

Spiller aktivt eierskap noen rolle for fondsavkastningen?

Egenkapital er ikke bare kapital, men også eierskap. I et land med mye kapital, men med tradisjonelt liten oppmerksomhet på eierskap, er det omsider blitt sterkere fokus på eiernes rolle også i Norge. Eksempelvis ble ikke Statoil og Telenor delprivatisert fordi staten ikke lenger kan skaffe den kapitalen selskapene trenger. Beslutningen skyldtes snarere en politikertro på at private eiere har kvaliteter som de statlige mangler. Den nylige konflikten om styreplass og lederskifte i Orkla gjaldt en uenighet mellom ledelsen og noen store eiere om styresammensetning og strategi. Dragkampen mellom Kværner og Aker Maritime var både en konflikt mellom styret og en av eierne og de to største eierne seg i mellom. Rettssakene i Aker RGI og i Norway Seafoods viser begge at selv om store eiere har makt, kan småeiere med aksjelovens minoritetsvern i hånd kreve sin rett når de mener storeieren forsyner seg av selskapets verdier på deres bekostning.

Eierskap er altså et hett tema i flere av landets største bedrifter. Ved Handelshøyskolen BI har vi nylig gjennomført et forskningsprosjekt som viser at eierskap *er* verd å bry seg om. Det viser seg nemlig at noen eierstrukturer skaper større verdier enn andre. Et resultat av spesiell interesse for fondssparere er at nesten uten unntak blir verdien av et norsk børsnotert selskap større hvis eierne tar styreplass. Storeiere flest deltar imidlertid sjelden i styrearbeidet, og fondsselskapene har en policy om ikke å ta styreverv overhode. Begrunnelsen er ulempen ved å komme i innsideposisjon, som bl.a. ville ha hindret fondene i å kjøpe og selge selskapets aksjer i bestemte perioder av året.

Det er minst tre grunner til å utfordre fondsselskapenes praksis på dette området. For det første viser altså vår forskning at aktivt eierskap gjennom styrearbeid er verdiskapende. For det andre kommer en stadig større andel av store norske selskapers egenkapital fra fond. Dette innebærer at fondene overtar stadig mer eierskap fra andre aksjonærgrupper. Desto viktigere er det at fondene utøver sitt eierskap på best mulig måte. For det tredje har andres forskning vist år etter år og i land etter land at fond som stadig kjøper og selger aksjer i forsøk på å slå markedet gjennom aktiv forvaltning (trading) sjelden lykkes med dette. Bortsett fra ved ren

flaks oppnår ikke aktive forvaltere bedre avkastning enn fond som handler lite og som primært er opptatt av god risikospredning. Dette tilsier at den påståtte tradingfordelen ved å unngå styreplass og innsiderstempel er overdrevet.

Veien til god fondsavkastning kan altså komme til å gå via aktivt, styrebasert eierskap snarere enn gjennom aktiv forvaltning. I dette perspektivet er én mulig løsning at myndighetene tillater fondsselskapene å investere mer i det enkelte selskap, for eksempel ved å doble dagens maksimumsgrense på 10%. Økt investering per selskap gir nemlig større økonomisk insentiv til å ta styreansvar. En annen mulighet er at fondene fortsatt holder seg utenfor styrerommene, men at de overveker seg i selskaper der andre store eiere er i styret. Jeg tror den første eierstrategien skaper større verdier enn den andre, både for landet og for fondssparerne.

Øyvind Børen

professor i finansiell økonomi

Handelshøyskolen BI

5. januar 2002