua Imara (da kalt SN Power AfriCA AS). Målet var at selskapet skulle være dominerende innen fornybar energi i Afrika og Mellom-Amerika [14]. Konserndirektør (for Energi) hevder at "Afrika har verdens største potensial for vannkraft" og mener således BKKs aktiviteter på dette kontinentet er av lønnsom karakter, i tillegg til at investeringene skal bidra til lokal næringsutvikling og vekst (BKK årsrapport, 2009 s. 39).

Sammen med de andre aktørene i Bredbåndsalliansen kjøpte BKK i 2006 50 % av aksjene i BaneTele, og i løpet av 2008 eide alliansen 100 % av aksjene. I 2008 kjøpte BKK, også her sammen med Bredbåndsalliansen, aksjene i Ventelo med en andel på 190 mill. kr. Formålet skulle være å styrke sin egen konkurransekraft gjennom strategisk samarbeid (BKK årsrapport, 2007–2008). I 2009 ble bokført verdi av aksjene nedskrevet med 50 mill. kr som et resultat av svakere utvikling enn antatt. I 2011 ble det besluttet å selge aksjene til Broadnet Holding AS, noe som medførte et tap for BKK på 153 mill. kr.

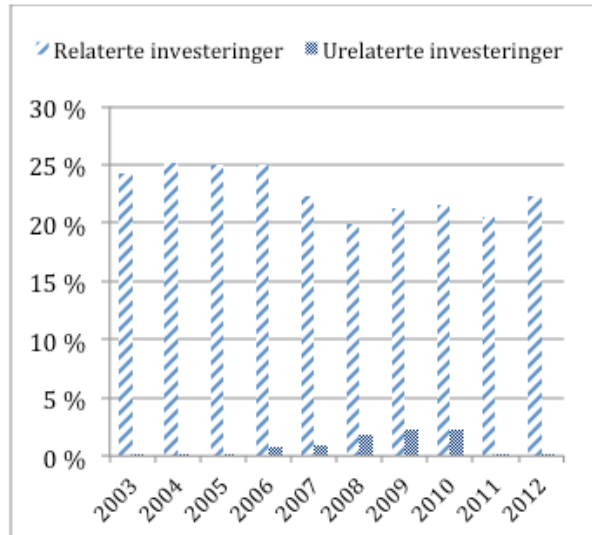
BKK har gjort flere investeringer utenfor kjernevirksomheten. I 2007 gikk selskapet inn med 40 mill. kr i OCAS, en teknologibedrift med et radarbasert system som hindrer fly i å kjøre inn i kraftledninger og lignende (BKK årsrapport, 2007). To år senere ble investeringen nedskrevet med 16,3 mill. kr (BKK årsrapport, 2009).

Figur 1 viser utviklingen i eiendeler og kraftproduksjon for analyseperioden. Mens eiendelene har økt med ca. 7 %, har kraftproduksjonen økt med ca. 60 %. Denne utviklingen kan være en indikasjon på investeringer gjort utenfor kjernevirksomheten.

Figur 2 viser BKKs relaterte og urelaterte investeringer i perioden. Relaterte investeringer utgjør i gjennomsnitt 23 % av konsernets balanseverdi. De urelaterte investeringene er på sitt høyeste i 2009 og 2010, med en andel på 2,3 %.



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)

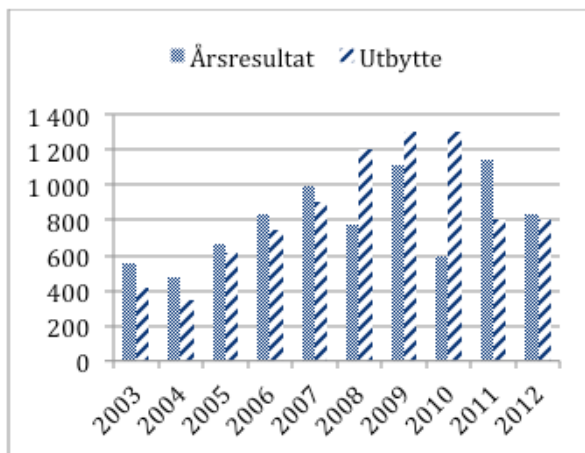


Figur 2: Relaterte- og urelaterte investeringers andel av konsernets eiendeler

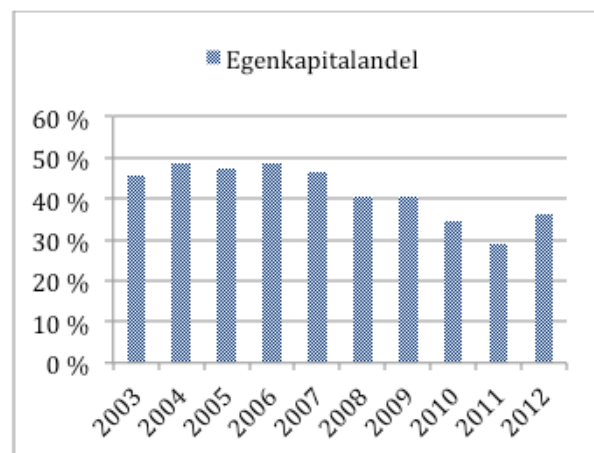
Konsernets økonomiske prestasjoner

Figur 3 viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). Vi ser at i 2008, 2009 og 2010 er det tatt ut utbytte som er større enn årsresultatet.

Figur 4 viser en fallende tendens i utviklingen av egenkapitalandelen. Gjennomsnittlig årlig egenkapitalandel er 42 % i analyseperioden.



Figur 3: Årsresultater og utbytter for BKK



Figur 4: Egenkapitalandelen i BKK

Tabell 1 viser benchmarking av BKK mot OSEBX-indeksen. BKK har levert en mindrevkastning på 8 % årlig i forhold til om egenkapitalen i stedet hadde vært investert i referanseindeksen.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning BKK	7 %	6 %	9 %	11 %	13 %	10 %	15 %	9 %	19 %	14 %	11 %
Mer/mindreavkastning BKK	-38 %	-34 %	-34 %	-19 %	11 %	56 %	-40 %	-8 %	31 %	-4 %	-8 %

Tabell 1: Benchmarking av BKK mot OSEBX-indeksen (BKK årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Som det fremkommer av tabell 2, hadde BKK et betydelig tap fra urelaterte investeringer i 2011. Hovedårsaken til dette er nedskrivninger og tap ved salg av aksjer. Selskapet gikk over til å føre regnskap etter IFRS i 2007.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	6 %	7 %	9 %	9 %	9 %	12 %	7 %	6 %	11 %	9 %	8 %
ROI - relaterte investeringer	4 %	2 %	4 %	4 %	5 %	7 %	6 %	6 %	6 %	2 %	5 %
ROI - urelaterte investeringer	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-16 %	-1 %	-568 %	-1 %	-59 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	-2 %	-5 %	-5 %	-5 %	-4 %	-4 %	-1 %	0 %	-5 %	-7 %	-4 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-6 %	-7 %	-9 %	-9 %	-9 %	-12 %	-23 %	-7 %	-580 %	-11 %	-67 %

Tabell 2: BKKs avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (BKK årsrapporter, 2003 – 2012)

4.1.3 Eidsiva Energi

Eierskap og vekstambisjoner

Eidsiva Energi har historie helt tilbake til 1890-tallet fra flere ulike elektrisitetsverk. Eidsiva Energi ble etablert i 2000 da Lillehammer- og Gausdal Energiverk AS og Hamar-regionen Energiverk AS fusjonerte. I 2001 ble også Hedmark Energi AS en del av Eidsiva, og i 2005 overtok Eidsiva Hafslunds aksjer på 54 % i Mjøskraft for 520 mill. kr. Dette som følge av ambisjonene til konsernet om å være et vertikalintegret, regionalt energikonsern (Eidsiva Energi årsrapport, 2004).

Konsernet består i dag av seks virksomhetsområder (Vannkraft, Bioenergi, Nett, Anlegg, Marked og Vekst) og er eid av Hedmark fylkeskommune (22,08 %) og Oppland fylkeskommune (9,39 %), i tillegg til 26 kommuner i begge fylker. På hjemmesiden

vektlegges det at Eidsiva er en stor aktør i Innlandet som ønsker å bidra til utvikling og vekst i regionen og gi god langsiktig avkastning [16].

Av årsrapporten 2005 fremgår det at utvidet deltakelse innenfor fornybar energi og videreutvikling av nye produkter og tjenester står sterkt for ønsket om videre vekst i fremtiden. Konsernet har ambisjoner om 1 TWh ny vannkraft og 1 TWh bioenergi i løpet av 2012, noe som utgjør en del av hovedmålet om å øke produksjonsvolumet opp mot 5 TWh (Eidsiva Energi årsrapport, 2005). Konsernet er opptatt av at eierne skal ha en forutsigbar avkastning som er minst like god som ved en alternativ finansiell plassering. Konsernsjefen påpeker i 2007 at Eidsiva stiller svært sterkt finansielt, og vil derfor kunne håndtere store investeringer også når de finansierer seg ved låneopptak (Eidsiva Energi årsrapport, 2007).

På vegne av kontrollutvalgene i Hedmark og Oppland fylkeskommuner, og Hamar og syv av eierkommunene, ble det i 2013 lagt fram en selskapskontroll av Eidsiva [17]. Rapporten fokuserte på eiernes mål og strategier med eierskapet, og om generalforsamlingen, bedriftsforsamlingen og konsernstyret tar hånd om sine oppgaver i henhold til lovverket. Selskapskontrollen viste at ikke alle eierne hadde eierskapsmeldinger som omhandlet enkeltsselskaper og som ble revidert årlig [17].

Rapporten viste bare en unnlattelse når det gjaldt å forholde seg til lovverket, nemlig aksjesalget i Ventelo Holding AS. Her ga styret konsernsjefen fullmakt til å selge aksjene de hadde i Ventelo gjennom datterselskapet Eidsiva Bredbånd AS. Bedriftsforsamlingen ble informert etter at salget hadde funnet sted, og det ble ikke fremlagt for generalforsamlingen. Dette er i strid med aksjonæravtalen dersom salget av aksjer er av vesentlig betydning [17]. Det har vært noe uklart hva det faktiske tapet av aksjesalget var, men av årsrapporten for 2011 kommer det fram at Ventelo ble nedskrevet med 142 mill. kr, og i årsrapporten for 2009 er finansielle anleggsmidler nedskrevet med 50 mill. kr. Selskapskontrollen anser det som rimelig å anta at også sistnevnte beløp er knyttet til investeringen i Ventelo. Rapporten konkluderer med at tapet er av vesentlig betydning [17].

Strategiske investeringer i telekom og bioenergi

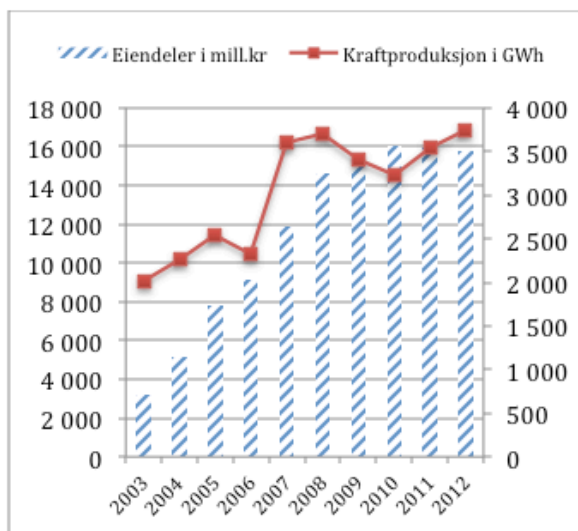
Med ønske om å bygge opp et nasjonalt telekom-selskap, etablerte Eidsiva i 2003 Bredbandsalliansen sammen med Agder Energi, BKK, Lyse Energi, Nord-Trønderlag Elektrisitetsverk og Troms Kraft. Eidsiva Bredbånd AS ble stiftet samme år, hvor Eidsiva

Energi eier 66,6 %. I 2006 fusjonerte Eidsiva Bredbånd og Fjellnett AS, og ekspanderte dermed bredbåndsvirksomheten (Eidsiva Energi årsrapport, 2006). I 2007 ble det investert i Ventelo gjennom eierskapet i Bredbåndsansiansen. Det var forventet av styret at denne investeringen skulle gjøre at Innlandet ble ledende på data- og internettkommunikasjon (Eidsiva Energi årsrapport, 2007). I 2011 ble Ventelo solgt, og Eidsiva har aldri mottatt utbytte fra Ventelo [17].

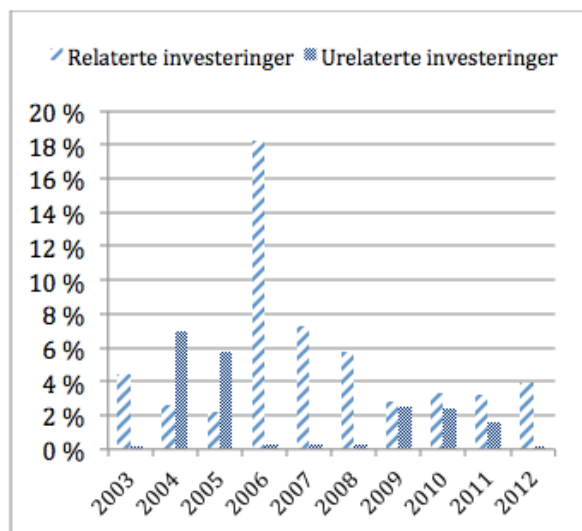
Gjennom investeringsselskapet Energy Future Invest (EFI) som satser på fornybar energi, ble det investert 13,5 mill. kr i det svenske solcellefirmaet Solibro AB i 2006. Satsing på bioenergi førte til prosjektet BioTerra, som ved hjelp av fjernvarme og vannkraft skulle gi 1 TWh innen 2012 (Eidsiva Energi årsrapport, 2006). For å sikre råstofftilførsel for bioenergisatsingen, kjøpte konsernet i slutten av 2006 40 % av aksjene i Moelven Industrier ASA for i underkant av 700 mill. kr [18].

Figur 1 viser at eiendelene (venstre akse) har økt med et gjennomsnitt på 2 mrd. kr årlig i perioden 2003–2008. De resterende årene i analyseperioden har eiendelene ligget stabilt på i underkant av 16 mrd. kr. Egenproduksjon av kraft (høyre akse) har økt med rundt 85 % i samme periode.

Figur 2 viser at Eidsiva Energi stort sett foretar relaterte investeringer. For urelaterte investeringer har de i perioder investert betydelig når det gjelder andel av konsernets balanseverdi, spesielt i 2004 og 2005.



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)

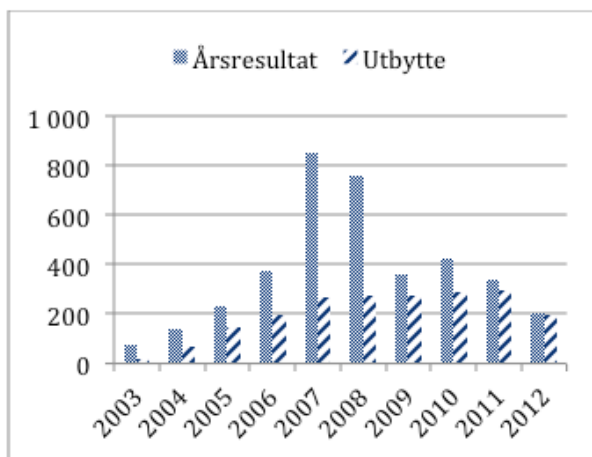


Figur 2: Relaterte- og urelaterte investeringers andel av konsernets eiendeler

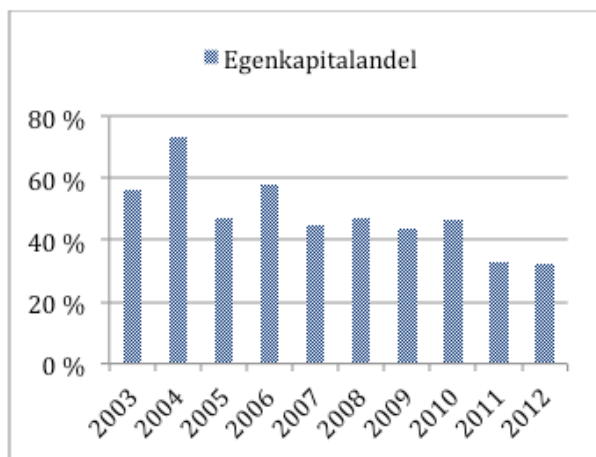
Konsernets økonomiske prestasjoner

Figur 3 viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). Det høye årsresultatet for 2007 skyldes i all hovedsak bedre resultater for tilknyttede selskaper, hvor spesielt Moelven Industrier ASA fikk et godt resultat. Vi ser også at eierne har tilbakeholdt deler av årsresultatene i samtlige år, også i 2007 og 2008, hvor disse er svært høye. Nedgangen i årsresultatet fra 2011 til 2012 er påvirket av renter på eiernes ansvarlige lån, og svake resultater fra Moelven Industrier og konsernets investeringsvirksomhet. Bredbåndsvirksomheten fikk på den andre siden et positivt resultat for første gang (Eidsiva Energi årsrapport, 2012).

Figur 4 viser utviklingen i egenkapitalandelen og den illustrerer en nedadgående trend. Den lå på 73 % i 2004, som følge av kapitalforhøyelse ved fusjon. I gjennomsnitt har egenkapitalandelen ligget på 48 % i analyseperioden.



Figur 3: Årsresultater og utbytter for Eidsiva Energi



Figur 4: Egenkapitalandelen i Eidsiva Energi

Tabell 1 viser at Eidsiva Energi har hatt en gjennomsnittlig mindreaktning på 13 % årlig i analyseperioden, i forhold til om eierne hadde investert egenkapitalen i referanseindeksen OSEBX.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning Eidsiva Energi	4 %	4 %	5 %	8 %	14 %	11 %	5 %	6 %	5 %	4 %	7 %
Mer/mindreaktning Eidsiva Energi	-41 %	-36 %	-38 %	-23 %	12 %	57 %	-50 %	-11 %	17 %	-14 %	-13 %

Tabell 1: Benchmarking av Eidsiva mot OSEBX-indeksen (Eidsiva Energi årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 viser at kjernevirksomheten til Eidsiva Energi har gitt en gjennomsnittlig avkastning på 5 %, mens tilsvarende avkastning på relaterte investeringer har vært 4 %, og -33 % på urelaterte investeringer. Den siste investeringstypen har altså gitt en betydelig mindreakstning i forhold til kjernevirksomheten. Selskapet gikk over til å føre regnskap etter IFRS i 2007.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	3 %	2 %	5 %	6 %	8 %	7 %	5 %	5 %	5 %	4 %	5 %
ROI - relaterte investeringer	-1 %	14 %	1 %	-2 %	26 %	-17 %	10 %	18 %	-2 %	-5 %	4 %
ROI - urelaterte investeringer	-11 %	-1 %	-1 %	-33 %	0 %	-10 %	-13 %	-1 %	-55 %	0 %	-12 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	-4 %	12 %	-4 %	-8 %	19 %	-25 %	5 %	14 %	-7 %	-9 %	-1 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-14 %	-3 %	-5 %	-39 %	-8 %	-17 %	-18 %	-5 %	-60 %	-4 %	-17 %

Tabell 2: Eidsivas avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (Eidsiva Energi årsrapporter, 2003 – 2012)

4.1.4 Agder Energi

Eierskap og vekstambisjoner

Agder Energi AS (AE), med hovedkontor i Kristiansand, ble etablert i 2000 ved at de tre største kraftverkene på Sørlandet fusjonerte (Aust-Agder Energi, Vest-Agder Energiverk og Kristiansand Energiverk). 30 kommuner i Agder eier 54,5 % av selskapet, mens Statkraft eier resten. Selskapet eier 31 kraftverk og er deleier i 13. Produksjonen fra disse gjør AE til landets tredje største energikonsern [19]. Selskapet er vertikalt integrert med virksomheter innen produksjon, distribusjon og salg av energi med tilknyttede tjenester. Selskapet ønsker å være en ledende nasjonal aktør innen fornybar energi (AE årsrapport, 2012).

