



OPEC VIL MØTE VANSKELIGHETER

Veksten i verdensøkonomien vil mest sannsynlig fortsett være relativt høy inn i 2003. Veksten i etterspørselen etter olje vil dermed også kunne være relativt god inn i 2003, om enn noe mindre enn i annet halvår i år. Mye tilsier imidlertid at veksten i tilbud av olje fra produsenter utenfor OPEC vil vokse enda mer. I gjennomsnitt har oljeprisen vært 26 dollar fatet siden begynnelsen av 2000. Oleselskapene baserer seg nok ikke på at oljeprisene skal holde seg så høye. Likevel, de høye prisene har antagelig intensivert leting etter nye felt, utbygging av nye felt, investeringer i eksisterende felt for å hente ut mer olje

m.m. Særlig Russland vil antagelig kunne øke produksjonen mye framover. Når produksjon utenom OPEC vokser raskere enn etterspørselen, må OPEC igjen begynne å kutte produksjonen for å holde prisene oppe. Det kan bli en vanskelig situasjon for OPEC å håndtere. I utgangspunktet er ikke OPEC interessert i å kutte produksjonen for å gi større plass til andre produsenter. Kanskje OPEC rett og slett må gi opp sitt ambisiøse prisintervall og akseptere priser ned mot 20 dollar fatet på litt slukt.

Erik Bruce er sosialøkonom og senioranalytiker i Nordea Markets.

Morten Levin og Roger Klev

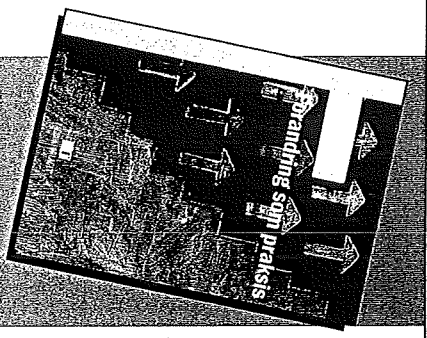
Forandring som praksis – læring og utvikling i organisasjoner

Ny bok om systematisk arbeid med organisasjoners utvikling, læring og ending.

Kr 298,-



FAGBOKFORLAGET



Besøksadresse: Kampeveien 51, 5059 Bergen • Postadresse: Postboks 6050 Postterminalen, 5892 Bergen
Telefon: 55 38 88 00 – Faks: 55 38 88 01 • e-post: inngikk@forlaget.no • www.inngikkforlaget.no

FAGARTIKLER



Ludvik Sandnes

Corporate Governance – ligger norske eiere foran eller bak?

Ludvik Sandnes er sosialøkonom (NHH '74) og seniorrådgiver i næringslivet. Han er i dag partner og daglig leder av Private Equity Cooperation, Financial Advisors. Sandnes har tidligere vært usatt, Statoil, DnC, Orkla, Bortegard, UNI, Stordrand og CBK. Han har vært leder i medlemmer i 15–20 styre i næringslivet og andre selskaper, og de siste 20 år har han arbeidet nært med styret, de ledende har hatt vært ansatt. Sandnes leder for tiden en gruppe i Private Equity Cooperation som ynderer å komme inn i en utvalgt om Corporate Governance i næringslivet.

På Næringsministerens høring om det statlige eierskap 6. mars i år fikk vi høre at statsselskapene – ikke staten som eier – har ansvaret for å utarbeide selskapenes strategi og fremme forslag om ønskede fusjoner, oppkjøp og kapitalisering. Dette var en grei avklaring.

Så kan man si – slik har det jo alltid vært i administrasjonsstyrte bedrifter – statseide som private. Hydro har som Orkla hatt sterke og dyktige administrasjoner som oftest får sine eiere med på det de foreslår. Det samme har Telenor og Statoil, selv om ledelsen i så vel Orkla som Statoil også har følt eiermakten blåse så kaldt at ledere har måttet gå. Eierne har altså både makt og mening i så vel private som statlig dominerede bedrifter.

Kommunikasjonen har imidlertid ikke alltid vært like åpen og god mellom eiere og administrasjonene. Mange eiere har opp gjennom tidene «stremt med førtene» – sagt seg ut når de har mistet tilliten til styret og ledelsen. Ikke nå lenger. Eierne, særlig de store aksjefondene, er blitt mer aktive overfor selskapene fordi de «må» holde aksjen slik konkurrentene gjør pga. den «bench-mark» de måles mot, nemlig industri- eller totalindeksene på børsen.

