

DEBATT & INNLEGG

Det økonomiske innhold i begrepet verdiskapning er evnen til å kombinere lønnsomhet og vekst over tid. Til det trenger norsk næringsliv kompetente ledere og styremedlemmer for å skape lønnsom vekst, skriver administrerende direktør *Rune Selmar* i Folketrygdfondet.

Kort- eller langsiktig?

Professorene Øyvind Bøhren og Richard Priestley, samt førsteamanuensis Bernt Arne Ødegaard ved BI, har nylig publisert en forskningsundersøkelse om eierskaps betydning for verdiskapningen i norsk næringsliv. Undersøkelsen søker å kartlegge hvordan eiersammensetting og eierskapets varighet påvirker selskapers verdiskapning.

Resultatet av forskningen er følgende:

- Jo mer langsiktige de store eierne er, desto dårligere er selskaperes verdiskapningsevne.
- Den negative sammenheng mellom langsiktighet og verdiskapning er størst der den største eieren er en passiv institusjonell investor.

Forskernes konklusjoner er basert på empiriske undersøkelser, av eierstruktur og verdiskapning i selskaper notert ved Oslo Børs i perioden 1989-1999. Det er grunn til å være skeptisk til gyldigheten i forskningsresultatene.

I undersøkelsen er det benyttet en utgave av Tobins Q som prestasjonsmål for verdiskapningen i selskapene. Dette innebærer at det er aksjekursutviklingen, og ikke selskaperes underliggende verdiskapning, som benyttes som prestasjonsmål. Over lange og representative tidsperioder er det grunn til å anta at kursutviklingen reflekterer selskaperes verdiskapning. For en undersøkelse som begrenses til bare 11 år, og som avsluttes nær teknologiblokkens topp, kan det imidlertid stilles spørsmål om perioden er representativ.

Mot slutten av denne perioden var for eksempel enkelte sektorer i aksjemarkedet preget av at aksjekursutviklingen var langt mer positiv enn inntjeningsutviklingen. Det er derfor grunn til å stille spørsmål om hvor annerledes konklusjonene ville blitt dersom perioden hadde vært forlenget frem til innværende år.

Historisk statistikk kan gi nyttig lærdom. I statistikk er det



DN 14. oktober.

imidlertid slik at to forhold som viser samvariasjon over tid, ikke nødvendigvis har en årsakssammenheng. La meg gi et praktisk eksempel: Det kan være feil å konkludere med at man er allergisk mot sko selv om man har vondt i hodet hver gang man våkner med sko på føttene. Hovedverken skyldes ikke nødvendigvis skoene.

Forskningsresultatene fra BI hevder å påvise samvariasjon mellom langsiktig institusjonell eierskap og svak verdiskapning i den aktuelle perioden. Det er sannsynligvis også alt forskningsresultatene viser. Trolig er det en forhastet konklusjon å hevde at eierskapet er årsak, og manglende verdiskapning er resultatet. Faktisk er det ikke usannsynlig at et eventuelt årsaks- og virkningsforhold er mot-

Det er ikke usannsynlig at et eventuelt årsaks- og virkningsforhold er motsatt av det forskerne konkluderer med

satt av det forskerne konkluderer med. Med det mener jeg at investorer som i større grad legger vekt på langsiktig resultatutvikling enn på den kortsiktige aksjekursutviklingen, kan velge å forbli aksjonærer i selskaper



IKKE HELT OVERBEVIST. «Dersom påstandene fra BI-forskerne hadde vært riktige, kvalifiserer Folketrygdfondet til å være blant de investorer som har størst negativ innvirkning på verdiskapningen i norsk næringsliv,» skriver fondets leder Rune Selmar. Foto: Sigbjørn Sandsmark

med svak verdiskapning, dersom manglende verdiskapning forventes å være forbigående.

Det er naturlig å anta at selskaper med høy verdiskapning får en aksjekursutvikling som gjør det mulig å realisere tilfredsstillende gevinster for investorer, mens manglende verdiskapning ofte medfører at aksjer må selges med tap. Blant investorer og forvaltere er det nok slik at villigheten til å realisere gevinster er større enn villigheten til å realisere tap. Derfor drøyes det ofte for lenge med å ta tap. Også i slike tilfeller kan konsekvensen bli et relativt langsiktig eierskap.