I 2006 vedtok styret i AE å engasjere advokatfirmaet Hjort DA til å foreta en gransking av Sørlandets største konsern (Advokatfirmaet Hjort DA, 2006). Dette kom etter medieoppslag om en fallskjerm på 5 mill. kr uten styrebehandling til en sentral person i konsernledelsen, samt flere avisartikler om ukultur i selskapet knyttet til dyre reiser, høye barregninger og ektefeller på gratistur. Granskingen konkluderte med at det oppsto en tillitskrise knyttet til lederstilen i konsernet i 2005, spesielt i forbindelse med etablering av en ny selskapsstruktur (ibid.). Krisen var omfattende og gjaldt tillitsmannsapparatet og vesentlige deler av konsernledelsen. Omstendighetene skapte stor misnøye i konsernet da saken verken var styrebehandlet eller drøftet med noe styremedlem i forkant. Granskerne skriver videre at avtaler som etableres mellom eierkommunene og AE inngår i et spenningsfelt mellom den

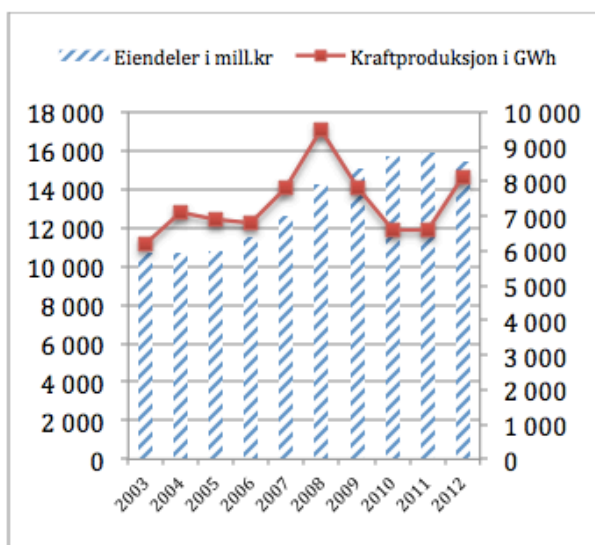
enkeltes kommunes forventning om å få materiell drahjelp fra "Drivkraften på Sørlandet" og aksjonærenes felles interesse i å få avkastning på den investerte kapitalen. Det er godkjent et generelt prinsipp i konsernet om at alle avtaler som inngås skal være basert på forretningsmessige prinsipper. Dette gjelder også for avtaler som inngås med eierkommunene. Resultatet av granskingen viser at det kan være motstridende oppfatninger i konsernledelsen om det nærmere innholdet i begrepet "forretningsmessig". Dette er spesielt synlig i forbindelse med avtaler som i større eller mindre grad bærer preg av å være sponsorater (ibid.).

Strategisk investeringer i fiber og telekom

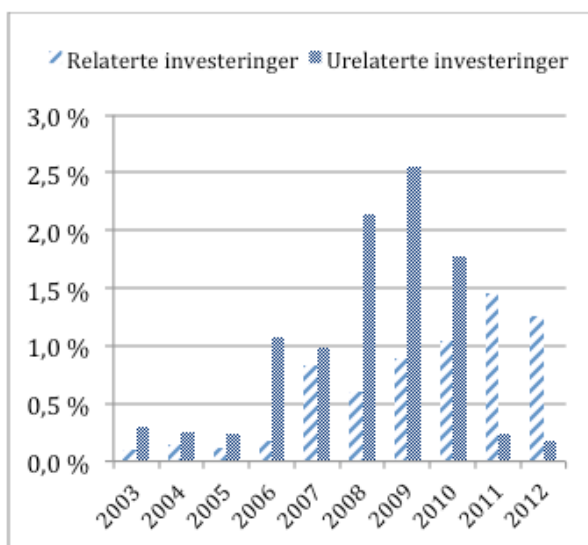
I analyseperioden har AE hatt ambisjoner om blant annet å være ledende i Norge på fornybar energi (vann, vind og varme). Årsrapporten i 2006 understreker at konsernet styrker sin satsning på innovasjon og forretningsutvikling, både i egen regi og sammen med partnere. Ny venturevirksomhet skal etableres med basis i kjernevirksomheten. Én slik ny investering var bygging av fibernett på Sørlandet gjennom selskapet LOS Bynett. Espen Zachariassen i LOS Bynett uttalte: "For 100 år siden bygde vi strømmettet, nå bygger vi bredbåndsnettet." (sitert i AE årsrapport, 2006, s. 15). Selv om kostnadene er store, mener selskapet at de har sterk kompetanse på området, og det skal være en betydelig satsing på bredbånd (AE årsrapport, 2006).

Figur 1 på neste side viser at eiendelene (venstre akse) har vokst fra vel 10 mrd. kr i 2003 til vel 15 mrd. kr i 2012 (44 %), mens egenproduksjon av kraft økte med 30 % i samme periode (høyre akse).

Figur 2 på neste side viser utviklingen i AEs relaterte og urelaterte investeringer i analyseperioden. I 2009 utgjorde disse til sammen ca. 3,5 % av konsernets eiendeler og investeringene i telekom var størst. Fra og med 2006 ble det satset på Bredbåndssalliansen og deretter Ventelo. I 2012 hadde konsernet solgt seg helt ut av bredbånd og telekom etter å ha tatt nedskrivninger på til sammen 180 mill. kr i 2010 og 2011. Telekom var ikke lenger definert som en prioritert satsing for AE (AE årsrapport, 2011). Konsernet hadde da også solgt seg ut av innkrevingselskapet Sopran og ingeniørselskapet Nettkonsult.



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)

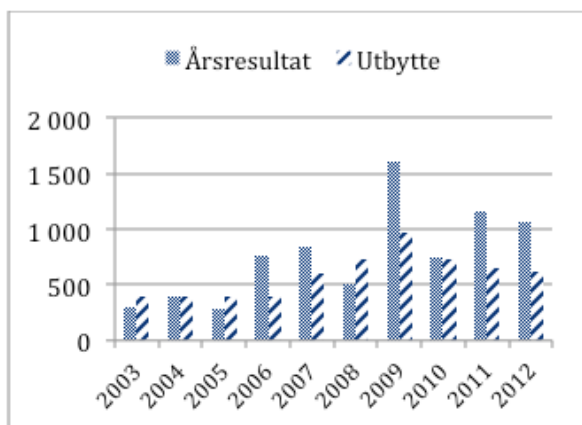


Figur 2: Relaterte- og urelaterte investeringers andel av konsernets eiendeler

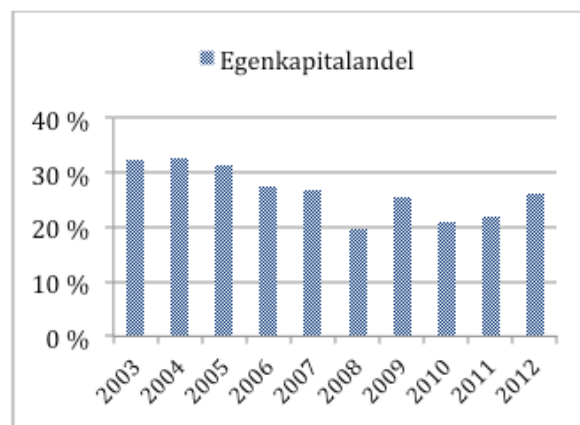
Konsernets økonomiske prestasjoner

Figur 3 viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). Eierne har tilbakeholdt deler av årsresultatet i fem år av analyseperioden. I de øvrige fire årene (2003, 2004, 2005, 2008 og 2010) har de imidlertid tatt ut utbytte som har vært like stort eller større enn årsresultatet.

Egenkapitalandelen i AE, vist i figur 4, viser en fallende tendens, men tar seg opp i 2012 fordi en større andel av overskuddet da blir beholdt i bedriften. Gjennomsnittlig årlig egenkapitalandel er 26 % i analyseperioden.



Figur 3: Årsresultater og utbytter for Agder Energi



Figur 4: Egenkapitalandelen i Agder Energi

Tabell 1 viser at Agder Energi har levert en meravkastning på 3 % årlig i forhold til om eierne i stedet hadde investert egenkapitalen sin i referanseindeksen.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning Agder Energi	9 %	12 %	8 %	23 %	25 %	16 %	47 %	21 %	34 %	29 %	22 %
Mer/mindreavkastning Agder Energi	-37 %	-28 %	-35 %	-7 %	23 %	62 %	-7 %	4 %	46 %	11 %	3 %

Tabell 1: Benchmarking av AE mot OSEBX-indeksen (Agder Energi årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 viser at kjernevirksomheten til AE har gitt en gjennomsnittlig avkastning på 8 %, mens tilsvarende avkastning på relaterte investeringer har vært -16 %, og -8 % på urelaterte investeringer. De to siste investeringstypene har altså gitt en betydelig mindreavkastning i forhold til kjernevirksomheten i analyseperioden. Selskapet gikk over til å føre regnskap etter IFRS i 2007.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	7 %	7 %	6 %	10 %	7 %	8 %	12 %	7 %	12 %	9 %	8 %
ROI - relaterte investeringer	-28 %	-1 %	32 %	-37 %	-31 %	-29 %	-41 %	-15 %	5 %	-16 %	-16 %
ROI - urelaterte investeringer	-3 %	0 %	0 %	15 %	36 %	0 %	-21 %	-34 %	-28 %	-41 %	-8 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	-35 %	-8 %	26 %	-47 %	-38 %	-37 %	-52 %	-23 %	-7 %	-24 %	-25 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-10 %	-7 %	-6 %	5 %	28 %	-8 %	-33 %	-41 %	-40 %	-49 %	-16 %

Tabell 2: AEs avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (Agder Energi årsrapporter, 2003 – 2012)

4.1.5 Skagerak Energi

Eierskap og vekstambisjoner

Skagerak Energi ble etablert i 2001 etter fusjon mellom Vestfold Kraft AS (VK) og Skiensfjordens kommunale kraftselskap AS (SKK), som begge har historie tilbake til tidlig på 1900-tallet. VK og SKK hadde samarbeidet om utbygging av kraftverk i Telemark og Oppland i lang tid før fusjonen [20]. Virksomheten til konsernet er i dag samlet rundt produksjon, omsetning og overføring av kraft og annen energi. Eierne er Statkraft Industrial Holding AS med 66,62 % og Grenlandskommunene, hvor Skien kommune er største aksjonær med 15,21 %. Konsernet legger vekt på å være en aktiv og sentral aktør i sin region og bidra til en fornuftig og konkurransedyktig virksomhet [20].

I 2005 oppretter Skagerak Energi et nytt virksomhetsområde (kalt Forretningsutvikling) for å skape ny vekst og utvikling i selskapet. Med et profesjonelt og aktivt eierskap skal dette over tid gi god avkastning (Skagerak Energi årsrapport, 2005). Investeringer i nye selskaper og prosjekter er under kontinuerlig vurdering. Oppbygning av egne virksomhetsområder skal føre til at de blir virkningssterke lokale og nasjonale aktører. Fokus for kraftdelen er produksjon, reinvestering og nybygging. De ønsker å skape langsiktige verdier for eierne og ha forutsigbar utbyttepolitikk (ibid.).

Strategiske investeringer i toveiskommunikasjon, gass og fiber

Det samme året kjøper Skagerak Energi 34 % av Telenor Cinclus, mens Telenor eier resten. Dette var en del av industriell satsing på toveiskommunikasjon (TVK). Begge aksjonærene hadde forventninger om at automatisk måleravlesning ville bli påbudt i mange land, og dermed ville denne investeringen være lønnsom på lengre sikt [21]. Resultatet av investeringen endte med store tap for Skagerak Energi. Styret kommenterte i årsrapporten for 2010 at engasjementer utenfor konsernets kjernekompetanse har vært utfordrende. I januar 2010 inngikk Skagerak Energi AS en avtale med Telenor ASA om salg av aksjer og lån i det som da het Cinclus Technology AS, og i 2009 ble årsresultatet etter skatt belastet med 276 mill. kr i tap (Skagerak Energi årsrapport, 2009). Daværende kommunikasjonsdirektør i Skagerak Energi kommenterte at det mest sannsynlig var den dårligste investeringen i selskapets historie. Det blir presisert i årsrapporten for 2009 at engasjementet i selskapet er avsluttet og at Skagerak Energi ikke vil bli påført ytterligere tap (Skagerak årsrapport, 2010).

I 2004 lanseres planene om bygging av et gasskraftverk med CO₂-rensing i Grenland, hvor målet er at det skal være i drift innen 2010 (Skagerak Energi årsrapport, 2004).

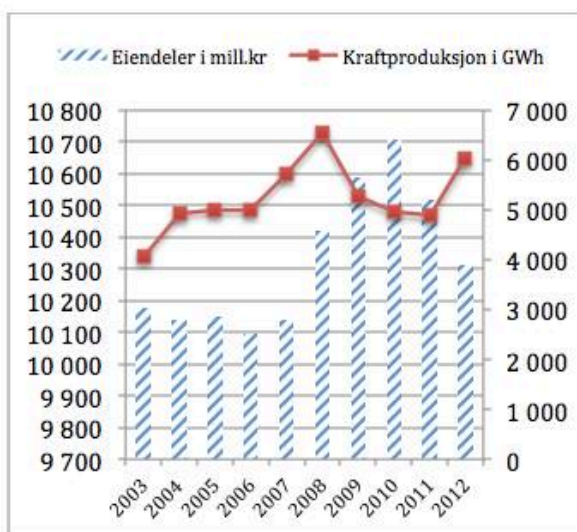
Gasskraftverket skal produsere elektrisk kraft ved hjelp av naturgass. Konesjonssøknaden for byggingen blir levert i 2006. I 2009 blir Naturgass Grenland AS et heleid datterselskap, som får navnet Skagerak Naturgass AS, etter å ha overtatt 100 % av aksjene (Skagerak Energi årsrapport, 2009).

Bredbåndsselskapet Skagerak Fibernet (datterselskap) blir etablert i 2007, og sammen med Grenland Fibernet AS og de tilknyttede selskapene Larvik Fibernet AS og Skagerak Fibernet Vestfold AS, var hensikten å kunne bygge ut og tilby raske bredbåndstjenester i Grenland og Vestfold (Skagerak Energi årsrapport, 2007). I 2009 samles all fibervirksomhet i Skagerak Fibernet AS. Ett år senere blir selskapet solgt til Lyse Energi ved bruk av opsjon,

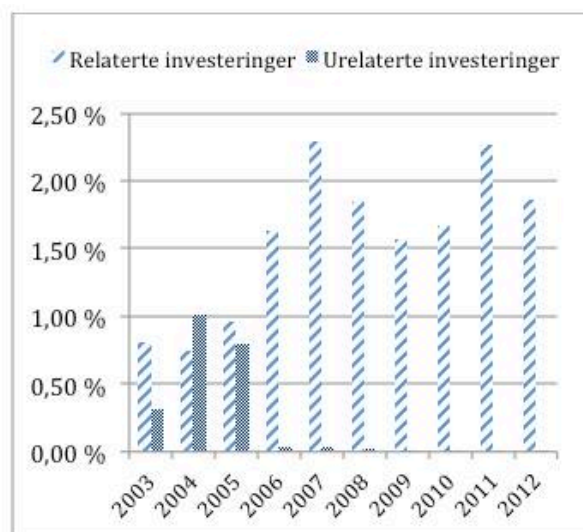
da en ny konsernorganisering som skulle rendyrke kjernevirksomheten fant sted (Skagerak Energi årsrapport, 2010). I tillegg innførte konsernet et kostnadsforbedringsprogram som forventet å gi en effekt på over 100 mill. kr årlig (ibid.). Det ble også investert i et fjernvarmeanlegg i Tønsberg (ca. 300 mill. kr) og et varmepumpeanlegg i Horten (112 mill. kr). Disse investeringene ble forventet å ha svake resultater de nærmeste årene på grunn av investeringsfasen de var i (ibid.).

Figur 1 viser eiendelene og egenproduksjon av kraft i analyseperioden. Eiendelene (venstre akse) har vært på et relativt stabilt nivå i de ti årene, mens kraftproduksjonen (høyre akse) har økt med nesten 2 TWh.

Figur 2 viser selskapets relaterte og urelaterte investeringer. Etter 2005 har urelaterte investeringer blitt redusert og de resterende årene i analyseperioden har i all hovedsak dreid seg om relaterte investeringer.