FORHOLDET EIERNE – DAGLIG LEDELSE

Da er vi allerede ved kjernen i *Good Corporate Governance*. Hvilket sett av regler sikrer at det er en sammenheng mellom eierens ønsker for deres kapitalinnskudd og eierskap og lederens makt over den daglige forvaltningen av eiernes verdier? Internasjonal Corporate Governance Network¹ har formulert dette i en setting:

Corporate Governance is about Bridging the Gap between Corporate Management and Shareholders.

På denne broen står styret – for ikke å si: Styret *utgjør* denne nødvendige broen. Problemet slik det oppsto i USA i 1920 og 30-årene, og som fortsatt eksisterer, særlig i mange nye bedrifter på Oslo Børs og ellers, er at eierne holdes utenfor og på avstand helt til man trenger mer penger. Kommunikasjonen mellom bedrift og eiere er ofte svært mangelfull. Som en tidligere sjef noe oppgitt pleide å uttrykke det: *Det tar akkurat 15 minutter fra et nytt styre-medlem er kommet inn i styrevernet første gang, til han eller hun er fullstendig på leders side.* Med styret på sin side kan ledelsen innhente de formelle fullmakter den ønsker for å få realisert sin målsetting, så lenge kapitalen strekker til.

Agentproblemet oppstår. Hvem oppfattes ledelsen (og styret) å være agent for? Hvordan avveier man hensynet mellom egne og eiernes målsettinger, mellom hovedaksjonæren og flertallet av aksjonærer, eller hensynet til ansatte og kunders interesser?

Bankinvesteringsfondets årsberetning for 2000 illustrerer dette dilemmaet på en

meget interessant måte. Merita Nordbansen la som kjent inn et bud på Kredittkassens. Et salg av Statens Bankinvesteringsfonds aksjer i Kredittkassen vil etter dette være i strid med de retningslinjer Regeringen og Stortinget har trukket opp for Bankinvesteringsfondets virksomhet og for det statlige eierskapet i bankene, skrev Finansdepartementet som svar på tilbudet. Aksjene var altså ikke til salgs. Det hadde Stortinget vedtatt. Høyere opp kommer man vel ikke i Norge?

Om styrets rolle skriver fondet videre: *I uttalelse av 20. oktober 1999 fra styret i Kredittkassen om tilbudet fra Merita Nordbansen meddelelse styret at det vurderte tilbudet som «positivt for Kredittkassens kunder og for de ansatte i selskapet». Styret anbefalte «etter en samlet vurdering aksjonærene å akseptere tilbudet innen utløpet av tilbudsfristen».*

Og videre skriver Bankinvesteringsfondets styre: *Samtidig tiltrakk tilbudet på Kredittkassen seg omfattende interesse, både i kapitalmarkedet, det politiske miljø, i media og i allmenheten. En avklaring av bankens eiersituasjon ble ansett som ønskelig og nødvendige, og en beslutning vedrørende Bankinvesteringsfondets 34,6 % aksjepost ville i denne sammenheng ha avgjørende betydning.*

EIERNE MÅ IKKE BEGRUNNE SINE VALG

Mange vil si at situasjonen var avklart – Stortinget hadde sagt sitt. Styret/ledelsen hadde kanskje ikke hørt, eller visste de bedre? Var hensynet til kunder og ansatte viktigere enn forholdet til eierne? Var kundene, ansatte, styret/ledelsen, politikere eller mediene pådriverne for at eiersituasjonen igjen burde avklares. Burde hovedaksjonæren ha vist mer handtekraft og

skiftet ut styret? Hvor sterk var den politiske forankringen? Var det riktig og nødvendig å selge banken ut av landet? Historien får dømme. Hadde ikke eierne i Storebrand sagt nei til *Christiania-fusjonen* et par år før, hadde vi kanskje hatt en sterkere, nordisk finansinstitusjon med hovedkontor i Norge...? Scenarioet illustrerer at eierne bestemmer aktivt og passivt og ikke trenger begrunne sine valg, selv ikke når de ombestemmer seg.

