

IKKE ANALYSERT. Unoterte bedrifter i Norge leverer større verdiskaping enn børselskapene, har andre eierutfordringer, men er nesten ikke analysert.

Mer enn Oslo Børs!

Kronikk



JANIS BERZINS ØYVIND BØHREN PÅL RYDLAND
Senter for eierforskning, Handelshøyskolen BI

Mye større. Av landets 80 000 virksomme aksjeselskaper er bare tre promille børsnoterte. De unoterte sysselsetter fire ganger så mange, omsetter for dobbelt så mye, og har en helt annen eierstruktur. Dessuten er 900 av landets 1000 største bedrifter unoterte. Like fullt får selskapene på Oslo Børs mest oppmerksomhet både i medie- og politikk og forskning.

Er eierskap viktig? Spiller det noen rolle for bedriftens økonomi om den har én stor eier eller mange små, om eierne er statlige eller private, om de private eierne er institusjoner eller familier, om eierskapet er kortsiktig eller langsiktig, om eierne er med i styret, om styret er kjønnsblandet, eller om de ansattes lønn er fast eller prestasjonsbasert? Er svarene på slike spørsmål annerledes i unoterte bedrifter enn i noterte?

Det trengs velfunderte svar på slike spørsmål for å utvikle gode eierstyringsmodeller i den enkelte bedrift. Gode svar er også nødvendig for å utforme vellykket offentlig politikk for bedriftens rammevilkår. I dag mangler disse svarene fordi eierstyring og bedriftsøkonomi i unotert sektor praktisk talt ikke er analysert.

Nasjonaløkonomisk og for den enkelte bedrift er denne situasjonen uheldig. Både fordi verdiskapingen er så høy i unotert sektor og fordi eierne av unoterte selskaper står overfor helt andre styringsutfordringer enn i børselskapene. I forhold til dagens finanskriser finnes knapt dokumentasjon av så enkle forhold som de unotertes sårbarhet overfor redusert kreditttilgang. Ei heller i hvilken grad de kan reise ny egenkapital fra noen få eiere i et mye mindre likvid marked enn hva de børsnoterte kan.

Annerledes eierstruktur. Tall fra Senter for eierforskning ved Handelshøyskolen BI viser at største eier i et norsk børselskap har i gjennomsnitt ca. 25 prosent av aksjekapitalen. Dette er altså langt under simpelt flertall og ikke engang negativt flertall mot vedtektsendringer. I unoterte selskaper har største eier hele 70 prosent av aksjene. Altså langt over majoritet og også vedtektsflertall. De unoterte selskapene er i mye større grad kontrollert av få og store eiere.

Dette inntrykket forandrer seg ikke hvis vi kun ser på unoterte selskaper med samme størrelse som børselskapene. Høy eierkonsentrasjon i unotert sektor skyldes derfor ikke at unoterte selskaper flest er mye mindre enn noterte. Uansett selskapsstørrelse har eierne atskillig mer makt og incentiver til å involvere seg når selskapet ikke er notert på Oslo Børs.



Av landets 80 000 virksomme aksjeselskaper er kun 3 promille børsnoterte, like fullt får selskapene på Oslo Børs mest oppmerksomhet både i mediene, politikk og forskning.

FOTO: STEIN J. BJØRGE

Personer og familier er den dominerende aksjonærtypen i unoterte selskaper, hvor de i snitt har 77 prosent av aksjene. Dette tilsier at de unoterte som regel er familieselskaper. I noterte selskaper, derimot, er eierne i hovedsak andre selskaper. Personer eier i gjennomsnitt under 20 prosent av aksjene i et børselskap, mens norske selskaper eier over 50 prosent.

Mer aktivt eierskap. I unoterte selskaper utøves eierskapet direkte av dem som eier. I børsnoterte selskaper skjer derimot eierutøvelsen indirekte av ansatte i selskaper som ikke investerer egne penger, men forvalter andres. I noterte selskaper er dessuten eierne langt sjeldnere med i styre og daglig ledelse.

Interessekonflikten mellom eierskap og ledelse er mindre jo sterkere eierne er, jo mer eierskap de utøver direkte, jo mer de ansatte og ledelsen eier, og jo mer eierne er til stede i generalforsamling og styre. Tallene våre tilsier derfor at skillet mellom eierskap og kontroll er stort i et norsk børsnotert selskap, men neglisjerbart i et unotert.

Utsatte minoritetseiere. En helt annen eierutfordring gjelder motsetningen mellom store og små eiere. Dette kalles gjerne majoritets-minoritets-problemet, og det oppstår når sterke eiere forsyner seg av felleseide ressurser på de svakes bekostning. Eksempler er favørprising av leveranser til eller fra et annet selskap som majoriteten eier alene, ansettelse av inkompetente familiemedlemmer, og tvangsinnløsning av minoritetseiere til urimelig lave kurs. Denne interessekonflikten er alvorligere når én eier dominerer i styre og ledelse.