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)



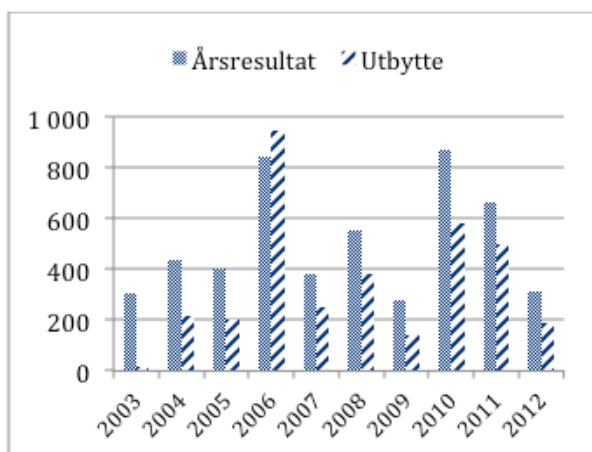
Figur 2: Relaterte- og urelaterte investeringers andel av konsernets eiendeler

Konsernets økonomiske prestasjoner

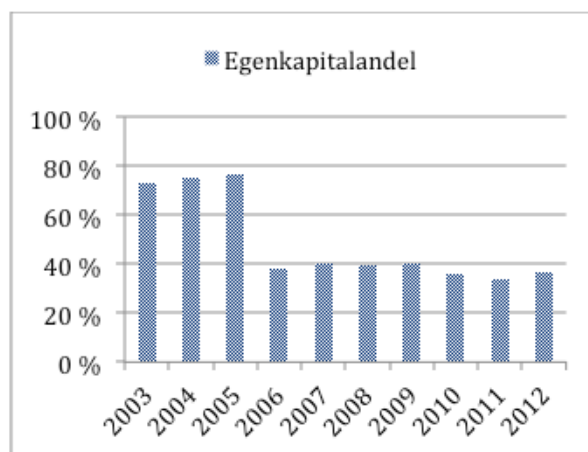
Figur 3 på neste side viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). På grunn av høye inntekter og nøktern utbyttepolitikk valgte eierne i 2006 å ta ut et rekordhøyt utbytte. En tredjedel av pengene gikk til eierkommunene Skien, Porsgrunn og Bamble, i tillegg til ordinært utbytte på 419 mill. kr (Skagerak Energi årsrapport, 2006). I 2009 er årsresultatet

sterkt påvirket av avviklingen av selskapet Cinclus Technology. Årsresultatet i 2010 ble det beste i selskapets historie grunnet god kostnadskontroll og høy kraftpris.

Figur 4 viser at egenkapitalandelen sank betraktelig i 2006, noe som kan skyldes den store utbytteutbetalingen det samme året. I perioden 2006–2012 var egenkapitalandelen i gjennomsnitt på 38 % årlig.



Figur 3: Årsresultater og utbytter for Skagerak Energi



Figur 4: Egenkapitalandelen i Skagerak Energi

Tabell 1 viser at Skagerak har hatt en gjennomsnittlig mindreakkastning på 8 % årlig i analyseperioden, i forhold til om eierne hadde investert egenkapitalen i referanseindeksen.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning Skagerak	4 %	6 %	5 %	14 %	10 %	13 %	7 %	21 %	18 %	9 %	11 %
Mer/mindreakkastning Skagerak	-41 %	-34 %	-38 %	-16 %	8 %	59 %	-48 %	4 %	30 %	-9 %	-8 %

Tabell 1: Benchmarking av Skagerak mot OSEBX-indeksen (Skagerak Energi årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 på neste side viser at kjernevirksomheten har gitt en gjennomsnittlig avkastning på 8 %, mens tilsvarende avkastning i relaterte investeringer har vært -4 %, og -2 % på urelaterte investeringer. For relaterte investeringer er den gjennomsnittlige avkastningen i all hovedsak preget av nedskrivningen av Telenor Cinclus. Selskapet gikk over til å føre regnskap etter IFRS i 2007.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	4 %	6 %	5 %	10 %	6 %	11 %	8 %	12 %	10 %	6 %	8 %
ROI - relaterte investeringer	58 %	1 %	8 %	5 %	-25 %	-117 %	-4 %	11 %	22 %	5 %	-4 %
ROI - urelaterte investeringer	0 %	-2 %	-2 %	0 %	0 %	-24 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-3 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	53 %	-4 %	3 %	-5 %	-31 %	-128 %	-13 %	-1 %	12 %	-2 %	-12 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-4 %	-7 %	-7 %	-10 %	-6 %	-36 %	-8 %	-12 %	-10 %	-6 %	-11 %

Tabell 2: Skageraks avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (Skagerak Energi årsrapporter, 2003 – 2012)

4.1.6 Nord-Trøndelags Elektrisitetsverk (NTE)

Eierskap og vekstambisjoner

Nord-Trøndelag Elektrisitetsverk (NTE) ble etablert i 1919 av Nord-Trøndelag fylkeskommune, som fremdeles er eneste aksjonær i selskapet. NTEs første kraftverk åpnet i Follafooss i 1923, og fram til 1953 overtok selskapet 20 mindre kommunale kraft- og elektrisitetsverk i nærområdet. Virksomheten gikk fra å være forvaltningsbedrift til fylkeskommunalt foretak i 1998, og ble så omdannet til aksjeselskap i 2007 og til konsern i 2008 (Econ Pövröy, 2009). Selskapets kjernevirksomhet er delt inn i forretningsområdene produksjon, distribusjon og sluttkunde (NTE årsrapport, 2012). Selskapet uttrykker på sine hjemmesider at de, ved å skaffe seg økonomiske resultater basert på etisk forsvarlig drift, kan bidra som en aktiv støttespiller i lokalsamfunnet og være med på å utvikle fylket. Dette reflekteres i selskapets visjon som er "smartere løsninger for et livskraftig Trøndelag" (NTE årsrapport 2012, s. 4).

Selskapets vekstambisjoner for de nærmeste årene består i økt produksjon av fornybar energi, både gjennom vann- og vindkraft (NTE årsrapport, 2010). NTE har som mål fram til 2015 å øke resultatet (etter skatt) med 200 mill. kr sammenlignet med resultatet fra 2011. Dette skal oppnås ved fokus på kjernevirksomheten (NTE årsrapport, 2012).

Strategiske investeringer i vindkraft, butikkvirksomhet og bredbåndsteknologi

Styret vektla i årsrapporten for 2008 at de ønsket å utvikle konsernet vekk fra det tradisjonelle konseptet og heller bli mer industrielt rettet, en strategi de hevdet var i samsvar med eiernes forventninger. En strategiplan som blant annet gikk ut på å satse offensivt på salg og markedsføring ble implementert i 2010. Som følge av dette fusjonerte NTE Bredbånd og NTE Marked, og "NTE i butikk" ble innført (salg av elektriske forbruksartikler i Expert-butikker), under datterselskapet NTE Handel (NTE årsrapport, 2010).

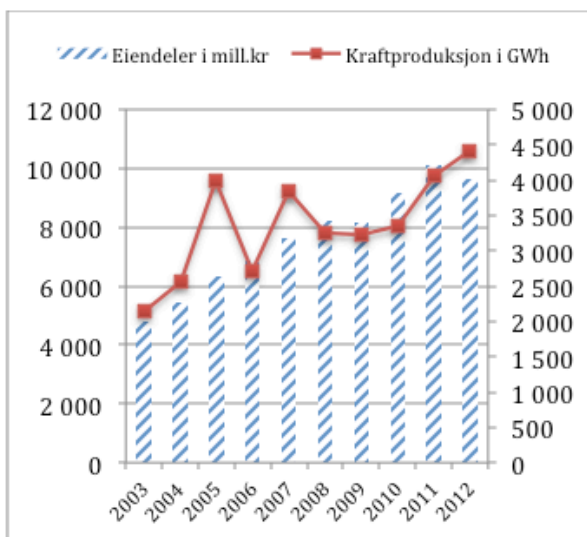
I 2012 endret konsernet strategien til ensrettet å fokusere på kjernevirksomheten. Året 2013 ble preget av at flere virksomheter som ikke inngikk i kjernevirksomheten ble solgt, blant annet Expert-butikkene, NTE Enterprise og NTE Energiutvikling (NTE årsrapport, 2013; Pareto Securities, 2013). Dette er virksomheter som har påført konsernet betydelige tap og nedskrivninger. Adressa.no skriver 8. april 2013 at Expert-butikkene hadde et samlet tap i perioden 2008–2011 på 56 mill. kr [22].

NTE har økt egenproduksjonen av elektrisitet gjennom kjøp av kraftverkene i Øvre Namsen, vindkraftutbygging og kjøp av kraftverkene i Siso og Lakshola i Nordland. Sistnevnte kostet 4,3 mrd. kr og bidro med en samlet produksjon på omkring 1 TWh (NTE årsrapport 2009). NTE åpnet i 1991 Norges første vindpark i Vikna kommune, og med Hundhammerfjellet vindkraftverk klart i 2008, og tidligere eierskap i ScanWind AS, posisjonerte selskapet seg som ledende vindkraftaktør (NTE årsrapport, 2010). Ytre Vikna vindpark ble åpnet i 2012 og består av 17 vindturbiner som vil øke egenproduksjonen med omtrent 120 GWh (NTE årsrapport, 2012).

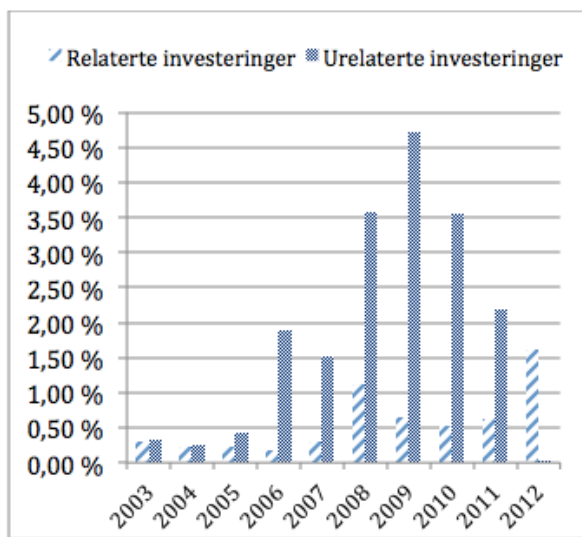
NTE har fra 2008 satset betydelig innen bredbåndsteknologi. I 2010 startet NTE et bygdefiberprosjekt som skulle tilby fiberbasert høyhastighetsbredbånd i geografiske "ulønnsomme" områder. I 2011 kunne selskapet tilby "fiberbasert bredbånd til alle innbyggere", et samarbeidsprosjekt som kostet bortimot 30 mill. kr (NTE hjemmeside, historikk). I likhet med de andre aktørene i Bredbåndalliansen har også NTE tapt på investeringen i Ventelo. Regnskapene viser at NTE nedskrev aksjene med 162 mill. kr i 2011, og det ble også foretatt nedskrivninger av aksjeverdien i 2009.

Figur 1 på neste side viser at eiendelene (venstre akse) og egenproduksjon av kraft (høyre akse) har hatt en jevn prosentvis utvikling, der de begge har mer eller mindre doblet seg i analyseperioden. Dette er en indikasjon på at store investeringer er gjort innenfor konsernets kjernevirksomhet.

Figur 2 på neste side viser utviklingen i NTEs relaterte og urelaterte investeringer i perioden. Av urelaterte investeringer var bredbånd og tele det største investeringsområdet i 2008 og "NTE i butikk" i 2009. Det er en betydelig reduksjon i urelaterte investeringer i 2012.



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)

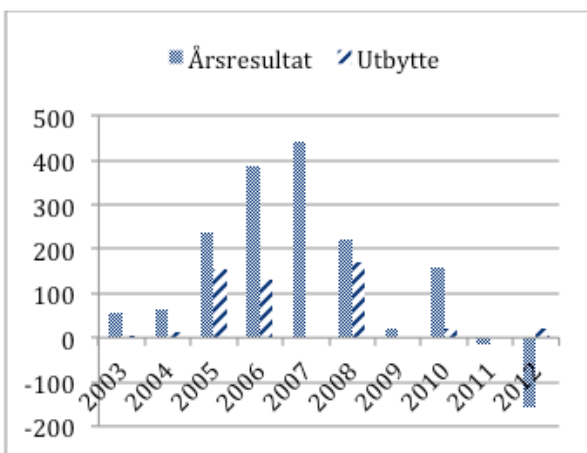


Figur 2: Relaterte- og urelaterte investeringers andel av konsernets eiendeler

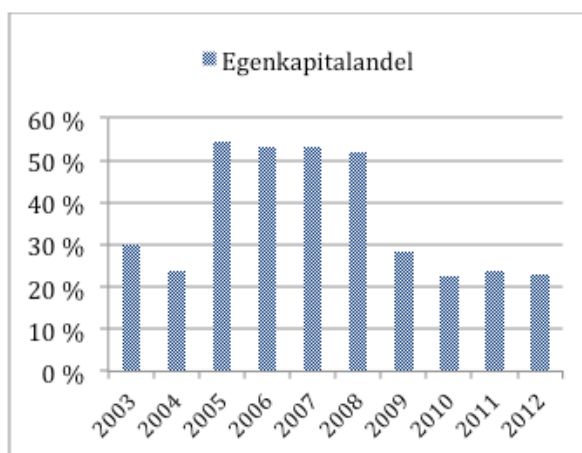
Konsernets økonomiske prestasjoner

Figur 3 viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). NTE har hatt en variert utbyttepolitikk gjennom analyseperioden. I tre år har det ikke blitt tatt ut utbytter i det hele tatt (2007, 2009 og 2011) og bare i 2012 ble det tatt ut utbytte som var større en årsresultatet. Til tross for et negativt årsresultat på -157 mill. kr etter skatt, mente eierne at det var forsvarlig å utbetale utbytte på 20 mill. kr (NTE årsrapport, 2012).

Figur 4 viser at egenkapitalandelen i NTE varierer i analyseperioden. I perioden 2005–2008 ligger den jevnt på i overkant av 50 %. Gjennomsnittlig egenkapitalandel i perioden er 36 %.



Figur 3: Årsresultater og utbytter for NTE



Figur 4: Egenkapitalandelen i NTE

Tabell 1 viser at NTE har levert en mindreakstning på 15 % årlig, i forhold til om egenkapitalen i stedet hadde vært investert i referanseindeksen.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning NTE	3 %	4 %	9 %	11 %	11 %	5 %	1 %	7 %	-1 %	-7 %	4 %
Mer/mindreakstning NTE	-42 %	-36 %	-33 %	-20 %	9 %	51 %	-54 %	-10 %	11 %	-24 %	-15 %

Tabell 1: Benchmarking av NTE mot OSEBX-indeksen (NTE årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 viser at kjernevirksomheten til NTE har gitt en gjennomsnittlig avkastning på 5 %, mens tilsvarende avkastning på relaterte investeringer har vært -21 %. Gjennomsnittlig avkastning på urelaterte investeringer er betydelig preget av tap og nedskrivning, spesielt i 2012, men også i 2011.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	4 %	5 %	7 %	5 %	4 %	7 %	4 %	7 %	7 %	5 %	5 %
ROI - relaterte investeringer	-3 %	0 %	14 %	-86 %	-27 %	-14 %	-57 %	-24 %	-19 %	4 %	-21 %
ROI - urelaterte investeringer	0 %	-37 %	-11 %	0 %	0 %	-2 %	-13 %	-3 %	-80 %	-6730 %	-688 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	-8 %	-5 %	7 %	-90 %	-32 %	-21 %	-61 %	-32 %	-26 %	-1 %	-27 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-4 %	-42 %	-18 %	-5 %	-4 %	-8 %	-17 %	-10 %	-88 %	-6735 %	-693 %

Tabell 2: NTEs avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (NTE årsrapporter, 2003 – 2012)

4.1.7 Troms Kraft

Eierskap og vekstambisjoner

Troms Kraft (TK) har røtter tilbake til 1898 da en dampdrevne kraftstasjon ble etablert i Tromsø sentrum for å forsyne gatelysene med elektrisitet [23]. Selskapet utviklet seg i 99 år organisk, og ved å fusjonere med lokale og regionale kraftverk. TK ble omgjort til et aksjeselskap i 1997, og dette markerte slutten på epoken som et forvaltningsselskap. TK eies i dag av Troms fylkeskommune (60 %) og Tromsø kommune (40 %) [23].

Av årsrapporten 2005 kommer det fram at: "Troms Krafts visjon er å være et ledende nordnorsk energikonsern med internasjonal konkurransekraft" (TK årsrapport, 2005, s.16). De ønsker å svare på den økte konkurransen i en liberalisert energibransje med offensiv tenkning (TK årsrapport, 2003). Nedtoning av kjernevirksomheten, som selskapet har levd av i 100 år,

blir begrunnet med at marginene trolig vil bli mindre i årene som kommer. TK skal derfor gå fra å være en energileverandør til å bli en tjenesteleverandør (TK årsrapport, 2005). Selskapet har sett store muligheter gjennom å posisjonere seg i telekom og entreprenørbransjen. De vekstmulighetene som finnes gjennom samarbeid med næringslivet, vil bli utnyttet (TK årsrapport, 2008). I 2011 tar denne strategien en helomvending, og TK ønsker å gå tilbake til kjernevirksomheten (TK årsrapport, 2011).

TK legger vekt på eierens ønske om et stabilt utbyttensnivå, definert som: "(...) avstemt mot selskapets kapitalbehov når det gjelder finansiering av fremtidig vekst." (TK årsrapport, 2010, s. 27).

Eierne i TK iverksatte en offentlig gransking av en rekke forhold knyttet til selskapet sitt, i henhold til en kjennelse i Nord-Troms tingrett i 2012. Forholdene som ble drøftet innebar blant annet tap i datterselskapet Kraft & Kultur, lånefinansiert kjøp av aksjer i Salten Kraftsamband (SKS) og Nordkraft og salg av kraftaksjer til svenske Jämtkraft (som ble medeier i datterselskapet Troms Kraftforsyning og Energi AS i 2012 med 33 %) [24]. Oppdraget, som etter hvert beløp seg til 44 mill. kr er Norges hittil mest omfattende rettslige gransking av et selskap [25]. Etter fremleggelsen av den kritiske granskingsrapporten i 2013 ble styret i TK erstattet, og også fylkesrådet i Troms måtte gå. TK har reist søksmål med krav om erstatning fra sin norske revisor PWC og fra svenske Thornton Granton. Revisjonsselskapene har på sin side varslet regresskrav mot avgåtte ledere i TK [24].

Strategiske investeringer i Kraft & Kultur, vind- og småkraft

Som en del av det å være konkurransedyktig internasjonalt, hadde TK i 2003 tatt det svenske markedet med storm, og selskapet var tidlig på plass i Nordvest-Russland. Konserndirektøren uttalte at: "Dette bare er starten på en ny virkelighet for Troms Kraft." (TK årsrapport, 2003, s. 5). TK Fiber AS, som ble etablert i 2006, ble fusjonert inn i Pronea AS i 2007 for å forsterke satsingen på bredbånd (TKs eierandel 49 %). Nasjonalt satset TK på telekommunikasjon gjennom Bredbåndsansliansen. I årsrapporten for 2012 blir det kjent at TK Fiber AS og Pronea AS blir solgt til Broadnet, som en del av en ny strategi om å gå tilbake til kjernevirksomheten.

Med ønske om å bidra til næringsutvikling i nord investerte TK i 2006 i verdens første fiskebørs "Fishex", med en eierandel på 14 %. Fishex ASA ble sammen med selskapets andre

mindre investeringer samlet i det heleide datterselskapet TK Invest. Under en ekstraordinær generalforsamling i 2008 besluttet eierne av Fishex ASA å avvikle selskapet [26].

