

Gräshoppor, ansiktslöst kapital och långsiktiga ägare

Ägarstrukturen hos europeiska aktiebolag har förändrats dramatiskt de senaste åren. Direktägandet hos individuella investerare har stadigt gått ned på bekostnad av ett ökat indirekt ägande av aktiefonder, försäkringsbolag, pensionsfonder och andra institutionella ägare. I Sverige stod år 2004 individuella investerare endast för 14 procent av ägandet hos de 30 största börsbolagen, där ägandet i stället domineras av aktiefonder (12 procent), andra svenska institutionella ägare (40 procent) samt utländska ägare (34 procent). Det utländska ägandet, som har ökat från endast 8 procent 1991, utgörs till största delen av utländska institutioner. Under de senaste åren har dessutom så kallade hedgefonder och riskkapitalfonder seglat upp som en viktig ägargrupp, inte minst i Sverige, med rekordstort kapital till sitt förfogande.

Dessa trender har väckt oro i den internationella debatten. Såväl politiker som representanter för traditionella ägargrupper kritiserar det ansiktslösa kapitalet, som antas bidra till den så kallade "kvartalskapitalismen" där företag prioriterar kortsiktiga vinster framför långsiktigt värdeskapande. I Tysklands valdebatt förra året jämförde SPDs ordförande Franz Müntefering de internationella riskkapital- och hedgefonderna med Gamla Testamentets "gräshoppsvärmor" som slukar allt i sin väg och ödelägger tyskt näringsliv. I samma anda efterlyste finansmarknadsministern nyligen fler långsiktiga svenska ägare som en motvikt till det kortsiktiga internationella fondkapitalet.

Varför spelar då ägandet roll och bör vi som ekonomer oroa oss för det ökande institutionella ägandet? Standardanalysen av ägande tar avstamp i principal-agent teorin. Ägarna till ett företag delegerar företagets skötsel till en företagsledning. För att inte företagsledningen ska handla i egenintresse och berika sig på ägarnas bekostnad krävs ett aktivt ägande. Bearle och Means konstaterade i sin klassiska trettiotalstudie att den amerikanska ekonomin alltmer dominerades av ett antal stora börsföretag med ett stort antal aktieägare, där var och en representerar en mycket liten del av aktiekapitalet. Problemet med denna ägarstruktur är att varje aktieägare blir för liten för att kunna påverka företagets utveckling, med följden att makten och kontrollen hamnar hos direktörerna. I klassiska nationalekonomiska termer rör det sig om en externalitet: en enskild aktieägare bär hela kostnaden för sitt engagemang i bolaget, medan vinsten av ett sådant engagemang kommer alla aktieägare till del.

En självklar lösning på detta problem är att behålla ägandet "i famil-

jen”, dvs låta bli att sälja ut bolaget till aktiemarknaden. Även om denna modell återfinns hos flera stora företag, som IKEA och Bonnier, är det en dyr lösning. Dels tvingas ägaren låsa in större delen av sin förmögenhet i en illikvid tillgång i stället för att diversifiera, dels blir det svårt att täcka företagets kapitalbehov utan tillgång till aktiemarknaden. Familjeföretagen väljer därför ofta att sälja ut en del av ägandet på aktiemarknaden, men samtidigt behålla kontrollen i bolaget. Med hjälp av mekanismer som rösträttsdifferentiering, korsägande och företagspyramider kan ägarfamiljen fortsätta att kontrollera majoriteten av rösterna med relativt litet av sin förmögenhet uppbunden i bolaget. Denna struktur är typisk för de företag som kontrolleras av ”långsiktiga ägare” runt om i världen. Tyvärr leder detta till nya principal-agent problem, där en intressekonflikt uppstår mellan kontrollägare och minoritetsägare. Forskningen ger otaliga exempel på hur denna nya konflikt manifesteras, med låga aktievärderingar och förluster för minoritetsägarna som följd. I vissa fall rör det sig om regelrätta företagsplundringar där tillgångar förs ut ur bolaget och in i ägarfamiljens fickor. Vanligare är dock mer subtila sätt att gynna majoriteten, såsom att motarbeta fientliga företagsförvärv, prioritera storleken på företaget framför vinstmarginalen eller att reservera högre ledningspositioner åt egna familjemedlemmar.