Tallene vi refererte tilsier at dette majo-

ritets-minoritets-problemet er lite i noterte selskaper, siden de har lav eierkonsentrasjon, indirekte eierutøvelse og lav eierdeltakelse i styret. Problemet er derimot potensielt stort utenfor børsen. Her ligger kontrollen oftest hos én eier. Denne aksjonæren er dessuten gjerne en person eller en familie som har investert sammen med noen få eiere med lave andeler. I tillegg gir lovverket lavere beskyttelse til minoritetseiere når selskapet er unotert, eksempelvis gjennom færre restriksjoner på innsidehandling og ingen regler om pliktig overtakelsestilbud.

Unoterte selskaper unngår dermed ofte konflikten mellom eiere og ledere fordi de to er tett på hverandre. Til gjengjeld er de mer utsatt for motsetninger eierne imellom.

Ingen fellesoppskrift. Det er altså ikke slik at eierstyringsproblemer bare oppstår i børsnoterte selskaper. Ei heller kan eiere i et notert selskap enkelt løse slike problemer ved å kjøpe ut de fleste aksjonærene og ta selskapet av børs. Dessuten er det flere styrker ved eierstyringen i børsnoterte bedrifter som de unoterte går glipp av. Unoterte mangler trusselen om fiendtlig oppkjøp ved dårlig drift. Det skjer heller ingen hyppig gjennomlysning fra analytikere og nye eiere, og de verdsettes ikke daglig gjennom en aksjekurs. Intern familierekruttering og lukkede styreleder kan gi innvirkning og inkompetanse som noterte selskaper forskånes for.

Kartlegg isfjellet! Tenk på alle bedriftene i Norge som et stort isfjell. Da tilsvarer de noterte selskapene den synlige delen over vannflaten. Det er på høy tid å dykke ned til den store, uutforskede delen. Spesielt nå når nedsmeltingen er så sterk og behovet for handling så stort. Både politisk og i den enkelte bedrift.

Galt om politipenger

Jeg setter pris på at Aftenposten har lest min bok *Ombudsmann på jobb*. Enda hyggeligere hadde det vært om jeg kjente igjen beskrivelsen om penger til politiet i 2004.

La det være sagt med en gang: Gode rammevilkår og en styrking av politiet er nødvendig for både trygghet og rettssikkerhet. Men Aftenposten skriver 3. februar at Killengreens utspill om at politiet fant seg på «grensen av det forsvarlige» ikke hjalp meg i budsjettforhandlingene, og at det var Frp som kom meg til unnsetning og skaffet ekstramillioner til politiet.

Det er ikke riktig. I boken min står det at politiet klart kom styrket ut av budsjettforhandlingene i Regjeringen; jeg fikk gjennomslag for en økt bevilgning til politiet. Riktignok førte budsjettforlik med Frp til at politiet fikk enda mer penger, men disse pengene kom i tillegg til den økningen Bondevik II foreslo, og det var det eneste av tre budsjettforlik mellom Frp og Bondevik II-regjeringen hvor Frp virkelig prioriterte politiet.

ODD EINAR DØRUM
stortingsrepresentant
og tidligere justisminister (V)

Usaklig kritikk fra faglig hold?

Jon Bjørnhaug, Tromsø, skriver i Aftenposten 30. januar i anledning diskusjonen om Snåsamannen at jeg og andre fagfolk hevder at «vi forstår det ikke, derfor tror vi ikke på det». Tvert imot, ved å anvende den kunnskap vi har, kan vi forstå uten å gripe til overnaturlige forklaringer.

Bedring kan skyldes tilfældigheter. Mange sykdommer går over av seg selv etter en tid, som kolikksmerter, infeksjoner eller psykiske plager. Noen blir ikke bra, men synes det er flaut å innrømme at bedringen uteble. Og endelig kan et godt resultat skyldes placebo, altså tro og forventning. Dette vet vi i dag mye om. Særlig ved alminnelige depresjoner og smertetilstander er placeboeffekten markant. Da epidemien med askeavkok gikk over landet for noen år siden, var det mange som sverget på at de var blitt bedre av avkoket.

Jeg tviler ikke på at Snåsamannen har hjulpet mange. Men det skyldes neppe noen overnaturlig kraft, men at folk tror på ham. Det er aldri vist at «alternativ behandling» har noen spesifikk virkning, med unntak av kiropraktikk og akupunktur, som kan ha en lett smertelindrende effekt. Å skille mellom seriøse og useriøse behandlere er kunstig; demonutdrivelse og åndemaning er like seriøst som homeopati.

EINAR KRINGLEN, Oslo

«I unoterte selskaper utøves eierskapet direkte av dem som eier»

Debatt økonomi

Hva er det som gjør at mennesker ønsker å komme på arbeid uavhengig av om de er friske og ved god helse eller syke? spur Geir Arild Espnes, Marit Christensen, Siw Tone Innstrand og Monica Lillefjell. **Økonomi side 10**

Debatt nett

Hva skjer med journalistikken i disse nedgangstider? Konstituert sjefredaktør Hilde Haugsgjerd deltar i nettpprat kl. 10 i dag. **Følg med på ap.no/nettpprat**



Debatt Si ;D

Hva er vitsen med et fag som vi trolig aldri kommer til å trenge, og som bare stjeler vår tid, energi og oppmerksomhet? Spør Tobias R. Pettrem (15). **Kultur side 27**