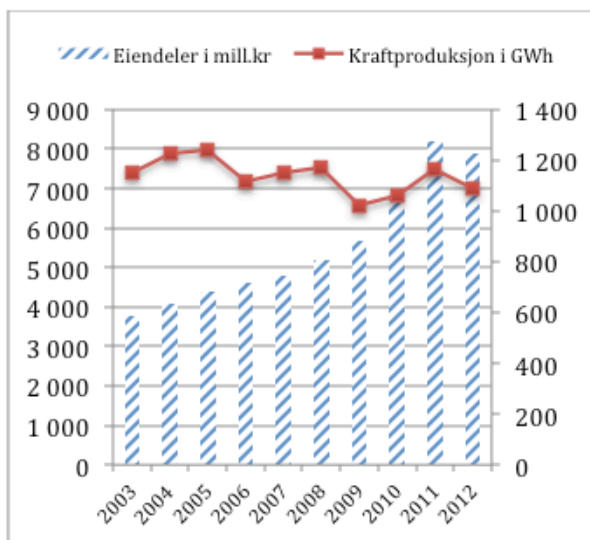
I 2007 planla TK vindkraftutbygging for til sammen 17 mrd. kr i Nordland og Troms – enten alene eller gjennom selskapet Nordnorsk Vindkraft som de eide sammen med kraftselskaper i Nordland (TK årsrapport, 2007). TK-konsernet ble i 2009 Nord-Norges desidert største – og en av landets største – innen småkraftverk gjennom oppkjøpet av HydroPool AS, som endret navn til Elvekraft AS (TK årsrapport, 2009).

I 2010 ekspanderte TK regionalt ved å kjøpe aksjer for til sammen 2,2 mrd. kr i Nordland. For dette beløpet fikk TK kontroll med 33 % av aksjene i Nordkraft og 24 % av aksjene i SKS. Dette var selskapets største enkeltstående investering noensinne, og den sto for 92 % av egenkapitalen. Investeringen ble i sin helhet lånefinansiert fordi Tromsø kommune og Troms fylkeskommune manglet kapital å skyte inn [2]. TK beskrev medeierskapet i Nordkraft og SKS som en ny epoke for kraftbransjen i Nord-Norge, der samspill og samarbeid var i sentrum. I 2010 blir Fakken vindpark på Karlsøy satt i produksjon med sine 18 vindmøller. Enova hadde innvilget like mye i støtte (346 mill. kr) som TK selv investerte i vindparken (TK årsrapport, 2010).

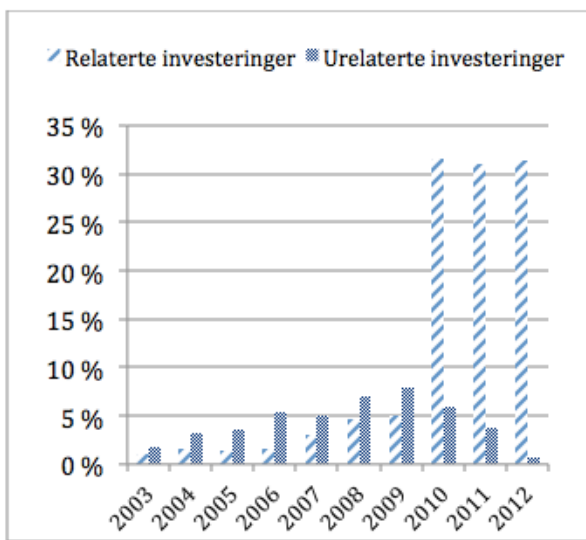
Datterselskapet Kraft & Kultur AB, som TK etablerte i Sverige og Finland, hadde stor suksess i ti år inntil 2011. Da ble det avdekket omfattende regnskapsmanipulering i Kraft & Kultur så langt tilbake som 2002, hvor datterselskapet sto for et tap på 1,5 mrd. kr. Da selskapet nå var i akutt gjeldskrise og i brudd med alle sine bankforbindelser, ble virksomheter solgt og det skulle være full fokus på kjernevirksomheten [2].

Figur 1 på neste side viser at eiendelene (venstre akse) har doblet seg i analyseperioden. Egenproduksjon av kraft (høyre akse) har holdt seg på et relativt stabilt nivå i samme periode.

Figur 2 på neste side viser utviklingen i relaterte og urelaterte investeringer i analyseperioden. Andelen av disse investeringene er ganske beskjeden i 2003, men vokser fram til 2009 med 4 % for relaterte investeringer og 6 % for urelaterte investeringer. Andelen urelaterte investeringer faller tydelig etter 2009, mens aksjekjøpene i Nordkraft og SKS øker de relaterte investeringenes andel av konsernbalansen til hele 30 % i 2010.



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)

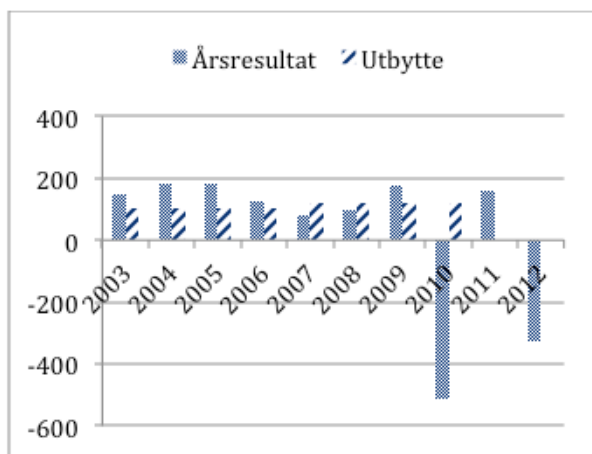


Figur 2: Relaterte- og urelaterte investeringers andel av konsernets eiendeler

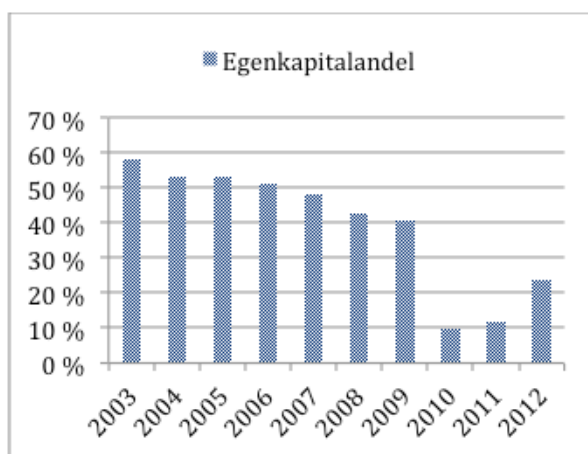
Konsernets økonomiske prestasjoner

Figur 3 viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). De negative årsresultatene i 2010 og 2012 er stekt påvirket av NGE (tidligere Kraft & Kultur), nedskrivninger og høye finanskostnader. Eiernes utbytte har vært stabilt i hele perioden bortsett fra de to siste årene da det ikke ble avsatt utbytte. Årsresultatene i tiårsperioden summerer seg til 300 mill. kr når vi ser bort inflasjon og pengenes tidsverdi (renter). Den tilsvarende summen er 880 mill. kr for utbytte. Det har ikke vært emisjoner i perioden. Dette innebærer at en vesentlig del av eiernes utbytte (580 mill. kr) er finansiert av lån og ikke av selskapets egen inntjening.

Figur 4 viser utviklingen av egenkapitalandelen. I 2003 var egenkapitalandelen i selskapet 58 %, mens i 2012 var den på 24 %. Fallet skyldes både den kraftige veksten i eiendeler og at en vesentlig del av utbyttene er lånefinansiert.



Figur 3: Årsresultater og utbytter for Troms Kraft



Figur 4: Egenkapitalandelen i Troms Kraft

Tabell 1 viser at TK har levert en mindreavkastning på 19 % årlig i forhold til om eierne hadde investert egenkapitalen i referanseindeksen.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning Troms Kraft	7 %	8 %	8 %	5 %	3 %	4 %	7 %	-32 %	18 %	-24 %	0 %
Mer/mindreavkastning Troms Kraft	-39 %	-32 %	-35 %	-25 %	1 %	50 %	-47 %	-49 %	30 %	-41 %	-19 %

Tabell 1: Benchmarking av TK mot OSEBX-indeksen (Troms Kraft årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 viser at kjernevirksomheten til TK har gitt en gjennomsnittlig avkastning på 4 %, mens tilsvarende avkastning på relaterte investeringer har vært 11 %. Gjennomsnittlig avkastning på urelaterte investeringer er på -21 % og bærer tydelig preg av tap og nedskrivninger.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	5 %	5 %	5 %	5 %	4 %	5 %	4 %	-4 %	7 %	0 %	4 %
ROI - relaterte investeringer	32 %	22 %	22 %	19 %	9 %	1 %	9 %	1 %	1 %	-4 %	11 %
ROI - urelaterte investeringer	-16 %	-12 %	-6 %	-13 %	-12 %	-11 %	-17 %	-3 %	-49 %	-75 %	-21 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	28 %	17 %	17 %	14 %	6 %	-3 %	5 %	5 %	-6 %	-4 %	8 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-20 %	-17 %	-12 %	-17 %	-16 %	-16 %	-21 %	0 %	-56 %	-75 %	-25 %

Tabell 2: TKs avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (Troms Kraft årsrapporter, 2003 – 2012)

4.1.8 TrønderEnergi

Eierskap og vekstambisjoner

I 1950 ble Sør-Trøndelag Elektrisitetsverk stiftet, med det formål å dekke behovet for elektrisitetsforsyning, da det fortsatt var mange uten strøm i Sør-Trøndelag fylke. I 1997 fikk elektrisitetsverket dagens navn, TrønderEnergi (TE), og ble omdannet til konsern i 1998. Fra 1999 ble TE et aksjeselskap [27]. I dag eies TE av Nordmøre Energiverk og 24 kommuner i Sør-Trøndelag, hvor Melhus kommune er største aksjonær med 14,77 %. Konsernet uttrykker at de er seg sitt samfunnsansvar bevisst, og at de ønsker å drive langsiktig verdiskapning til det beste for regionen [27].

I årsrapporten for 2010 har konsernet gjennomført et strategiprojekt kalt Målbilde 2020. Samtidig som prosjektet har gitt konsernet et krevende ambisjonsnivå, har det også lagt føringer for hvordan konsernet skal oppnå vekst og videre utvikling fram mot 2020. Investeringer vil ikke bli foretatt dersom segmenter ikke vil gi en tilfredsstillende avkastning. Det skal fokuseres på kjerneområdene i konsernet, men også videre satsing på investeringer, bredbånd og utland (TE årsrapport, 2010). Det er også et mål å øke kraftproduksjonen fra 2 TWh til 3 TWh innen 2020, hvor veksten i all hovedsak skal skje ved vindkraft. Ved hjelp av Målbilde 2020 skal konsernet få en betydelig vekst i resultatet, som skal bidra til høyere utbytte og høyere aksjeverdi. Som følge av tidligere investeringer forutsetter realiseringen av denne veksten tilførsel av ny egenkapital.

I 2013 ble det igangsatt en selskapskontroll av TE, etter ønske fra kontrollutvalgene i 20 av TEs eierkommuner [28]. Kontrollen konkluderte med at TE er et lønnsomt selskap med tanke på eiernes forventninger til den økonomiske utviklingen, men har som resten av kraftbransjen utfordringer med lave kraftpriser. Det er foretatt ulike tiltak for å oppnå en mer tilfredsstillende lønnsomhet i konsernet, blant annet redusert utbytte til eierne inntil år 2020. Dette ble godtatt såfremt effektiviseringsprogrammet LØFTE ble iverksatt [28]. Bakgrunnen for LØFTE-programmet fulgte av det høye ambisjonsnivået lagt for Målbildet 2020, og det ble dermed behov for strategiendringer. Programmet har også lagt begrensninger for nye investeringer utenfor kjernevirksomheten, og belysning av selskapsstrukturen [28].

Kontrollen konstaterer at selskapet har tatt høy risiko ved virksomhetssatsing i Uganda og investeringer i datterselskapet TE Invest AS. Eierne er i ulik grad orientert på disse områdene,

og de stemmer i liten grad overens med eierskapenes formål. Selskapet har også hatt betydelige utfordringer da deres eget nettselskap TE Nett fusjonerte med Trondheim Energi Nett i 2010 [28]. Selskapskontrollen avdekker at eierstyringen har svakheter og kan bli mer profesjonell. Videre vises det til at det er viktig at styret velges på bakgrunn av kompetansen de har, ikke tilhørighet til kommune, som kan lede til inhabilitet. Utarbeidelse av eierskapsmeldinger og å forholde seg til generalforsamling er viktige referanser for kommunal eierstyring, og her viser kontrollen at det har vært flere avvik [28].

Strategiske investeringer i bredbånd, vindkraft og utland

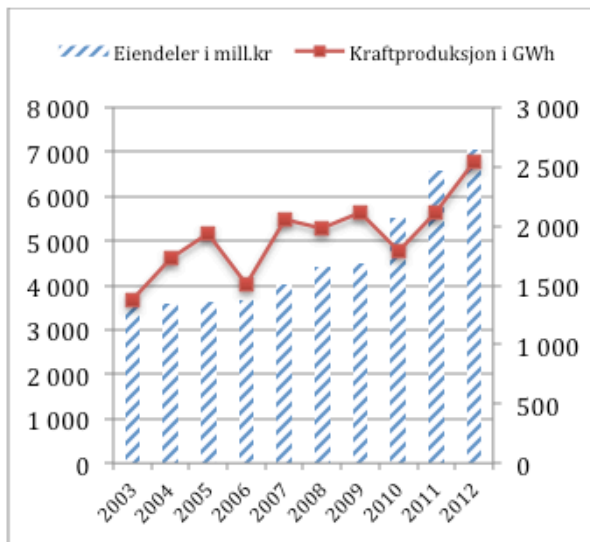
Fra 2003 til 2006 legger TE mer vekt på utvikling av nye lønnsomme forretningsområder og har derfor i økende grad foretatt relaterte investeringer. I 2006 blir det gjort investeringer i Nidit, Loqal og Vigor, og disse blir håndtert av en gruppe kalt IndFin (Industri/Finans) (TE årsrapport, 2006). Denne gruppen har fokus på ønsket om vekst og utvikling i kjernevirksomheten. I 2013 ble bredbåndsselskapet Loqal AS, og investeringsselskapet TE Invest AS ble avviklet som forretningsområde [28].

Gjennom datterselskapet TronderPower Ltd. engasjerte TE seg i kraftutbygging i Uganda i 2009, og har investert 300 mill. kr med en eierandel på 72,5% [29]. Drivkraften for investeringen var lønnsomhet, miljø, klima, vannkraftkompetanse og hjelp til fattige land, og deres strategi om satsing på småkraft. I 2011 ble det enighet om å arbeide for å avslutte dette engasjementet, og selskapet prøver derfor å selge seg ut. Det har aldri blitt utbetalt utbytte fra Uganda-satsingen i analyseperioden [27].

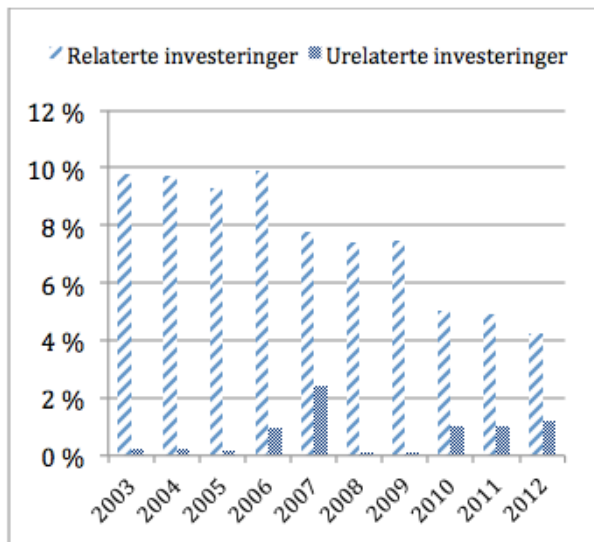
I 2006 ble vindparken med fem møller på Valsneset i Bjugn kommune satt i drift, en utbygging som kostet 110 mill. kr (TE årsrapport, 2006). Etter oppkjøpet av Trondheim Energi Nett AS i 2010 av Statkraft for 1,3 mrd. kr, vokste selskapet kraftig. Oppkjøpet ble lånefinansiert med en fullmakt på inntil 1550 mill. kr [27]. I 2011 kjøpte selskapet 50 % av aksjene i Sarepta AS, hvor de sammen med NTE skal fortsette planen om utbygging av fire vindkraftverk. Dette, i tillegg til andre utbyggingsplaner, gjorde at konsernet måtte sikre finansiering av 8–10 mrd. kr i utbyggingskostnader, og dermed ble 15 % av aksjene i TE Nett solgt til KLP (Kommunal Landspensjonskasse). KLP gikk inn i nettselskapet med investeringer og lån til 750 mill. kr (TE årsrapport, 2011).

Figur 1 viser at eiendelene (høyre akse) har hatt en økning på over 3 mrd. kr (105 %) i analyseperioden. Egenproduksjon av kraft (venstre akse) har økt med 1,2 TWh (85 %) i samme periode.

Figur 2 viser at konsernet i stor grad har hatt fokus på relaterte investeringer. Investeringene i 2006 på 10 % kommer blant annet av Loqal (bredbånd), Nidit (TEs IT-selskap) og Vigor.



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)

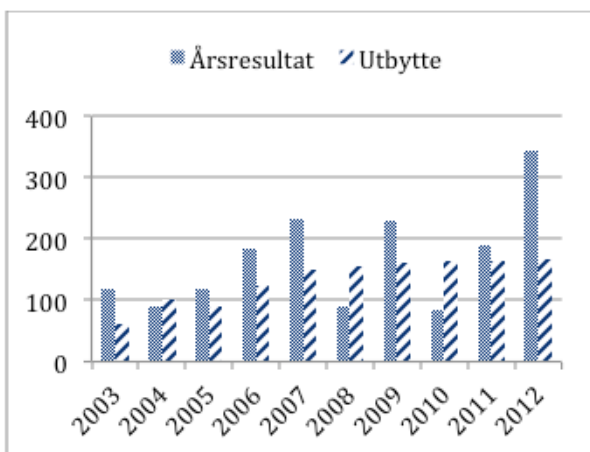


Figur 2: Relaterte- og urelaterte investeringers andel av konsernets eiendeler

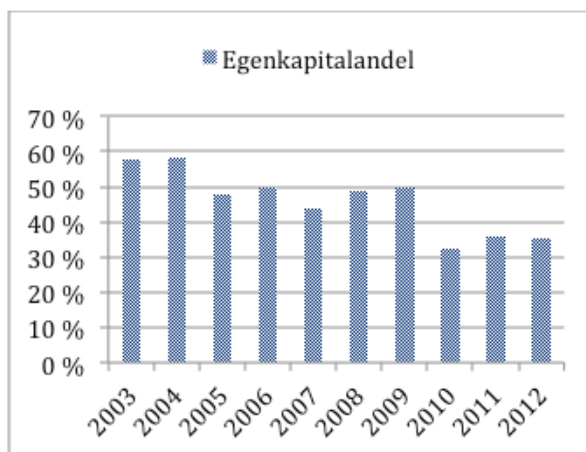
Konsernets økonomiske prestasjoner

Figur 3 på neste side viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). De svake resultatene i 2008 og 2010 skyldes i all hovedsak solenerginedskrivning. Utbytte har vært relativt jevnt de seks siste årene av analyseperioden, til tross for at årsresultatene har variert.