Det fremmes stadig synspunkter på hvorvidt langsiktig eller kortsiktig eierskap er best for norsk næringslivs verdiskapning. Etter mitt skjønn er denne debatten feilfokuseret. Det økonomiske innhold i begrepet verdiskapning er evnen til å kombi-

nere lønnsomhet og vekst over tid.

Norsk næringsliv trenger kompetente ledere og styremedlemmer for å skape lønnsom vekst. Kompetent ledelse innebærer evne til å lytte til og kunnskap til å evaluere ulike synspunkter.

I en slik sammenheng er det ikke rett å lytte mer til langsiktige investorer enn til de kortsiktige, eller motsatt. Kortsiktige investorer kan være kompetente, og langsiktige investorer kan være inkompetente. Det motsatte kan også være tilfelle.

Det norske næringsliv trenger er eiere med kunnskap, engasjement og vilje til å gi uttrykk for sine synspunkter. I tillegg trenger selskapene en ledelse som både evner å lytte til kloke råd og våger å avvise de mindre gode rådene, uavhengig av hvem som fremmer sine synspunkter.

Dersom påstandene fra BI-

forskerne hadde vært riktige, kvalifiserer Folketrygdfondet til å være blant de investorer som har størst negativ innvirkning på verdiskapningen i norsk næringsliv. Fondet er trolig den største institusjonelle investor i det norske kapitalmarked, og er største enkeltaksjonær i flere av selskapene.

Folketrygdfondet har historisk vært en langsiktig investor, og har til hensikt å være det også i fremtiden. Derfor legger fondet vekt på at de selskaper det investeres i har dokumentert evne til lønnsom vekst over tid. Til tross for forskningsresultatene våger fondet å tro at vår tilstedeværelse som aksjonær ikke ødelegger denne evnen hos selskapene. Fondets historiske avkastning, som har vært bedre enn fondets referanseindeks når perioden etter 1999 medregnes, tilsier i det minste at dette ikke har vært tilfelle så langt.

Selvsagt kan barn og karriere kombineres!

For et par uker siden hadde jeg et innlegg i DN under overskriften «Skyld ikke på tidsklemma». På bakgrunn av noen av reaksjonene som har kommet, ser jeg at det er påkrevet med en nærmere presisering av mitt budskap.

Enkelte har forstått mitt innlegg dithen at jeg mener at kvinner må velge mellom karriere og barn hvis de vil ha en lederstilling. Det mener jeg selvfølgelig ikke. Det er naturligvis ingenting i veien for at kvinner,

akkurat som menn, kan bekle toppstillinger samtidig med at de har barn. Men fordi barn og karriere, både isolert og samlet sett, kan være krevende, vil det ofte være nødvendig å velge bort ønsker og interesser i en periode. Og det var dette som var essensen i mitt budskap: Når kvinner strir i motbakke med lederkarrieren, blir det feil å skyldes på tidsfaktoren og samfunnet dersom årsaken egentlig skyldes at de har påtatt seg altfor mange presserende oppga-

ver på en og samme tid. Da er det ikke tidsklemma, men snarere valgenes kval som har strammet grepet.

Det har nemlig slått meg at de som klager på tidsklemma, gjerne har for mange jern i ilden samtidig. Utfordringene står i kø, og morsrolle og lederjobb er bare to av dem. Min ærbødige påstand er derfor at opplevelsen av tidsklemma ofte er selvskyldt fordi de som føler seg skvist, ikke velger å si nei der det er på sin plass.

Det finnes imidlertid atskillige kvinnelige ledere med barn som har bevist at det er mulig å være restriktiv når det gjelder bruk av egen tid. Etter nøye vurderinger har de prioritert roller, plikter, engasjementer og verv, og justert sine ambisjonsnivåer innen ulike felt deretter – til glede for seg selv og andre.

Live Bressendorf Lindseth,
Kondoras

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 honorerer ikke.

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