Finns det då bättre sätt att kombinera riskdiversifiering med ett aktivt ägande? En möjlighet är att slå samman ägandet hos ett stort antal individer i en fond, där en aktiv fondförvaltare kan representera de samlade ägarintressena. På detta sätt skulle det institutionella fondägandet, eller ”det ansiktslösa kapitalet”, kunna ses som ett sätt att möjliggöra aktivt ägande. Hur väl kan detta förväntas fungera? Å ena sidan kan institutioner ackumulera större positioner i företagen än enskilda investerare, vilket ger dem bättre möjlighet att utöva ägaransvar och bevaka minoritetsägarnas intressen. Å andra sidan är det inte självklart att incitamenten till aktivt ägande är tillräckligt kraftfulla. Vissa hävdar att den typiske portföljförvaltaren i första hand strävar till att behålla jobbet, vilket i sin tur görs genom att inte avvika alltför mycket i sina portföljnehav jämfört med konkurrenterna, och att sälja av innehav så fort det börjar gå dåligt, snarare än att ta ett långsiktigt ägarperspektiv. En bidragande faktor till detta beteende är att de enskilda fondspararna kan ta ut sina pengar närhelst de vill – och tenderar att göra så när fonden går sämre än sina konkurrenter. Empiriska studier av institutionellt ägande har gett blandat resultat. Å ena sidan visar amerikanska studier att det ökande institutionella ägandet har sammanfallit med högre aktievärderingar, särskilt hos de företag där institutionernas ägandandel är som störst. Å andra sidan är det inte klart huruvida värdeökningen beror på ett aktivt ägande eller snarare på att institutionerna alla föredrar att placera i de största, mest likvida aktierna, vilket i sin tur pressar upp priserna.

Det finns dock en typ av fonder som skiljer sig från mängden, nämligen de riskkapitalfonder och hedgefonder som specialiserar sig på företagsstyrning och aktivt ägande. Empirisk forskning av riskkapitalfondens utköp av börsbolag visar på en otvetydig värdeökning på bolagen under fondernas

innehavstid, till synes utan märkbara negativa effekter på sysselsättning eller FOU. Även om det finns mindre forskning på hedgefonder som aktiva ägare, visar en aktuell (ännu opublicerad) empirisk studie av Becht, Franks, Mayer och Rossi av engelska data på liknande resultat. Märkligt nog är det just dessa fonder som har fått representera den kortsiktiga kvartalskapitalismen i debatten. Anledningen till att denna typ av fonder faktiskt kan påverka företagsstyrningen i positiv riktning beror på ett antal viktiga skillnader gentemot traditionella institutionella investerare. För det första har dessa fonder en betydligt längre placeringshorisont än den typiska aktiefonden. Långsiktigheten uppnås genom att fondens investerare (vanligen pensionsbolag och andra institutioner) låser in sitt kapital i fonden under en längre period. För det andra har man klart uttalade strategiska mål som ska uppnås i de (relativt få) bolag man investerar i. För det tredje skiljer sig fondförvaltarnas kompensationskontrakt kraftigt från vanliga portföljförvaltare. Normalt går 20 procent av vinsten till förvaltarteamet, vilket kan innebära hundratals miljoner kronor i kompensation om fonden har varit framgångsrik. Sammantaget har denna organisationsform visat sig vara ett effektivt sätt att skapa värden genom aktivt ägande i ineffektivt skötta, trötta bolag.

Ironiskt nog visar alltså forskningen att ett aktivt ansvarsfullt ägande kanske bäst åstadkoms genom att uppmuntra ”gräshoppsvärmarna” medan de traditionella, långsiktiga familjeägarna kanske snarare är en del av problemet!

Per Strömberg