Figur 4 på neste side viser at egenkapitalandelen har utviklet seg i en negativ retning. Fra å være på 50 % i 2009, er den i 2012 på 35 %. Denne utviklingen er som følge av at veksten i stor grad er finansiert med låneopptak [1].



Figur 3: Årsresultater og utbytter for TrønderEnergi



Figur 4: Egenkapitalandelen i TrønderEnergi

Tabell 1 viser at TrønderEnergi har levert en mindreavkastning på 11 % årlig i motsetning til om egenkapitalen hadde vært investert i referanseindeksen.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning TrønderEnergi	6 %	4 %	6 %	10 %	13 %	4 %	10 %	4 %	8 %	14 %	8 %
Mer/mindreavkastning TrønderEnergi	-40 %	-36 %	-37 %	-20 %	11 %	50 %	-44 %	-13 %	20 %	-4 %	-11 %

Tabell 1: Benchmarking av TE mot OSEBX-indeksen (TrønderEnergi årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 viser at kjernevirksomheten til TE har gitt en gjennomsnittlig avkastning på 5 %, mens tilsvarende avkastning på relaterte investeringer har vært 2 %, og for urelaterte investeringer på -28 %, i analyseperioden.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	4 %	5 %	5 %	7 %	6 %	7 %	5 %	4 %	6 %	4 %	5 %
ROI - relaterte investeringer	5 %	0 %	2 %	4 %	6 %	2 %	4 %	2 %	5 %	-5 %	2 %
ROI - urelaterte investeringer	0 %	-62 %	-46 %	-1 %	-3 %	0 %	0 %	-110 %	-56 %	0 %	-28 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	1 %	-5 %	-3 %	-3 %	0 %	-5 %	-1 %	-2 %	-1 %	-9 %	-3 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-4 %	-66 %	-51 %	-8 %	-9 %	-7 %	-5 %	-114 %	-62 %	-4 %	-33 %

Tabell 2: TE's avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (TrønderEnergi årsrapporter, 2003 – 2012)

4.1.9 Sogn og Fjordane Energi (SFE)

Eierskap og vekstambisjoner

I 2003 fusjonerte Sogn og Fjordane Energi, Ytre Fjordane Kraftlag, Gloppen Energiverk, Firdakraft, Eid Energi og Firdanett og dannet et nytt kraftkonsern (SFE). Formålet var å øke intern kompetanse og å bli den ledende kraftaktøren i fylket (SFE årsrapport, 2003). SFE eies av Sogn og Fjordane fylkeskommune (48,15 %), BKK AS (38,54 %) og syv vestlandskommuner [30]. Konsernet tydeliggjør via hjemmesiden og årsrapportene at de skal være en miljø- og samfunnsbevisst aktør, både lokalt og internasjonalt.

SFEs intensjon om å opprettholde et høyt investeringsnivå i tiden fremover, beskrevet i årsrapporten 2012, omfatter i stor grad nettvirksomhet og produksjon. Selskapet har et mål, med frist til 2020, om å øke vannkraftproduksjonen med omkring 300 GWh. Vekst i konsernet skal oppnås gjennom utbygging av nye kraftverk, så vel som økt effektivitet og opprustning av eksisterende kraftverk. Det er allerede forventet en økning på 350 GWh innen fornybar energi fra to planlagte prosjekter innen vannkraft. Fornybar energi fra vindkraft skal også bidra til vekst. Prosjektporteføljen til konsernet er til sammen på ca. 500 GWh (SFE årsrapport, 2012). Langsiktig avkastning for aksjonærene står sentralt i SFEs økonomiske målsettinger og det ble vedtatt i 2008 at 70 % av årsresultatet skal bli avsatt til utbytte (SFE årsrapport, 2008).

Strategiske investeringer i fornybar energi, gass og bredbånd

I analyseperioden har konsernet hovedsakelig investert i nettanlegg og produksjon, men også i andre forretningsområder som bredbånd, naturgass, entreprenørvirksomhet, alarmtjenester etc. SFE har sitt hovedfokus innen vannkraft, men satser også sterkt på vindkraft i samarbeid med andre aktører. I 2005 ble Vestavind Kraft AS stiftet sammen med seks andre regionale kraftselskaper, og i 2009 investerte konsernet i Vestavind Offshore AS (6,5 %) (SFE årsrapport, 2009). I 2012 ble Vestavind Offshore AS nedskrevet med 6,5 mill. kr og Vestavind Kraft AS med 5,4 mill. kr (SFE årsrapport, 2012).

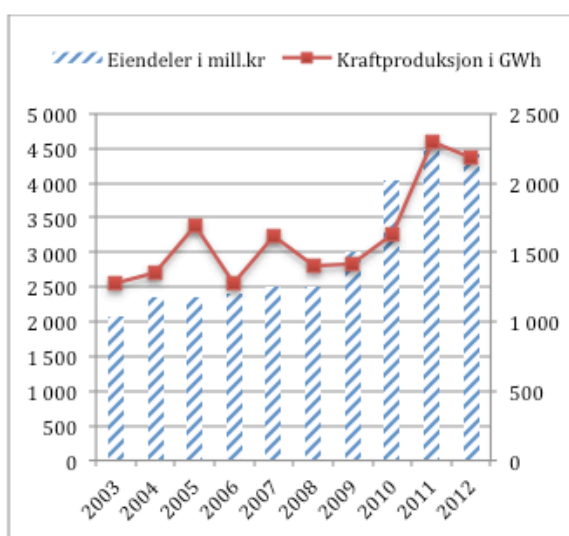
SFE investerte en betydelig sum (1,7 mrd. kr) i Elkem Energi Bremanger AS i 2010. Eierskapet var så vel strategisk som industrielt viktig for konsernet (SFE årsrapport, 2010). Investeringen var et ledd i konsernets strategi om å fokusere på deres tradisjonelle kjernevirksomhet, nemlig fornybar energi (ibid.).

Etablering av infrastruktur for bredbånd og distribusjon av naturgass har vært to nye satsingsområder for SFE de siste årene (SFE årsrapport, 2005). Bredbåndsselskapet Firdanett AS og Eninvest AS fusjonerte i 2004, med Eninvest som overtagende selskap. Satsningen på dette området baserte seg på selskapets intensjon om å være en pådriver for utvikling og verdiskaping i fylket (SFE årsrapport, 2003).

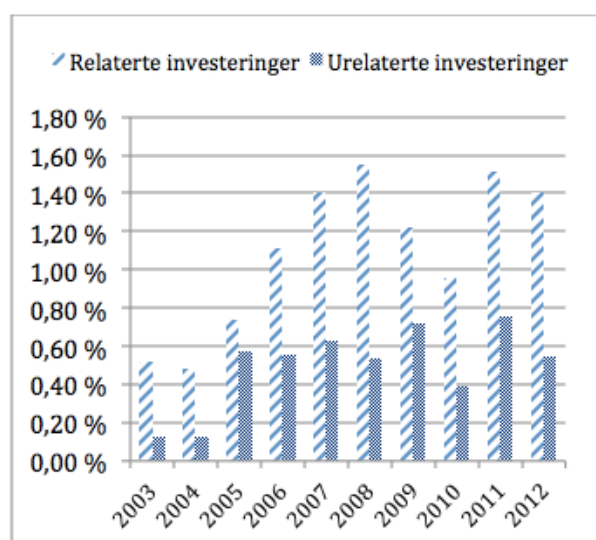
SFE gikk i 2005 inn med 8 mill. kr i aksjekapital i investeringsselskapet Fjord Invest, som har som formål å styrke utviklingen av små og mellomstore bedrifter i Sogn og Fjordane. Investeringene i Fjord Invest og Fjord Invest SørVest er definert som utenfor selskapets tradisjonelle kjerneområder (SFE årsrapport, 2005). I 2012 ble det registrert en nedskrivning på aksjeposter på 15 mill. kr der Fjord Invest (5,7 % eierandel) og Fjord Invest SørVest (6,1 % eierandel) sto for en samlet nedskrivning på 3,2 mill. kr (SFE årsrapport, 2012).

Figur 1 viser at eiendelene (venstre akse) har økt fra 2,3 mrd. kr til 4,4 mrd. kr (90 %) i analyseperioden. Kraftproduksjonen (høyre akse) økt med 72 % i samme periode, og den store økningen fra 2010 til 2011 skyldes hovedsakelig investeringen i Elkem Energi Bremanger AS. Investeringen økte middelproduksjonen til konsernet med 685 GWh.

Figur 2 viser SFEs urelaterte og relaterte investeringer i analyseperioden. I 2011 utgjorde de samlede investeringene ca. 2,27 % av konsernets eiendeler, og dette året i analyseperioden hadde selskapet høyest investeringsaktivitet.



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)

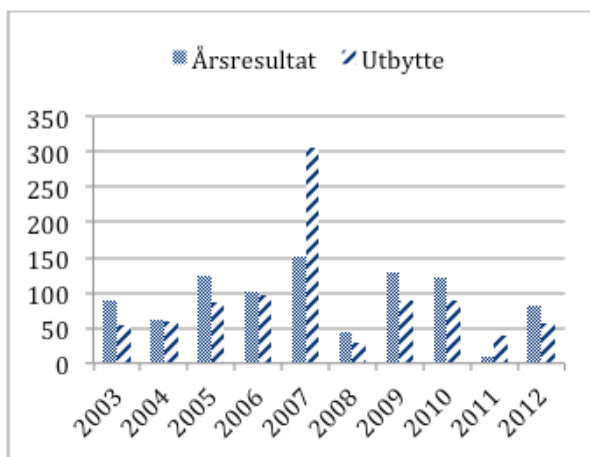


Figur 2: Relaterte- og urelaterte investerings andel av konsernets eiendeler

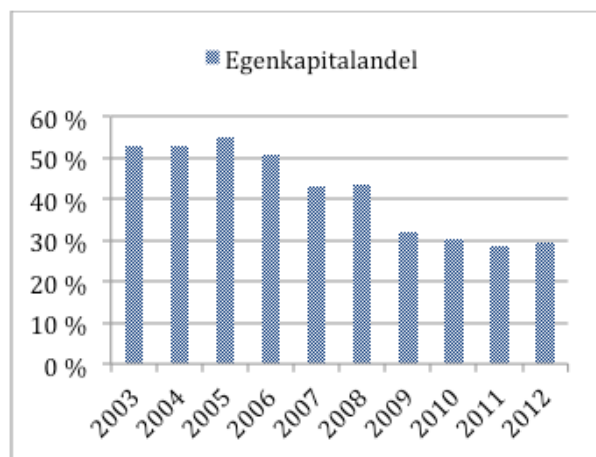
Konsernets økonomiske prestasjoner

Figur 3 viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). Eierne i SFE har, med unntak av 2007, holdt tilbake deler av årsresultatet. Med unntak av 2003, 2005 og 2011 har eierne tatt ut 70 % eller mer av resultatet. I 2007 ble det betalt ut et utbytte på det dobbelte av årsresultatet. Årsaken var at SFE ble hevdet å være i en god situasjon. Det svake årsresultatet i 2008 skyldes blant annet uvær, samt tap på grunn av leveranser av naturgass.

Figur 4 viser en fallende utvikling i egenkapitalandelen med et gjennomsnitt på 42 % i analyseperioden.



Figur 3: Årsresultater og utbytter for SFE



Figur 4: Egenkapitalandelen i SFE

Tabell 1 viser at SFE har levert en mindreakstning på 12 % årlig i forhold til om egenkapitalen i stedet hadde investert i referanseindeksen.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning SFE	9 %	5 %	10 %	8 %	13 %	4 %	12 %	10 %	1 %	6 %	8 %
Mer/mindreakstning SFE	-37 %	-35 %	-33 %	-22 %	11 %	50 %	-43 %	-7 %	12 %	-11 %	-12 %

Tabell 1: Benchmarking av SFE mot OSEBX-indeksen (SFE årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 på neste side viser at SFEs kjernevirksomhet i gjennomsnitt har gitt en avkastning på 6 % i analyseperioden, mens tilsvarende avkastning for relaterte investeringer har vært på 1 % og for urelaterte investeringer har den vært på -13 %.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	6 %	6 %	8 %	6 %	7 %	6 %	5 %	6 %	5 %	5 %	6 %
ROI - relaterte investeringer	-11 %	-12 %	-10 %	10 %	17 %	8 %	9 %	5 %	-2 %	1 %	1 %
ROI - urelaterte investeringer	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-18 %	-4 %	-44 %	-23 %	-62 %	-15 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	-17 %	-18 %	-17 %	4 %	10 %	3 %	3 %	-2 %	-7 %	-4 %	-5 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-6 %	-6 %	-8 %	-6 %	-7 %	-24 %	-9 %	-51 %	-27 %	-68 %	-21 %

Tabell 2: SFEs avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (SFE årsrapporter, 2003 – 2012)

4.1.10 Nordkraft

Eierskap og vekstambisjoner

Narvik Kommunale Elektrisitetsverk, forløperen til Nordkraft, ble etablert i 1913. Formålet var å dekke behovet for elektrisk kraft til byens befolkning ved å bygge ut egen kraftproduksjon og distribusjonsnett. Virksomheten var organisert som en kommunal forretning til 1995. Da ble den organisert som et selvstendig aksjeselskap. Nordkraft eies i 2012 av Narvik kommune (50,01 %), Troms Kraftforsyning og Energi AS (33,33 %) og Hålogalandkraft (16,66 %) [31]. På sin hjemmeside vektlegger Nordkraft samfunnsansvaret sitt og understreker roller som en drivkraft i lokal samfunnsutvikling [32].

Årsrapporten for 2010 angir at de industrielle målene i strategiplanen er å gjennomføre lønnsomme investeringer i ny fornybar kraftproduksjon med minimum 700 GWh i perioden 2011–2020. Den planlagte veksten utgjør nesten hele årsproduksjonen på 895 GWh i 2010. Veksten skal realiseres i kombinasjon med betydelig utbytte til konsernets eiere, forutsatt en sunn utvikling av egenkapitalandelen i konsernet (Nordkraft årsrapport, 2010).

Etter at styret i Nordkraft vedtok å foreta en regnskapsmessig nedskrivning på 270 mill. kr av investeringen i Fjellkraft sommeren 2013, bestemte Narvik bystyre at det skulle gjennomføres en ekstern selskapskontroll for å få en uavhengig og objektiv vurdering av saken [33]. Ernst & Young (EY) leverte granskingsrapporten samme høst, og etter en samlet vurdering skriver de at det ikke er grunnlag for å anse organiseringen av virksomheten i Nordkraft som uforsvarlig. Det stilles likevel spørsmål ved om styrets vekstambisjoner er realistiske og balanserte i forhold til konsernets finansielle og organisatoriske kapabiliteter. Kjøpet av Fjellkraft i 2009 ble beskrevet i rapporten som risikofylt, i tillegg til at Nordkraft hadde begrenset erfaring innen småkraft. Dette ble ansett som en uforsiktig vekststrategi [33].

Selskapskontrollen peker på lederkulturen i Nordkraft som en årsak til at ansattrepresentanter har hatt vanskeligheter med å utføre sine oppgaver på en tilfredsstillende rolle. Blant annet indikeres det at relevant informasjon fra mellomledere og fagpersoner ikke nådde fram til konsernstyret, informasjon som kan ha hatt betydning for vurderingen av virksomhetens økonomiske stilling. Kontrollen viser videre at det til tider har vært et høyt konfliktnivå mellom administrasjonen og styret, og at konsernet fremstår som "administrasjonsstyrt" [33].

Strategisk investeringer i småkraft og vindkraft

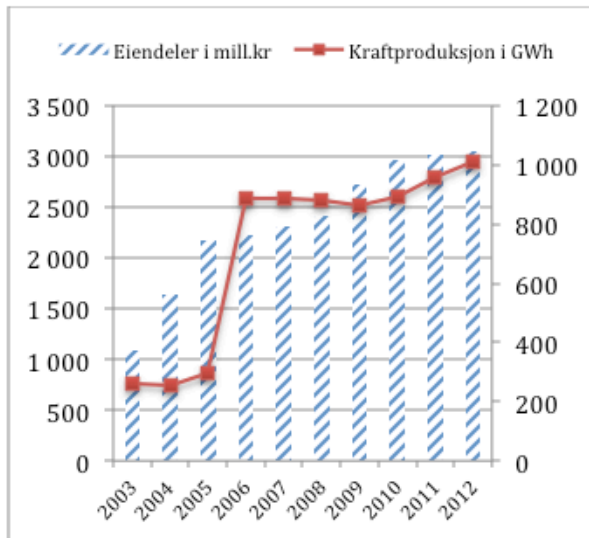
Da Nordkraft og Narvik Energi fusjonerte i 2006, samlet de sin vannkraftproduksjon på ca. 1 TWh i året (Nordkraft årsrapport, 2006). Konsernet er engasjert i vindkraft gjennom Nordkraft Vind, Vesterålskraft Vind og Lofotkraft Vind, og de er medeier i Nordnorsk Havkraft. I 2009 kjøpte Nordkraft aksjer i Fjellkraft for 402 mill. kr. Konsernet ble etter dette Norges nest største utbygger av småskala vannkraftverk (Nordkraft årsrapport, 2009). Etter å ha tilført Fjellkraft 20 mill. kr i året siden oppkjøpet, valgte nytilsatt direktør å revurdere konsernets småkraftportefølje i 2013. Estimaten viste et verdifall på 270 mill. kr fordelt på fallrettigheter, goodwill og bokførte anleggsmidler (Nordkraft årsrapport, 2012).

I mars 2014 meldte Nordkraft at Fjellkraft ikke er salgbart etter å ha sendt en "teaser" til 220 potensielle interessenter. Selskapet beslutter derfor å legge ned denne virksomheten og nedskrive bokført verdi til null. Ifølge meldingen er nedleggelsen av Fjellkraft ett av flere tiltak for å bedre økonomien i Nordkraft [34].

