

■ ■ ■ Eierne bør ta ut mye av selskapenes overskudd, skriver BI-professor **Øyvind Bøhren** og forskerkolleger.

Høyt utbytte – lavt konfliktnivå

INNLEGG

Finans

Eierne av norske selskaper går snart inn i sesongen for generalforsamlinger, der de vedtar årets utbytte. Vi oppfordrer eierne til å la utbyttebeslutningen avhenge sterkere av interessekonfliktene mellom majoritetsseier og minoritetsseiere og mellom eierne og ledelsen. Det vil oftest bety høyt utbytte og tilsvarende lavt tilbakeholdt overskudd.

Konflikter mellom majoritet og minoritet er mest utbredt i unoterte selskaper, dvs. utenfor børsen. Eierne deltar oftest i styre og ledelse, og største eier har høy eierandel. Majoritets-eide familieselskaper utgjør for eksempel over 60 prosent av alle norske selskaper. Familien har dessuten daglig leder i åtte av ti familieselskaper. Interessekonflikter mellom eiere og ledelse er derfor sjelden et problem.

Til gjengjeld oppstår spenninger mellom majoritet og minoritet fordi majoriteten kan fristes til å bruke sin flertallsmakt på minoritetens bekostning. Majoriteten kan for eksempel ansette inkompetente familiemedlemmer eller handle med selskapet til priser som tapper det for verdier. Kan utbyttepolitikken redusere dette problemet?

Vi undersøkte dette i ca. 10.000 unoterte norske selskaper med majoritetsseier. Hovedfunnet er at jo større potensialet er for konflikter eierne imellom, desto mer av overskuddet velger majoritets-eier å betale som utbytte til alle eierne. Dermed blir muligheten mindre til å bruke felleseide midler på formål som bare gavner majoriteten.

Vi finner dessuten at tendensen til å redusere eiermotsetninger gjennom høyt utbytte er sterkere når minoritetsaksjene er spredt på mange hender og når ingen minoritets-eier har styreplass.

En minoritetsvennlig utbyttepolitikk er også mer vanlig jo større behov selskapet har for å hente inn ny kapital fra minoriteten senere.

Hva med børsnoterte selskaper? De ledes jo nesten aldri av eierne, men av en daglig ledelse som ikke alltid deler eiernes syn på at eierinteressene har første prioritet. I ledelsens verden kan eierinteresser måtte konkurrere med personlige ønsker om kontroll, vekst for vekstens skyld, saftige frynsegoder og sosial synlighet. Muligheten til å mele egen kake på



UTBYTTE. Bedriftenes styrer bør anbefale eierne å vedta høy utbytteutdeling i generalforsamlingssesongen som nå står for døren, skriver artikkelforfatterne. Her fra Aker Solutions' generalforsamling i april 2011. Foto: Øyvind Elvsborg

FORSKNINGEN

- Hvem: Øyvind Bøhren, Morten G. Josefsen, Pål Erik Steen.
- Hva: Stakeholder conflicts and dividend policy.
- Hvor: Journal of Banking and Finance 36, 2012, ss 2852-2864

- Hvem: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, Bogdan Stacescu.
- Hva: Stakeholder conflicts and dividend payout.
- Hvor: Working paper, Januar 2013

eiernes bekostning, er større jo mer overskudd som holdes tilbake.

Problemet forsterkes av at selv største eier i et børselskap sjelden har høy eierandel eller styreplass.

Dette betyr at en leder som vil forplikte seg til eiervennlig ledelse, bør be styret foreslå høyt utbytte for generalforsamlingen. Jo mindre overskudd ledelsen vil holde tilbake, jo mer krymper de frivillig kilden for egenrådlig pengebruk. Skal ledelsen få finansiert et lovende prosjekt senere, må de redigjøre for planene og be eierne om nytt egenkapitalinnskudd.

En offensiv utbyttepolitikk sikrer at råderetten over eiernes penger forblir i eiernes hender. Samtidig flyter kapitalen lettere fra ulønnsomme selskaper til lønnsomme.

Følges en slik utbyttepolitikk i praksis?

Vi har sammenlignet utbyttepolitikken i alle børsnoterte forretningsbanker og egenkapitalbevisbanker, som før het grunnfondsbanker. Det spesielle her er at mens eierne har kontrollen i forretningsbanker, har de bare en fjerdedel av stemmene i egenkapitalbevisbanker. Resten tilhører de ansatte, innskyterne og politisk oppnevnte styremedlemmer. Utbyttebeslutningen kontrol-

leres derfor av eierne i forretningsbanker, men av ikke-eiere i egenkapitalbevisbanker. Spørsmålet er så om ikke-eierne bruker sin makt til å betale eierne lite utbytte og beholde tilsvarende mer av overskuddet under egen kontroll.

Vi finner at egenkapitalbevisbanker betaler markant høyere utbytte per overskuddskrone enn forretningsbanker. Da har vi også tatt hensyn til mange andre faktorer som påvirker utbyttebeslutningen, slik som selskapets vekst, størrelse, likvider, gjeldsgrad og tidligere utbytte. Dette tyder på at de kontrollerende ikke-eierne i egenkapitalbevisbankene forstår den potensielle konflikten med eierne. De bruker derfor utbyttebeslutningen til å redusere den faktiske konflikten. De har innsett at tilgangen på ny egenkapital i morgen kan strupes hvis de opportunistisk bruker sin makt over overskuddet i dag. Høy utbetaling til eierne nå bygger derfor et renommé som kan gi høy innbetaling fra eierne senere.

Resultatene tyder på at sterke eiere velger en utbyttepolitikk som reduserer svake medeieres frykt for maktmisbruk. Tilsvarende viser funnene fra selskaper med sterk ledelse at der brukes utbyttet til å berolige samtlige eiere, som alle er svake. Like fullt har utbyttet adskillig mer å bidra med i begge situasjoner. Norske selskaper tilbakeholder nemlig unormalt mye overskudd sammenlignet med selskaper i andre land.

■ Janis Berzins, Øyvind Bøhren, Morten G. Josefsen, Bogdan Stacescu og Pål Erik Steen, alle tilknyttet Senter for eierforskning ved Institutt for finansiell økonomi, Handelshøyskolen BI