

DEBATT & INNLEGG

Stikk i strid med den gjengse oppfatning, viser det seg at norske børsselskaper har kortsiktige eiere – og at langsiktig eierskap skader lønnsomheten, skriver professorene *Øyvind Bøhren* og *Richard Priestley* og førsteamanuensis *Bernt Arne Ødegaard* ved Handelshøyskolen BI.

Oppskrytt eierskap

Mange synes å mene at langsiktige eiere er tålmodige og gode, mens de kortsiktige er utålmodige og suspekter. Langsiktighet er et honnørord, mens kortsiktighet ligner et skjellsord. Oppfatningen er også at store eiere i norske bedrifter er ganske langsiktige.

Resultatene fra et forskningsprosjekt vi gjennomfører ved Handelshøyskolen BI, stemmer ikke med slike populæroppfatninger. Prosjektet, som omfatter alle norske børsnoterte selskaper fra 1989 til 1999, tallfester eierskapets varighet, studerer hva som gjør eierne langsiktige, og analyserer hvordan eierskapets varighet påvirker selskapets lønnsomhet.

Vi finner at i gjennomsnitt forsvinner selskapets største eier etter snau tre år. Eierskapets varighet avtar med eierandelen, slik at for eksempel den femte største eieren er til stede i godt og vel ett år. Normal varighet på eierskapet er derfor kort, og langsiktig eierskap er unntaket – ikke regelen.

De mest kortsiktige store eierne er utlendinger og norske institusjonelle investorer, det vil si fond, banker og forsikringsselskaper. Disse eierne holder posisjonen som største eier i knapt to år. I motsatt ende er gjennomsnittsvarigheten fem år for personlig (direkte) eierskap. Langsiktighet kontra kortsiktighet går derfor ikke bare på hvor stor eierposten er, men like mye på hvem som har den.

Visse selskapstyper har mer tålmodige eiere enn andre. Største eier i shippingsselskaper sitter lengst på aksjeposten, mens finansinstitusjoner får ny største eier dobbelt så hyppig. Finansinstitusjoner er derfor både eid av mer kortsiktige investorer, og opptrer selv som mer kortsiktige eiere.

Alt dette koker ned til spørsmålet om hvorvidt eierskapets varighet påvirker selskapets økonomi. Vår forskning tyder på at svaret er ja. Vi finner at jo mer tålmodige de store eierne er, desto dårligere er selskapets verdiskapningsevne. Altså stikk i strid med det vi tror er vanlig oppfatning.

Dette forholdet gjelder imidlertid ikke uansett hvem største eier er. Den negative sammenhengen mellom eiertålmodighet og verdiskapning gjenfinnes vi særlig der eieren er institusjonell, men også ved industrielt eierskap. Motsatt finner vi spor av positiv sammenheng mellom eiervarighet og verdiskapning ved direkte norsk eierskap og ved utenlandsk eierskap.



KORT OG GODT. Kortsiktige eiere kan være gode eiere fordi de er aktive, krevende og troløse. Vissheten i ledelsen om at storeier forsvinner hvis det går dårlig, kan redusere sjansen for at det vil gå dårlig, skriver artikkelforfatterne. Foto: Ida von Hanno Bast



Øyvind Bøhren.



Richard Priestley

Hvorfor lider verdiskapningen når eierne er tålmodige? Mest nærliggende forklaring er at langsiktige eiere er passive eiere som fortrenger det faktum at når de har lagt mye makt i ledelsens hender, må de følge med i timen og bidra med flere eierfunksjoner enn kun å finansiere. De stemmer med føttene og glemmer styremøtene. Derfor kan kortsiktige eiere være gode eiere fordi de er aktive, krevende og troløse. Vissheten i ledelsen om at storeier forsvinner hvis det går dårlig, kan redusere sjansen for at det vil gå dårlig.

Den andre forklaringen på at langsiktig eierskap kan gi dårlig corporate governance kommer fra kvartalskapitalismen. Hvis noen eiere er spesielt opptatt av kortsiktige regnskapstall, kan aksjekursen falle hvis kvartalsresultatet skuffer dem. For å hindre dette fristes selskapets ledelse til å forkaste gode, langsiktige investeringsprosjekter til fordel for dårligere og kortsiktige prosjekter som leverer regnskapsoverskudd raskere. Sel-

skaper som investerer i kortsiktige prosjekter, greier derfor å beholde eierne lengst fordi eierne ikke skremmes bort av svake kvartalsresultater. Slike selskaper vil imidlertid gjøre det dårligst i lengden fordi de forkaster gode, langsiktige prosjekter. Kvartalskapitalistene vil derfor indirekte tvinge ledelsen til å investere uøkonomisk, og eierne får som fortjent. Vår forskning viser da også at eierskapet varer lengst, og at lønnsomheten er svakest i selskaper som satses på de mest kortsiktige prosjektene.