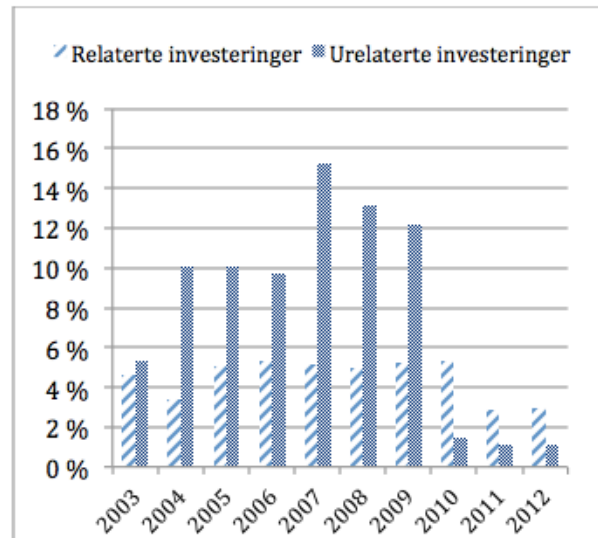
Nordkraft har flere urelaterte investeringer utenfor kjernevirksomheten. Selskapet er langsiktig eier i Hurtigruten, og de har en aksjepost i IT-bedriften Funn IT. I tillegg er Nordkraft engasjert i næringsutvikling gjennom Futurum, Forskningsparken i Narvik og Narvik Kapital [32].

Figur 1 på neste side viser at prosentvis økning av eiendelene (venstre akse) og egenproduksjon av kraft (høyre akse) har økt betydelig i perioden. Eiendelene har nesten tredoblet seg og egenproduksjon av kraft har mer enn tredoblet seg. Dette er en indikasjon på at store investeringer er gjort innenfor konsernets kjernevirksomhet.

Figur 2 viser betydelige urelaterte investeringer i perioden, med 15 % i Salten Kraftsamband som dominerende investering. Da SKS aksjene ble solgt i 2010, realiserte konsernet en gevinst på 250 mill. kr (Nordkraft årsrapport, 2010).



Figur 1: Eiendeler i mill.kr (venstre akse) og egenproduksjon av kraft i GWh (høyre akse)

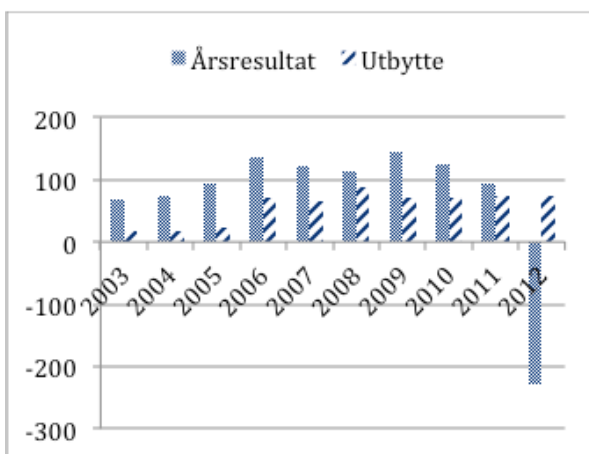


Figur 2: Relaterte- og urelaterte investerings andel av konsernets eiendeler

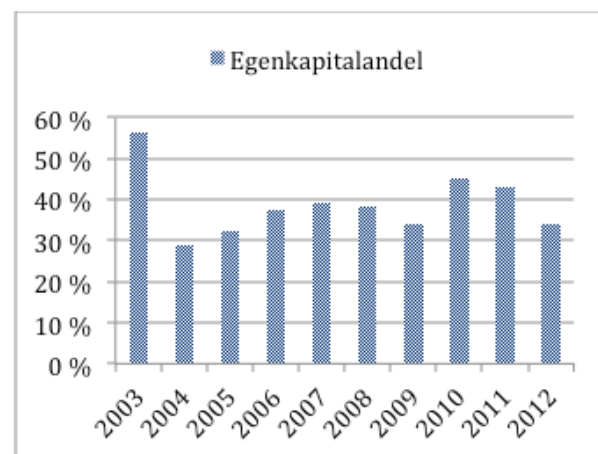
Konsernets økonomiske prestasjoner

Figur 3 viser selskapets utvikling i årsresultater og utbytte (tall i tusen). Nordkrafts eiere har ført en mer aggressiv utbyttepolitikk etter 2006, selv om det i årsrapportene blir understreket at det er viktig å holde tilbake overskudd for å kunne finansiere fremtidig vekst. Det svake årsresultatet i 2012 skyldes nedskrivningen av verdier i Fjellkraft på 270 mill. dette året.

Egenkapitalandelen i Nordkraft, som vist i figur 4, har vært stabilt over 30 % siden 2005, men den fikk seg en knekk i 2012, først og fremst på grunn av nedskrivninger.



Figur 3: Årsresultater og utbytter for Nordkraft



Figur 4: Egenkapitalandelen i Nordkraft

Tabell 1 viser at Nordkraft har levert en mindreavkastning på 10 % årlig, i forhold til om egenkapitalen i stedet hadde vært investert i referanseindeksen.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
EK-avkastning Nordkraft	12 %	12 %	14 %	17 %	14 %	12 %	15 %	11 %	7 %	-19 %	9 %
Mer/mindreavkastning Nordkraft	-34 %	-28 %	-29 %	-13 %	12 %	58 %	-40 %	-6 %	19 %	-37 %	-10 %

Tabell 1: Benchmarking av Nordkraft mot OSEBX-indeksen (Nordkraft årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Økonomiske prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 viser at Nordkraft oppnådde en fantastisk gevinst da de solgte SKS-aksjene sine i 2010. De øvrige årene har avkastningen på urelaterte investeringer vært variable.

Kjernevirksomheten har i gjennomsnitt gitt 2 % høyere avkastning per år enn relaterte investeringer.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
ROI - kjernevirksomhet	12 %	6 %	6 %	8 %	6 %	9 %	6 %	6 %	4 %	-5 %	6 %
ROI - relaterte investeringer	1 %	1 %	4 %	2 %	4 %	6 %	6 %	3 %	6 %	2 %	4 %
ROI - urelaterte investeringer	18 %	2 %	5 %	5 %	12 %	-11 %	8 %	572 %	-26 %	-1 %	59 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	-11 %	-5 %	-3 %	-5 %	-1 %	-3 %	0 %	-3 %	2 %	7 %	-2 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	6 %	-4 %	-1 %	-3 %	6 %	-20 %	2 %	566 %	-30 %	4 %	53 %

Tabell 2: Nordkrafts avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (Nordkraft årsrapporter, 2003 – 2012)

4.2 Industrianalyse

I denne analysen vil vi vise resultatene til utvalget vårt på et aggregert nivå. Vi vil på denne måten få selskapenes resultater samlet som en helhet, heretter omtalt som industrien. Denne informasjonen gir grunnlag for drøfting og konklusjon, og er satt opp i kronologisk rekkefølge med tanke på forskningsspørsmålene.

Industriens prestasjoner

Det er nødvendig å se på industrien som en helhet for å kunne diskutere om kraftselskapene har gitt eierne mer- eller mindreavkastning de ti siste årene, i forhold til avkastningen ved en alternativ plassering.

Tabell 1 viser benchmarking av industrien mot OSEBX-indeksen. Vi ser at industrien har levert en mindreavkastning i analyseperioden på 9 % årlig sammenlignet med hva eierne kunne oppnådd om de i stedet hadde investert egenkapitalen sin i referanseindeksen. Til sammenligning leverte kraftbransjen en meravkastning bare i 2007, 2008 og 2011.

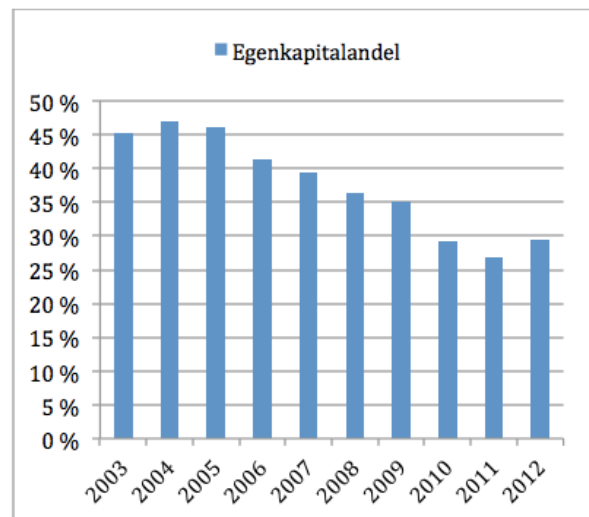
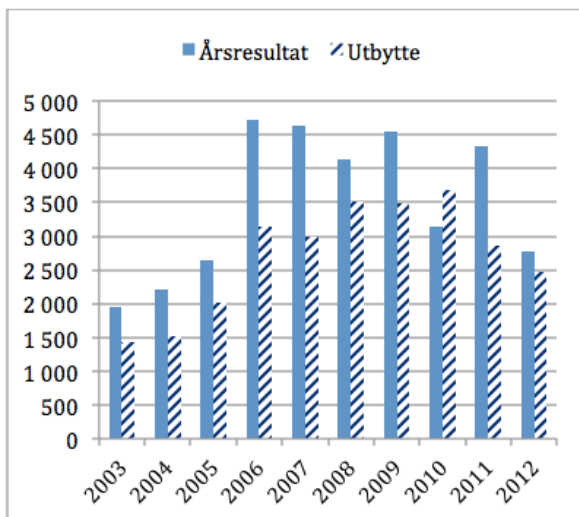
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Årlig avkastning OSEBX-indeksen	45 %	40 %	43 %	30 %	2 %	-46 %	55 %	17 %	-12 %	18 %	19 %
Vektet egenkapitalarentabilitet industri	7 %	7 %	8 %	14 %	13 %	11 %	13 %	9 %	14 %	8 %	10 %
Mer/mindreavkastning industri	-39 %	-33 %	-35 %	-16 %	11 %	57 %	-42 %	-8 %	26 %	-9 %	-9 %

Tabell 1: Benchmarking av industrien mot OSEBX-indeksen (Selskapenes årsrapporter, 2003 – 2012; Netfonds, 2014)

Som vi så i selskapsanalysene, var det kun ett selskap (Agder Energi) som hadde en gjennomsnittlig meravkastning i analyseperioden sammenlignet med OSEBX-indeksen. Troms Kraft var det selskapet som hadde den laveste gjennomsnittlige avkastningen på 0 %, som ga en mindreavkastning på -19 % sammenlignet med indeksen. Agder Energi sto for den høyeste gjennomsnittlige avkastningen på 22 %, som ga en meravkastning på 3 % sammenlignet med indeksen.

Figur 1 på neste side viser industriens samlede utvikling i årsresultater og utbytter i analyseperioden. Med dette kan vi få en indikasjon på utbyttepolitikken på bransjenivå. I 2006 har industrien det høyeste årsresultatet, hvor utbyttet utgjorde 66 %. 2010 er det eneste året hvor industrien samlet har tatt ut utbytte som er høyere enn de samlede årsresultatene. De øvrige årene i analyseperioden har eierne tilbakeholdt deler av årsresultatene. I gjennomsnitt har industrien tatt ut utbytte på ca. 80 % av årsresultatet.

Figur 2 på neste side viser den vektete egenkapitalandelen i industrien i analyseperioden. Vi ser en fallende tendens i utviklingen av egenkapitalandelen, men den tar seg opp i 2012. Dette kan ha en sammenheng med at deler av årsresultatene i 2011 blir holdt tilbake i industrien. Gjennomsnittlig egenkapitalandel for analyseperioden er 38 %. Vi så i selskapsanalysene at flere av selskapene gjorde store investeringer utenfor kjernevirksomheten i perioden 2007–2010. Mye av dette var lånefinansiert, noe som til dels kan sees i sammenheng med utviklingen i egenkapitalandelen til industrien.



Figur 1: Årsresultater og utbytter i mill.kr for industrien

Figur 2: Egenkapitalandelen i industrien

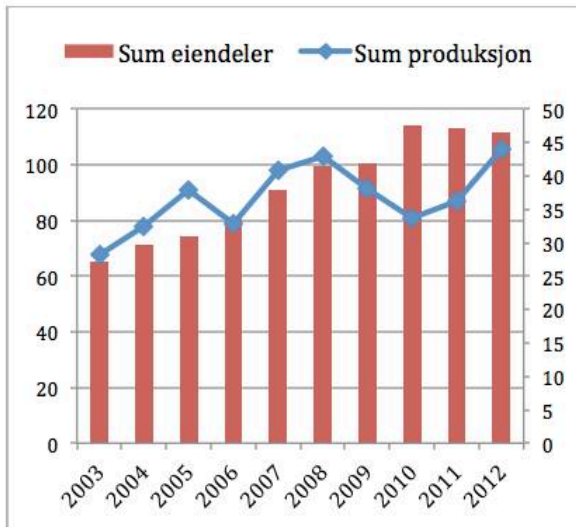
Investeringer utenfor kjernevirksomheten

For å få en indikasjon på om industrien har gjort investeringer utenfor kjernevirksomheten, kan vi tolke utviklingen i eiendelene og i kraftproduksjonen. Dette har vi gjort ved å summere eiendelene til hvert selskap for hvert år, og tilsvarende for kraftproduksjonen.

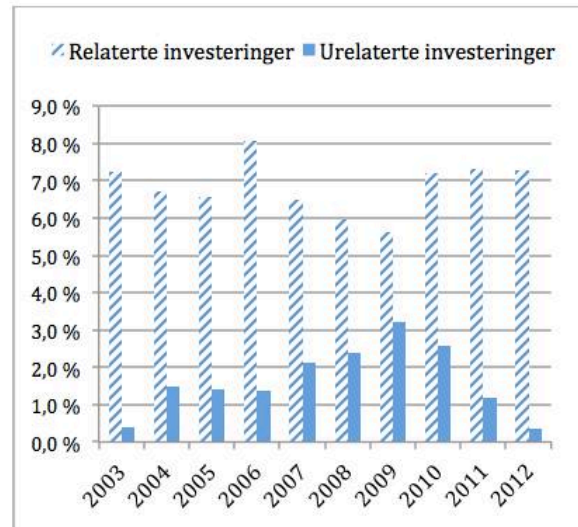
Figur 3 på neste side viser industriens utvikling i eiendeler (venstre akse) og kraftproduksjon (høyre akse). Eiendelene har hatt en økning på 72 % i analyseperioden, mens kraftproduksjonen har økt med 56 %. I forhold til kraftproduksjonen har eiendelene hatt en relativt jevn økning fram til 2010. De resterende årene har det vært en svak nedgang i eiendelene, mens kraftproduksjonen i samme periode har hatt en økning på 21 %. Fra 2009 til 2010 var det bare to selskaper som økte produksjonen av kraft (NTE og SFE) og i samme periode forekom den største økningen av eiendeler i løpet av analyseperioden, på 13 % (vedlegg 1). Totalt er det seks selskaper som har hatt en gjennomsnittlig økning i eiendelene, større enn den gjennomsnittlige økningen i kraftproduksjonen. I de resterende fire selskapene har den gjennomsnittlige økningen i kraftproduksjonen være større enn den gjennomsnittlige økningen i eiendelene (vedlegg 2). Der hvor eiendelene har økt betydelig i analyseperioden, uten at det har funnet sted en tilsvarende økning i kraftproduksjonen, kan det indikeres at store investeringer er gjort utenfor konsernens opprinnelige kjernevirksomhet.

Figur 4 på neste side viser relaterte og urelaterte investeringer i analyseperioden. Av investeringer som er gjort utenfor kjernevirksomheten, ser vi at det i størst grad ble foretatt

relaterte investeringer. På det meste ble det foretatt relaterte investeringer på 8,1 % (i 2006) av konsernets balanseverdi, mens for urelaterte investeringer ble høyeste andel observert i 2009 på 3,2 % av konsernets balanseverdi. Urelaterte investeringer har hatt en jevn stigning fram til 2009, for deretter å reduseres til 0,4 % i 2012, som er det samme nivået som industrien hadde i 2003 (vedlegg 3). Vi ser en tendens til at når prosentandelen til de urelaterte investeringene øker, reduseres prosentandelen til de relaterte investeringene, og omvendt.



Figur 3: Industriens eiendeler i mrd. kr (venstre akse) og samlet produksjon av kraft i TWh (høyre akse)



Figur 4: Relaterte og urelaterte investeringers andel av industriens samlede eiendeler

Industriens prestasjoner brutt ned på kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer

Tabell 2 på neste side viser at investeringer i kjernevirksomheten for industrien har hatt en gjennomsnittlig avkastning på 7 % i analyseperioden. For relaterte investeringer har avkastningen i gjennomsnitt vært på 3 %, mens for urelaterte investeringer har avkastningen gitt et gjennomsnitt på -16 %. Investeringer i kjernevirksomheten har altså gitt en avkastning på 4 % mer enn relaterte investeringer og 22 % mer enn urelaterte investeringer.

Avkastningen på urelaterte investeringer i 2011 og 2012 skiller seg negativt ut og preger i stor grad gjennomsnittet for denne investeringstypen. Avkastningen i de to andre investeringstypene svinger ikke like mye fra år til år. Kjernevirksomheten har en relativt stabil avkastning gjennom hele analyseperioden, med et standardavvik på 1,27 %. Til forskjell er standardavviket for urelaterte investeringer 28,16 %.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj.snitt:
Vektet ROI - kjernevirksomhet	6 %	6 %	6 %	8 %	7 %	9 %	7 %	6 %	8 %	6 %	7 %
Vektet ROI - relaterte investeringer	5 %	3 %	4 %	3 %	7 %	-2 %	5 %	4 %	4 %	-1 %	3 %
Vektet ROI - urelaterte investeringer	-1 %	-3 %	-1 %	-1 %	3 %	-7 %	-11 %	-2 %	-83 %	-50 %	-16 %
Relaterte inv. - kjernevirksomhet	-1 %	-3 %	-3 %	-6 %	0 %	-11 %	-2 %	-2 %	-5 %	-7 %	-4 %
Urelaterte inv. - kjernevirksomhet	-6 %	-9 %	-7 %	-10 %	-4 %	-17 %	-18 %	-8 %	-91 %	-55 %	-22 %

Tabell 2: Industriens vektete avkastning på kjernevirksomhet og relaterte/urelaterte investeringer (Selskapenes årsrapporter, 2003 – 2012)

5 Diskusjon

Hensikten med dette kapitlet er å drøfte resultatene fra selskaps- og industrianalysen mot det teoretiske rammeverket. På grunnlag av denne drøftingen skal vi avslutningsvis kunne svare på studiens problemstilling: *Er kommunalt eide kraftselskapers investeringer utenfor kjernevirksomheten lønnsomme?* Vi vil avslutte hvert delkapittel med en konklusjon.

5.1 Kraftselskapenes egenkapitalavkastning

Vi vil her ta for oss resultatene knyttet til forskningsspørsmål 1: *Har norske kraftselskaper gitt eierne mer- eller mindreavkastning de ti siste årene i forhold til referanseindeksen OSEBX på Oslo Børs?*

Fra selskapsanalysene tolker vi det som at samtlige selskaper har som målsetting å gi eierne en langsiktig og god avkastning. Konserndirektør i Lyse Energi sier at "I over 100 år har kraftselskapene vist at de har kunnskap og forutsetning for langsiktige investeringer, noe som over tid gir god avkastning til eierne." [5]. For å få et realistisk mål på langsiktig og god avkastning, mener vi den bør sees opp mot en alternativ plassering av kapitalen til eierne.

Industrien leverte en mindreavkastning i analyseperioden på 9 % årlig sammenlignet med hva eierne kunne oppnådd om de i stedet hadde investert egenkapitalen sin i referanseindeksen OSEBX. Det vektete gjennomsnittet på egenkapitalrentabiliteten var på 10,5 % for hele industrien. Tidligere forskning antydte at det kunne være fordelaktig å omplassere kapital for å oppnå høyere avkastning til en lavere risiko, dersom dette er formålet med eierskapet (Thomson og Sande, 2004). Vi ser for øvrig at i enkelte år (2007, 2008 og 2011), leverte kraftbransjen en meravkastning sammenlignet med OSEBX-indeksen. For 2008 og 2011 skyldes dette hovedsakelig negativ avkastning på indeksen. Den vektete egenkapitalrentabiliteten for industrien spenner seg fra 7 % på det laveste til 14 % på det høyeste.

Resultatene viser at de kommunale eierne ville kommet bedre ut ved å plassere kapitalen i referanseindeksen for den gjeldende analyseperioden, med unntak av eierkommunene til Agder Energi.

Vår analyse samsvarer med kartleggingen av utbyttebetalinger gjort av Econ Pöyry (2009) for perioden 2002–2006, som viste at utbetaling av utbytte lå mellom 70 % og 80 % av årsresultatet. Ser vi på perioden etter 2006, har gjennomsnittlig utbytteandel økt til 83 %. I tillegg til forventninger om utbytte ønsker kommunene at selskapene skal bidra til regional utvikling, noe vi ser av årsrapportene og kommunenes eierskapsmeldinger at de i stor grad gjør. Kraftselskapene har altså opprettholdt en høy utbyttepolitikk, noe som ikke er forsvarlig med mindre investeringer reduseres eller ny kapital hentes inn (Thema Consulting, 2012).

Egenkapitalandelen viser en negativ utvikling i store deler av analyseperioden, spesielt etter 2005. Gjennomsnittlig egenkapitalandel for analyseperioden var 38 %. Førsteamanuensis Espen Sirnes uttalte i forbindelse med Kraft & Kultur-skandalen i 2011, at gjeldsgraden til Troms Kraft er ekstremt høy. Videre poengterte han at "en akseptabel gjeldsgrad for et slikt selskap vil ligge på rundt 60 prosent." (sitert i Sæbbe og Jensen, 2011, s. 20). Fire av selskapene hadde en gjennomsnittlig egenkapitalandel på under 40 % i perioden. Det må sies at selskapene er av ulik størrelse, og man må ta hensyn til ulik sammensetning av aktiva ved vurdering av hva som er en forsvarlig balanse mellom egenkapital og gjeld (Thema Consulting, 2013).

Fra resultatene kan vi konkludere med at norske kraftselskaper har gitt eierne mindreakstning de ti siste årene i forhold til referanseindeksen OSEBX på Oslo Børs. Vi observerer også at utbytteutbetalingene har blitt opprettholdt på et høyt nivå og at egenkapitalandelen har blitt redusert.

5.2 Investeringer utenfor kjernevirksomheten

Vi vil her ta for oss resultatene knyttet til forskningsspørsmål 2: *I hvilken grad investerer kraftselskapene utenfor kjernevirksomheten?*

De fleste kraftselskapene utviklet seg relativt likt gjennom analyseperioden, med tanke på egenproduksjon av kraft. Selskapene som hadde størst avvik fra industrianalysen var Troms Kraft og Nordkraft. Mens Nordkraft tredoblet produksjonen fra 2005 til 2006, og ellers hadde en jevn utvikling, har Troms Kraft holdt et produksjonsnivå mellom 1000 og 1300 GWh i perioden. Eiendelene hadde en jevn vekst fram til 2010, og deretter holdt den seg relativt stabil fram til 2012. I industrianalysen hadde eiendelene en økning på 72 %, mens utvikling i

produksjon av kraft hadde en økning på 56 %. Hvis disse to beveger seg i utakt, indikerer det at store investeringer er gjort utenfor kjernevirksomheten. Differansen vi observerte innen industrien, viste således at det i stor grad ble investert innenfor kjernevirksomheten. Basert på enkelttilfeller fra selskapsanalysene, forventet vi at denne differansen skulle vært større. På selskapsnivå derimot, var differansen betydelig større for flere av selskapene. For eksempel hadde Eidsiva Energi en femdobling av eiendelene i analyseperioden, mens egenproduksjon av kraft bare økte med 85 %, noe som kan indikere at store investeringer er gjort utenfor konsernets kjernevirksomhet. Disse investeringene kan være både relatert og urelatert til kjernevirksomheten.

Vi observerer en økning i urelaterte investeringer i industrien, hovedsakelig fra 2007 til 2010, med et gjennomsnitt på 2,6 % av den samlede balanseverdien, mens det totale gjennomsnittet for perioden var på 1,6 %. Ved denne typen investeringer kan det være utfordrende å oppnå konkurransefortrinn fra kompetansen selskapene besitter og ressursene de har tilgjengelig. Grad av urelaterte investeringer ser vi har stor variasjon i omfang blant selskapene, og innad i selskapene fra år til år.

Jevnt over har industrien i betydelig større grad investert i relatert virksomhet enn i urelatert virksomhet, med et gjennomsnitt på 6,8 % av dens samlede balanseverdi. For investeringer i relaterte og urelaterte virksomheter var det totale gjennomsnittet for perioden 8,5 %. Fokus på investeringer i relatert virksomhet støttes av tidligere forskning basert på fordelene ved kjernekompetanse, som har en vesentlig rolle ved diversifisering (Prahalad og Hamel, 1990). Selv om investeringene har vært relatert til kjernevirksomheten, er det ikke dermed sagt at selskapene har oppnådd signifikante fordeler fra disse investeringene (Markides og Williamson, 1994). Et eksempel på dette er Skagerak Energi, som satset stort på automatisk måleravlesning i 2005, noe som førte til et tap på 276 mill. kr noen år senere. Til tross for at dette kan ses som en relatert investering til kjernevirksomheten, hadde ikke selskapet den nødvendige kompetansen til å gjøre dette til en vellykket investering. Ved slike tilfeller er det viktig å ta utgangspunkt i kompetansen man har for at forretningsenhetene skal passe sammen.

Med utgangspunkt i industriens strategiske retning etter 2010 ser vi en gjennomgående tendens til økt fokus på kjernevirksomhet og intern kompetansebygging. NTE er et eksempel på dette, der det i 2013 ble solgt flere virksomheter som ikke inngikk i kjernevirksomheten,

og vi kan se en betydelig reduksjon i urelaterte investeringer i perioden 2011–2012. Vi kan delvis tolke dette som et resultat av flere skandaler som har kommet i søkelyset de senere årene. I form av selskapskontroller og granskningsrapporter har det blitt avdekket kritiske forhold ved investeringer gjort utenfor kjernevirksomheten, og også ved eierstyring og kontroll av kraftselskapene.

Kommunene har ulike formål med eierskapene, noe som kan påvirke selskapenes omfang av investeringer utenfor kjernevirksomheten. Det varierer fra selskap til selskap hvor mye eierne involverer seg i investeringsprosesser og hvor godt de blir orientert om beslutninger som tas. Det har vært flere tilfeller hvor det har vært strid mellom kommunens formål og konsernledelsens avgjørelser. TrønderEnergi kan brukes som eksempel på dette, der en selskapskontroll ble gjennomført i 2013 etter ønske fra eierkommunene. Vi anser det som viktig for kommunene å ha klare og tydelige formål med eierskapet, gjerne definert i en eierskapsmelding, da avvik fra dette kan påvirke driften og den økonomiske lønnsomheten.

Lønnsomhet ved diversifisering handler om å benytte seg av den kompetansen som virksomheten har. Teorien viser til at man derfor bør investere "sidelengs" på det man har, fremfor en tilfeldig plassering av kapitalen (Teece et al., 1994). Lønnsomhet ved diversifisering avhenger også av tilgang på ressurser og hvor godt disse håndteres. Ressursene skaper konkurransemessige fortrinn dersom de brukes riktig. For de relaterte investeringene har selskapene hovedsakelig en eierandel på mellom 20 % og 50 %, og dermed en større mulighet til å utøve innflytelse enn hva som er tilfellet for de rent finansielle investeringene. Der er eierandelen på 20 % eller lavere, og utgjør de urelaterte investeringene. Her er det grunn til å anta at selskapene ikke vil benytte sin kompetanse og ressurstilgang for synergieffekter, da de bare har en begrenset grad av innflytelse.

Fra resultatene kan vi konkludere med at kraftselskapenes investeringer i relatert virksomhet er betydelig større enn investeringene i urelatert virksomhet. Tilsammen utgjorde investeringene utenfor kjernevirksomheten i gjennomsnitt 8,5 % av industriens samlede balanseverdi. Grad av urelaterte investeringer har stor variasjon i omfang blant selskapene, og innad i selskapene fra år til år. Mens investeringer i relaterte virksomheter har holdt seg på et stabilt nivå gjennom analyseperioden, så vi en økning i investeringer i urelaterte virksomheter mellom 2007 og 2010.

5.3 Investeringenes økonomiske lønnsomhet

Vi vil her ta for oss resultatene knyttet til forskningsspørsmål 3: *Har kraftselskapenes investeringer i urelaterte virksomheter vært mindre lønnsomme enn investeringene i relaterte virksomheter?*

Industrianalysen viste et klart skille i den gjennomsnittlige avkastningen til de tre investeringstypene. Ikke overraskende var det investeringene i kjernevirksomheten som var mest lønnsomme i analyseperioden. Av investeringene gjort utenfor kjernevirksomheten var det heller ikke overraskende at det var de relaterte investeringene som ga best avkastning, tatt i betraktning resultatene fra tidligere forskning om diversifisering. Det er enkelte investeringer som har gitt betydelig utslag for resultatene, da spesielt for urelaterte investeringer. Nordkrafts salg av aksjene i SKS (15 %) i 2010 førte til en gevinst på 250 mill. kr, men de fleste partene av slike salg, basert på studiens funn, har vist seg å være mindre vellykkede. Den samlet svakeste avkastningen for urelaterte investeringer var i 2011, da flere av selskapene sto overfor betydelige tap og nedskrivninger av aksjer. Spesielt salget av Ventelo kan nevnes som en utslagsgivende årsak til den svake avkastningen. Vi kan likevel ikke utelukke at urelaterte investeringer kan ha gitt gevinster som ikke er blitt spesifisert i konsernregnskapene. Flere selskaper solgte en vesentlig andel av sine aksjer i urelatert virksomhet, som følge av endring i strategi og økt fokus på kjernevirksomhet i 2010.

Til tross for at teorien viser til urelaterte investeringer som mindre lønnsomme enn investeringer relatert til kjernevirksomheten, kan formålet med disse investeringene variere. At kraftselskaper er engasjert i virksomhet utenfor kjernevirksomheten, er mye omtalt i dagspressen og i det politiske miljøet. Blant annet uttalte byrådsleder Øyvind Hilmarsen etter Kraft & Kultur-skandalen i Troms Kraft, at selskapet ikke skal være: "(...) et industrielt lokomotiv som skal engasjere seg i mange forskjellige sektorer i Nord-Norge." (sitert i Pedersen, 2013, s. 4). Som nevnt har kommunene hovedsakelig to formål med eierskapet: krav om utbytte og lokal næringsutvikling. Dersom investeringene ikke gir lønnsom avkastning, kan det tenkes at de er gjort i den hensikt å bidra til vekst og utvikling i regionen. For eksempel har Nordkraft investert en betydelig sum i Hurtigruten ASA, en investering som ikke kan sies å være økonomisk lønnsom (Nordkraft årsrapport, 2012). Vårt inntrykk er at kommunene i mange tilfeller ikke setter tydelige nok krav, og at selskapene i stor grad operer med frie tøyler.

Agder Energi og Troms Kraft var de to motpolene i analysen i forhold til avkastningen på investert kapital. Eiendeler og egenproduksjon av kraft økte prosentvis jevnere for Agder Energi enn for Troms Kraft, i analyseperioden. Dette kan indikere at Agder Energi i større grad investerer innenfor kjernevirksomheten enn Troms Kraft. Dette understøttes av tallmaterialet fra selskapsanalysene. Andelen av konsernets balanseverdi, som Agder Energi brukte på investeringer utenfor kjernevirksomheten, utgjorde i gjennomsnitt 1,6 % i perioden. Tilsvarende for Troms Kraft utgjorde andelen hele 15,7 % av konsernets balanseverdi.

Fra resultatene kan vi konkludere med at investeringer i relaterte virksomheter har vært mer lønnsomme enn investeringer i urelaterte virksomheter. Mens det for urelaterte investeringer er store enkelthendelser som har preget resultatene, har investeringer i relatert virksomhet blitt resultatført årlig.

6 Konklusjon

I denne studien har vi gjennomført en empirisk tidsserieanalyse av kraftbransjen. Formålet har vært å se på kraftselskaperes grad av investeringer utenfor kjernevirksomheten og vurdere hvorvidt disse er lønnsomme eller ikke. På bakgrunn av det teoretiske rammeverket, analyser av selskapene og industrien og konklusjonene fra forskningsspørsmålene, vil vi trekke en konklusjon ut fra studiens problemstilling:

Er kommunalt eide kraftselskapers investeringer utenfor kjernevirksomheten lønnsomme?

Ved å kategorisere investeringstypene i kjernevirksomhet, relaterte investeringer og urelaterte investeringer kunne vi måle i hvilken grad selskapene investerte utenfor kjernevirksomheten, og hvilken avkastning dette ga. Resultatene viste at kraftselskapene i større grad investerte i relatert virksomhet enn i urelatert virksomhet. De relaterte investeringene ga også en gjennomsnittlig høyere avkastning enn de urelaterte investeringene i analyseperioden.

Av de tre investeringstypene var det kjernevirksomheten som ga den høyeste avkastningen. Samlet ga investeringene utenfor kjernevirksomheten en negativ gjennomsnittlig avkastning, som tilsier at disse investeringene ikke er lønnsomme. Investeringer i relatert virksomhet alene gir for øvrig et positivt resultat. Sammenlignet med referanseindeksen OSEBX på Oslo Børs ga kraftselskapene de kommunale eierne en mindreaktning i perioden 2003–2012. Selv om investeringene utenfor kjernevirksomheten har gitt en negativ avkastning for kraftselskapene, kan det være andre formål enn lønnsomhet som ligger til grunn. Mange kommuner forventer at kraftselskapene skal bidra til lokal næringsutvikling. På den andre siden finnes det flere eksempler på investeringer som er gjort på rent forretningsmessig grunnlag.

Vi så tydelig fellestrekk i selskaperes utvikling i strategi gjennom analyseperioden. I starten hadde industrien en moderat investeringsgrad. Utover i perioden kunne vi observere en trend som var bygd på økt grad av investeringer utenfor selskaperes tradisjonelle kjernevirksomhet. Allerede i 2010 så vi igjen en endring i strategi, der selskapene ønsket å gå tilbake til kjernevirksomheten. Muligheten for generalisering begrenser seg ved et strategisk utvalg, men da vi har valgt et relativt stort antall enheter fra bransjen, har vi styrket denne

muligheten. Dette, i tillegg til utviklingen og resultatene fra analysen, gjør at vi til en viss grad kan overføre funnene til resten av kraftbransjen.

Gjennom forskningsprosessen har vi støtt på flere utfordringer, spesielt med tanke på datainnsamlingen. Vi ble nødt til å ta flere forutsetninger gitt for å kunne gjennomføre analysen, da selskapene var svært ulike i forhold til hvor detaljert informasjonen som ble gitt i finansregnskapene var. I tillegg ble det brukt to forskjellige regnskapsstandarder. Intensjonen var å basere analysen på et større utvalg for å få et bedre grunnlag for generalisering. Siden vi måtte underbygge tallmaterialet med tekst for å forsterke analysens reliabilitet, satte dette en begrensning for størrelsen på utvalget på grunn av den tiden vi hadde disponibel.

Det har vært interessant å gå dypere inn i kraftbransjen og aktuelle hendelser relatert til investeringsvirksomheten. Dette er en bransje vi ikke hadde så mye kunnskap om på forhånd, spesielt med tanke på det kommunale eierskapet. Vi mener at problemstillingen vår er svært sentral for kraftbransjen og de kommunale eierne, da med tanke på hvordan de allokerer kapitalen sin og hvilke konsekvenser dette kan ha. Det er rimelig å anta at de er seg bevisst implikasjonene som investeringer utenfor kjernevirksomheten kan føre til, da spesielt i urelatert virksomhet, basert på strategiendringer foretatt de senere årene.

De metodiske begrensningene vi har hatt gjennom forskningsprosessen, har gjort at funnene beskriver situasjonen på et noe overordnet nivå. Det er flere tråder i denne studien som kan nøstes videre på. Blant annet mener vi det vil være av interesse å utføre analysen med mer spesifikke data og, om mulig, med et enda større utvalg. Dette vil kreve betydelig mer tid og ressurser, men vil kunne gi mer nøyaktige målinger som kommunene og kraftselskapene kan dra nytte av ved utarbeidelse av formål og strategier.

Referanser

- Barney, J. (1991) "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, Vol 17 No 1, s. 99-120.
- Barney, J.B. (2011) *Gaining and sustaining competitive advantage*. 4.utg. Boston: Pearson.
- Berger, P.G. og Ofek, E. (1995) "Diversification's effect on firm value", *Journal of financial economics*, Vol 37 No 1, s. 39-65.
- Bettis, R.A. (1981) "Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms", *Strategic Management Journal*, Vol 2 No 4, s. 379-393.
- Boye, K. (2004) "Konglomeratrabatter", *Praktisk økonomi & finans*, No 1.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. og Allen, F. (2008) *Principles of Corporate Finance*. 2.utg. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bye, T., Bergh, M. og Holstad, M. (2010) "Lønnsomhetsutvikling i norsk kraftsektor etter dereguleringen i 1991", *Økonomiske analyser*, Vol 28 No 5, s. 27-31.
- Bye, T. og Halvorsen, B. (1998) "Økonomiske målsettinger og resultater av energiloven", *Økonomiske analyser*, Vol 17 No 8, s. 3-14.
- Bøeng, A. C. og Bye, T. (1999) "Avkastning i kraftsektoren i Norge" *Økonomiske analyser*, Vol 18 No 3, s. 3-14.
- Chatterjee, S. og Wernerfelt, B. (1991) "The link between resources and type of diversification: Theory and evidence", *Strategic management journal*, Vol 12 No 1, s. 33-48.
- Dahl, G. A. (2004) "Mulige fallgruver ved bruk av konsernregnskap ved verdsettelse", *Praktisk økonomi & finans*, No 2, s. 80-86.