Institusjonelle eiere er kanskje de mest typiske kvartalskapitalistene. De er aldri styremedlemmer, og vet mindre om

Jo mer tålmodige de store eierne er, desto dårligere er selskapets verdiskapningsevne

underliggende forhold enn hva de ville ha visst som styredeltagere. Kortsiktige regnskapstall blir derfor et viktigere signal om fremtidig inntjeningssevne enn ellers. Dette forsterkes hvis institusjonenes ledere selv evalu-

res ut fra egne kvartalsresultater. Som passive eiere bryr de seg ikke om hvor lenge de eier før de selger; bare om hvor raskt de oppnår sitt kursmål. Motargumentene er at institusjoner bruker like informative kanaler som styredeltagere gjør, og at hard konkurranse tvinger dem til å opptre verdimaksimerende.

At direkte eierskap fungerer best i lengden, kan skyldes at både eierslappheten og kvartalskapitalismen er mindre utbredt hos denne eiertypen. Direkteeiere, som forvalter egne penger og ikke andres, har sterkere incentiver til stadig å utøve aktivt eierskap. Bedre informasjonstilgang gjennom styredeltagelse reduserer dessuten problemet med kvartalskapitalismen.

De samme to grunnene tilsier også at mens langsiktig eierskap er problematisk i børsnoterte selskaper med spredt og indirekte eierskap, kan historien være en annen i de unoterte. Slike selskaper har langt færre eiere som enkeltvis eier mye høyere andeler, og de største eierne er oftere med i styret. Selv om dette gir andre corporate governance-problemer som de børsnoterte ikke har, kan eierforholdene i unoterte selskaper stemme bedre med populæroppfatningen om at langsiktig eierskap i Norge forekommer hyppig og er godt for landet. Dette gjensstår å undersøke.

Et gufs fra fortiden

I DN 8. oktober har Live Bressendorf Lindseth et innlegg i debatten om den lave andelen av kvinnelige ledere i arbeidslivet. Hun hevder: «Tiden får skylden for at disse kvinnene ikke strekker til, mens problemet i virkeligheten handler om manglende evne til å prioritere og ta konsekvensene av sine valg.»

Hun forsetter med hvor brutalt krevende det er å være leder, og stiller spørsmålet om tidsklemma er et samfunnsmessig eller personlig anliggende. Innlegget er skrevet av en lederutvikler som i kraft av sin profesjon ikke bare påvirker holdninger og meninger generelt, men også den enkelte kvinnes (og manns) muligheter og valg i forbindelse med lederstillinger. Det kan derfor ikke stå uimotsagt.

Det er ikke tidsklemma som hindrer kvinner fra å søke lederstillinger, men vel så ofte negativ påvirkning fra holdninger tilsvarende de Bressendorf Lindseth ytrer. Ofte ser kvinner alle begrensningene i sin hverdag. Har jeg god nok kompetanse til en slik stilling? Vil innsatsen stå i forhold til avkastning? Da tenkes det ofte på familien og barna, venner og fritid, kort sagt «hele pakken» som livet består av. Har jeg nok støtte på hjemmefronten? Vil jeg trives i en slik stilling? Den lave andelen av kvinnelige ledere skyldes heller kvinnenes strenge prioriteringer og nettopp at de tar konsekvensene av sine valg.

For å få flere kvinnelige ledere må de oppmuntres og få større tro på seg selv. Potensielle kvinnelige ledere bør ha sin coach som støtter, veileder og motiverer. Tilsvarende må kvinnene stille krav til arbeidsgiver blant annet med hensyn til fleksible arbeidsordninger.

Med dagens teknologi er det fullt mulig å være kvinnelig leder, ha familie, venner, hus (og fritidsbolig). Som leder setter du agendaen, noe som også gir fleksibilitet. I tillegg er en lederstilling utrolig spennende, utviklende og morsom.

Glem Bressendorf Lindseth! Hun representerer et gufs fra fortiden.

Kristin A. Norenberg, økonomi- og personaldirektør i Gyldendal Norsk Forlag

DN E-post: debatt@dn.no
Telefaks: 22 00 11 10

Hovedinnlegg/kronikk:
Maks 4500 tegn (ca. 750 ord)
Underinnlegg/replikk:
Maks 1500 tegn (ca. 250 ord)

● Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi alt stoff i avisen i elektronisk form.

● Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter. Debattinnlegg honoreres ikke.

Debattansvarlig:
Tor Slette Johansen,
tlf. 22 00 11 26 - 932 56 100