- Econ Pöyry (2008) *Verdien av kommunalt og fylkeskommunalt eierskap i kraftsektoren*. Rapport 2008-051. Oslo: Econ Pöyry AS.
- Econ Pöyry (2009) *Å eie, det er å ville*. Rapport 2009-091. Oslo: Pöyry AS.
- Endresen, R. og Langved, Å. (2013) "Ingen plan B", *Dagens Næringsliv*, 22. oktober, s. 10-11.
- Eriksen, J. (2013) "Kraftselskapene bør drive med kraft", *Kommunal rapport*, 3. oktober, s. 4-5.
- Fardal, A. (2007a) "IFRS og norske regnskapsregler", *Magma – Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, No 3.
- Fardal, A. (2007b) "Erfaringer etter to årsregnskap med IFRS (Del I)", *Magma – Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, No 5.
- Ghauri, P. og Grønhaug, K. (2010) *Research Methods in Business Studies*. 4.utg. Essex: Pearson Education Limited.
- Granolund, R., Gøbel, A., Holseter, S. og Rimstad, K. (2010) *Konsernregnskap – virksomhetssammenslutninger etter IFRS og GRS*. 2.utg. Oslo: Revisorforeningen.
- Gripsrud, G., Olsson, U. H. og Silkoset, R. (2010) *Metode og dataanalyse: beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP*. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Grønmo, S. (2007) *Samfunnsvitenskapelig metoder*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Haanæs, K. (1998) "Fra eksterne analyser til prosess", *Magma – Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, No 1.
- Javidan, M. (1998) "Core competence: What does it mean in practice?", *Long Range Planning*, Vol 31 No 1, s. 60-71.

Johannessen, A. Christoffersen, L. og Tufte, P. A. (2011) *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. 3. utg. Oslo: Abstrakt forlag AS.

Kjærland, F. (2009) "Norsk vannkraft - arvesølv solgt på billigsalg?", *Magma – Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, No 7.

Kvifte, S. S., Tofteland, A. og Bernhoft, A.-C. (2011) *Finansregnskap - God regnskapsskikk og IFRS*. 2.utg. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Lang, L.H.P. og Stulz, R.M. (1993) "Tobins Q, Corporate Diversification and firm performance", National Bureau of Economic Research, No. w 4376, s. 1-41.

Langli, J. C. (2010) *Årsregnskapet*. 9.utg. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.

Lov av 29. Juni 1990 nr. 50 Lov om produksjon, omforming, overføring, omsetning, fordeling og bruk av energi m.m. (Energiloven)

Lov av 17. juli 1998 nr. 56 Lov om årsregnskap m.v. (Regnskapsloven)

Markides, C.C. og Williamson, P.J. (1994) "Related diversification, core competences and corporate performance", *Strategic Management Journal*, Vol 15 No S2, s. 149-165.

Mohn, K., Emhjellen, M., Helgeland, F. og Osmundsen, P. (2002) "Fusjoner og oppkjøp i olje- og gassindustrien", *Magma – Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, No 5.

Nesheim, A., Garnæs, S. og Nesheim, T. (2003) "Ekstern arbeidskraft i kjernevirksomheten", *Magma – Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, No 4.

NOU 2001:29. *Best i test? Referansetesting av rammevilkår for verdiskaping i Næringslivet*. Oslo: Nærings- og handelsdepartementet.

NOU 2004:26. *Hjemfall*. Oslo: Olje- og energidepartementet.

NOU 2006:6. *Når sikkerheten er viktigst. Beskyttelse av landets kritiske infrastrukturer og kritiske samfunnsfunksjoner*. Oslo: Justis- og politidepartementet.

Palepu, K. (1985) "Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure", *Strategic Management Journal*, Vol 6 No 3, s. 239-255.

Pareto Securities (2013). *Avkastning og soliditet i kraftbransjen 2012*. Oslo: Pareto Securities AS.

Pedersen, O.P. (2013) "Kraftselskapene bør drive med kraft", Kommunal rapport, 3. oktober, s. 4.

Prahalad, C. K. og Bettis, R. A. (1986) "The Dominant Logic: a New Linkage Between Diversity and Performance", *Strategic Management Journal*, Vol 7 No 6, s. 485-501.

Prahalad, C.K. og Hamel, G. (1990) "The Core Competence of the Corporation", *Harvard Business Review*, Vol 68 No 3, s. 79-91.

Rumelt, R.P. (1974) "Strategy, Structure, and Economic Performance", Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.

Saunders, M., Lewis, P. og Thornhill, A. (2012) *Research Methods for Business Students*. 6. utg. Essex: Pearson Education Limited.

Sæbbe, J. og Jensen, T. (2011) "Troms Kraft må ha inn kapital", Nordlys, 23. desember 2011, s. 20-21.

Teece, D.J., Rumelt, R., Dosi, G. og Winter, S. (1994) "Understanding corporate coherence: Theory and evidence", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol 23 No 1, s. 1-30.

Thema Consulting (2012) *For store oppgaver, for lite penger?* Rapport 2012-03: Sammendrag og konklusjoner. Oslo: Thema Consulting Group.

Thema Consulting (2013) *Kartlegging og anbefaling til god eierstyring i kraftnæringen*. Rapport 2013-46. Oslo: Thema Consulting Group.

Thomson, T.V. og Sande, M.A. (2004) "Hvorfor selger norske kommuner seg ut av kraftsektoren?", *Praktisk økonomi & finans*, No 3, s. 29-37.

Zikmund, W., Babin, B., Carr, J., og Griffin, M. (2012). *Business research methods*. South Western: Cengage Learning.

Årsrapporter

Agder Energi årsrapporter for 2003–2012. Lastet ned fra brønnøysundregistrene 18.03.2014.

Agder Energi årsrapporter for 2010–2012. Hentet fra <http://ae.no/AE/Finansiell-informasjon/Ars--og-delarsrapporter/>

BKK årsrapporter for 2003–2012. Hentet fra http://www.bkk.no/om_oss/konsernfakta/finans/

Eidsiva Energi årsrapporter for 2003–2005. Lastet ned fra Brønnøysundregistrene 18.03.2014.

Eidsiva Energi årsrapporter for 2006–2012. Hentet fra <https://www.eidsivaenergi.no/Om-Eidsiva/Eidsivakonsernet/Finansiell-informasjon/Arsrapporter/>

Lyse Energi årsrapporter for 2003–2007. Lastet ned fra Brønnøysundregistrene 18.03.2014.

Lyse Energi årsrapporter for 2008–2012. Hentet fra <http://www.lysekonsern.no/finansiell-informasjon/offisielle-regnskap/>

Nordkraft årsrapporter 2003–2012. Hentet fra <http://nordkraft.no/Om-Nordkraft/Publikasjoner/Arsrapporter/>

NTE årsrapporter 2003–2008. Mottatt fra NTE per post 03.04.2014.

NTE årsrapporter 2008–2012. Hentet fra <http://www.nte.no/index.php/no/organisasjon/okonomi>

SFE årsrapporter 2003–2012. Hentet fra <http://sfe.no/Om-SFE/Artikler/Kva-er-og-kva-gjer-vi/Finansielle-rapportar/>

Skagerak Energi årsrapporter 2003–2012. Hentet fra http://www.skagerak.no/eway/default.aspx?pid=300&trg=MainRight_9195&MainArea_8872=9195:0:&MainRight_9195=9377:0:10,3295

Troms Kraft årsrapporter 2003–2012. Hentet fra <http://www.tromskraft.no/om/tromskraft/arsrapport>

TrønderEnergi årsrapporter 2003–2004. Lastet ned fra Brønnøysundregistrene 18.03.2014.

TrønderEnergi årsrapporter 2005–2012. Hentet fra <http://tronderenergi.no/om-tronderenergi/publikasjoner/arsrapporter/2013>

Internettkilder

[1] Om oss. Troms Kraft. Webside: <http://www.tromskraft.no/om/tromskraft> Hentet: 01.04.14.

[2] Sammendrag av granskingsrapport – Troms Kraft AS. Leiv L. Nergaard. Webside: http://www.tromsfylke.no/Portals/0/Vedlegg/Næring/Sammendrag%20av%20granskingsrapport%20-%20Troms%20Kraft%20AS_1.pdf Publisert: 09.09.2013. Hentet: 20.11.2013.

[3] Selger Ventelo med kjempetap. Bakken, J.B. Webside: www.dagensit.no/article2296601.ece Publisert: 21.12.2011. Hentet: 25.10.2013.

[4] Bredbånd er kjernevirksomhet. IKT Norge. Webside: <http://ikt-norge.no/kommentar/bredband-er-kjernevirksomhet/> Publisert: 17.10.2013. Hentet: 25.10.2013.

[5] Fakta – Energi- og vannressurser Norge. Olje- og energidepartementet. Webside: http://www.regjeringen.no/upload/OED/Faktaheftet/Fakta_energi_og_vannressurs.pdf Publisert: 2012. Hentet: 21.10.2013.

[6] Standard for næringsgruppering. Statistisk sentralbyrå. Webside: http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/nos_d383/nos_d383.pdf Publisert: 2008. Hentet: 20.10.2013.

[7] Stavanger kommunes eierskapspolitikk. Stavanger kommune. Webside: <http://www.stavanger.kommune.no/Global/Kommunale%20selskap%20og%20samarbeid/Stavanger%20kommunes%20eierskapsmelding%202013%20-%20behandlet%20i%20bystyret.pdf> Publisert: 2013. Hentet: 23.04.2014.

[8] Egenkapitalmetoden og bruttometoden. KPMG. Webside: <http://verdtavite.kpmg.no/egenkapitalmetoden-og-bruttometoden.aspx> Hentet: 30.04.2014.

- [9] Kursoversikt for OSEBX.OSE. Netfonds. Webside:
<http://www.netfonds.no/quotes/ppaper.php?paper=OSEBX.OSE> Hentet: 20.03.2014.
- [10] Forretningsområder. Lyse Energi. Webside: <http://www.lysekonsern.no/om-konsernet/forretningsomraader/> Hentet: 03.04.2014.
- [11] En kontroll av forvaltningen og utøvelsen av eierinteressene. Rogaland Revisjon IKS. Webside:
[http://www.gjesdal.kommune.no/web/mm.nsf/lupgraphics/Selskapskontroll_Lyse.pdf/\\$file/Se_lskapskontroll_Lyse.pdf](http://www.gjesdal.kommune.no/web/mm.nsf/lupgraphics/Selskapskontroll_Lyse.pdf/$file/Se_lskapskontroll_Lyse.pdf) Publisert: Januar 2008. Hentet: 01.05.2014.
- [12] Stavanger kommunes eierstrategi overfor Lyse Energi AS. Eierkommunene. Webside:
<http://www.stavanger.kommune.no/Global/Kommunale%20selskap%20og%20samarbeid/Eierstrategi%20-%20Lyse%20Energi%20AS%20%282011%29.pdf> Publisert: 01.03.2011.
Hentet: 24.04.2014.
- [13] Bråk om Lyse. Aftenbladet. Webside: <http://www.aftenbladet.no/fornybar/Brak-om-Lyse-2965021.html#.U1kWsFfNm5> Publisert: 27.04.2012 Hentet: 28.04.2014.
- [14] Konsernfakta. BKK. Webside: http://www.bkk.no/om_oss/konsernfakta/ Hentet: 13.03.2014.
- [15] Vannkraft i utlandet. BKK. Webside: http://www.bkk.no/om_oss/anlegg-utbygging/vannkraft-utlandet/ Hentet: 13.03.2014.
- [16] Et regional selskap i Innlandet. Eidsiva Energi. Webside:
<https://www.eidsivaenergi.no/Om-Eidsiva/Eidsivakonsernet/> Hentet: 13.03.2014.
- [17] Selskapskontroll Eidsiva Energi AS. Innlandet Revisjon IKS og Hedmark Revisjon IKS. Webside:
<http://www.irev.no/Global/IREV/Forvaltningsrevisjonsrapporter/Eidsiva%20Rapport%20Endelig%2020130523.pdf> Publisert: 23.05.2013. Hentet: 14.05.2014.
- [18] Moelven-kjøp sikrer Eidsivas biosatsing. Østlendingen. Webside:
<http://www.ostlendingen.no/nyheter/moelven-kjop-sikrer-eidsivas-biosatsing-1.4532583>
Publisert: 16.12.2006. Hentet: 14.03.2014.
- [19] Historien om Agder Energi. Agder Energi. Webside: <http://www.ae.no/AE/Om-Agder-Energi/Historie/Historien-om-Agder-Energi/> Hentet: 16.03.2014.

- [20] Historie. Skagerak Energi. Webside: http://www.skagerak.no/eway/default.aspx?pid=300&trg=MainRight_9194&MainArea_8872=9194:0:&MainRight_9194=9216:0:10,3282 Hentet: 23.04.2014.
- [21] Satser på automatisk strømvlesning. Dagens Næringsliv. Webside: <http://www.dn.no/tekno/arkiv/2005/07/04/satser-pa-automatisk-stromavlesning> Publisert: 04.07.2005. Hentet: 27.04.2014.
- [22] NTE selger unna Expert-butikkene. Adressa.no. Webside: <http://www.adressa.no/nyheter/okonomi/article7363869.ece> Publisert: 08.04.2013. Hentet: 05.05.2014.
- [23] Om oss. Troms Kraft. Webside: <http://www.tromskraft.no/om/tromskraft> Hentet: 01.04.14.
- [24] Troms Kraft saksøker PWC for 1,7 mrd.kr. Dagens Næringsliv. Webside: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2013/11/25/troms-kraft-saksoker-pwc-for-17-mrd> Publisert: 25.11.2013. Hentet: 01.04.2014.
- [25] Strid om regningen for granskningen av Troms Kraft. Dagens Næringsliv. Webside: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2013/11/12/strid-om-regningen-for-gransking-av-troms-kraft> Publisert: 12.11.2013. Hentet: 02.04.2014.
- [26] Tapte 27 mill. på fiskebørs. Fremover. Webside: <http://www.fremover.no/nord24/article3736407.ece> Publisert: 22.08.2008. Hentet: 01.04.2014.
- [27] Historie. TrønderEnergi. Webside: <http://tronderenergi.no/om-tronderenergi/fakta-om-tronderenergi/historie> Hentet: 10.04.2014.
- [28] Rapport fra selskapskontroll av TrønderEnergi. Revisjon Midt-Norge IKS og Trondheim kommunerevisjon. Webside: <http://www.revisjonmidt norge.no/rapporter/RapportfraseskapskontrollavTronderEnergi.pdf> Publisert: Februar 2014. Hentet: 11.04.2014.
- [29] TrønderEnergis afrikanske eventyr. NRK Trøndelag. Webside: <http://www.nrk.no/trondelag/tronderenergis-afrikanske-eventyr-1.6797322> Publisert: 30.09.2009. Hentet: 11.04.2014.
- [30] Om SFE. SFE. Webside: <http://www.sfe.no/Om-SFE/> Hentet: 16.04.2014.

[31] Om Nordkraft. Nordkraft. Webside: <http://www.nordkraft.no/Om-Nordkraft/> Hentet: 16.04.2014.

[32] Samfunnsrollen. Nordkraft. Hentet fra <http://www.nordkraft.no/Samfunnsrollen/> Hentet: 16.04.2014.

[33] Rapport fra selskapskontroll Nordkraft AS. Ernst & Young AS. Webside: http://multimedia.api.no/www.fremover.no/archive/05152/Selskapsrapport_5152026a.pdf
Publisert: 23.10.2013. Hentet: 17.04.2014.

[34] Ingen kjøpere til Fjellkraft, Nordkraft legger ned datterselskapet. Nordkraft. Webside: <http://www.nordkraft.no/News/Ingen-koopere-til-Fjellkraft-Nordkraft-legger-ned-datterselskapet/> Hentet: 19.04.2014.

Andre kilder

Advokatfirmaet Hjort DA (2006). Granskningsrapport Agder Energi AS. Mottatt på e-post fra Agder Energi 22. april 2014.

Vedlegg

Vedlegg 1: Eiendeler i mrd. kr på aggregert nivå

Eiendeler, statistikk	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sum eiendeler	65,0	71,3	74,2	80,9	91,0	99,3	100,7	114,2	112,8	111,6
Gjennomsnitt eiendeler	6,5	7,1	7,4	8,1	9,1	9,9	10,1	11,4	11,3	11,2
Standardavvik eiendeler	4,9	4,3	4,4	4,7	5,4	6,1	5,8	6,0	6,0	5,9
Minst eiendeler	1,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	3,0	3,0	3,1	3,0
Størst eiendeler	16,5	15,8	15,9	15,7	16,8	18,7	17,7	19,9	19,7	20,3
Økning i gjennomsnittlig eiendeler		10 %	4 %	9 %	12 %	9 %	1 %	13 %	-1 %	-1 %

Egenproduksjon av kraft i TWh på aggregert nivå

Produksjon, statistikk	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sum produksjon	28,2	32,4	37,8	32,9	40,8	42,9	38,1	33,7	36,2	43,9
Gjennomsnitt produksjon	2,8	3,2	3,8	3,3	4,1	4,3	3,8	3,4	3,6	4,4
Standardavvik produksjon	2,0	2,4	2,7	2,2	2,7	3,1	2,5	2,0	2,0	2,7
Minst produksjon	0,3	0,3	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Størst produksjon	6,2	7,1	8,1	6,8	8,4	9,5	7,8	6,6	6,6	8,3
Økning i gjennomsnittlig produksjon		15 %	17 %	-13 %	24 %	5 %	-11 %	-11 %	7 %	21 %

Vedlegg 2: Gjennomsnittlig økning i eiendeler og egenproduksjon av kraft fra 2003 til 2012

Selskap	Økning i eiendeler	Økning i kraftproduksjon	Differanse
Agder Energi	47 %	31 %	-16 %
Lyse Energi	128 %	45 %	-83 %
Nordkraft	178 %	285 %	107 %
Troms Kraft	97 %	-8 %	-105 %
BKK	7 %	60 %	53 %
Eidsiva Energi	396 %	85 %	-310 %
Skagerak Energi	2 %	49 %	47 %
NTE	99 %	106 %	7 %
TrønderEnergi	104 %	84 %	-20 %
SFE	89 %	71 %	-18 %
Industri	72 %	56 %	-16 %

Vedlegg 3: Industriens samlede relaterte og urelaterte investeringer på aggregert nivå

Data til diagrammer	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. snitt
Relaterte investeringer	7,3 %	6,7 %	6,5 %	8,1 %	6,5 %	5,9 %	5,6 %	7,2 %	7,3 %	7,3 %	6,8 %
Urelaterte investeringer	0,4 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %	2,1 %	2,4 %	3,2 %	2,6 %	1,2 %	0,4 %	1,6 %