Historisk sett tok dette av i den forstand at lederens personlige økonomiske insentiv og ønske om å bli en stor leder og få betalt betalt best lot seg realisere ved at bedriften man ledet, ble stor. Størrelse ble en målsetting i seg selv fordi det ga flere ansatte og større ansvar, som igjen ga grunnlag for krav om høyere personlig godtgjørelse, som kunne bli innvilget nesten uten hensyn til eiernes krav om lønnsomhet. Siden eierskapet tidligere var svært spredt, lot dette seg gjennomføre uten motstand. Fra 1983 til 1993 steg lederlønnene i børsnoterte selskaper i USA med 70 %, mens reallønnene for de ansatte i beste fall forble på samme nivå og sysselsettingen i de samme bedriftene stagnerte.²

I Norge har vi sett det samme. Bedrifter med betydelige ressurser, men begrenset mulighet til å ekspandere innenfor egen bransje i Norge tok til å kjøpe opp virksomheter i andre bransjer, først i nærmiljøet – senere i helt andre deler av landet. Svært mange norske og internasjonale bedrifter som i dag er store i sine markeder, er blitt store gjennom konglomeratstrategier utformet av lederne – ikke eierne. I mange tilfeller har dette gitt god avkastning som følge av billige oppkjøp og tilført god drift – til glede for kjøperens eiere.

En investor ønsker etter hvert selv å sette sammen sin investeringsportefølje og kontrollere sin risikoprofil. Etter hvert som det profesjonelle forvaltermiljøet har vokst frem, er det blitt vanskeligere og vanskeligere for sterke ledergrupper å ignorere eiernes krav til avkastning og en klar, fokusert industriell strategi for virksomheten. Evalueringen skjer daglig over børs. Kursene faller. Investorer skyr unna aksjer med uklart risikoprofil, mangelfull informasjon til eierne og en ledelse som ikke fokuserer på stadig forbedring av driften.

HØY EGENKAPITAL GIR FALSK TRYGGHET

Overkapitalisering er også et spenningsområde mellom eiere og ledere. Den som ikke styret og ledelsen klarer å sysselsatte eiernes kapital bedre enn eierne selv, vil investoren ha overskuddskapitalen tilbake. Kåre Valdebrok ga i Aftenposten 2. desember i fjor en illustrasjon på hvordan et selskap kan falle for eget grep:

Akter hadde drept tungt i sjøen lenge da Røkke slo til. Uten nye ideer hadde selskapet brukt flere år på å slanke balansen. Slank var den blitt, men til gjengjeld struttet pengeskapet av kontanter. Et selskap som oppfører seg slik, fortjener å bli raddet.

For ledere uten tilstrekkelig finansiell forståelse for hvordan investorer tenker, kan høy egenkapital og betydelig overskuddslikviditet gi falsk trygghet. Akers ledelse og styre er ikke de eneste som har fått erfare dette.

Corporate Governance dreier seg altså om eiernes rolle i selskapene. Trenden internasjonalt og etter hvert også i Norge dreier i retning av at eierne forlanger større

innflytelse over hvordan deres verdier skal forvaltes. Eierskapet er etter hvert også blitt mer konsentrert. Institusjonelle investors eierandel er i USA vokst fra under 10 % tidlig i 1950-årene til 45 % tidlig i 1990-årene.³ Eierens mulighet for innflytelse har økt. Noen snakker sammen ...

Temat er så viktig at de store internasjonale organisasjonene mener God Corporate Governance vil være en av de viktigste grunnpillarene for økonomisk ressursovervalning i det 21. århundret.

OECD⁴ vedtok i 1999 et regelsett rundt følgende hovedtema:

- The rights of the Shareholders
- The equitable treatment of Shareholders
- The role of Stakeholders in Corporate Governance
- Disclosure and Transparency
- The responsibilities of the Board

Det ble fokusert på *eierens rettigheter*. Land etter land utformer nå anbefalte normer for God Corporate Governance for å veilede sine bedrifter inn i en ny internasjonal kapitalmarkedskultur der investormiljøene er konger. De forvalter kapitalen og konkurrerer på sin arena om å forvalte den økende mengden av pensjonskapital.

KONKURRANSE OM PENSJONSKAPITALEN

Det var jo også pensjonsfondene som først satte søkelyset på problemstillingen rundt eiermakt og innflytelse. *CalPERS* (et av de største pensjonsfond i California) hadde sett seg lei på hvor lite styret fokuserte på lønnsomhet, informasjon til eierne og til eierens synspunkter på forvaltningen av deres betydelige midler. De laget derfor

sine *investeringskriterier* og gjorde dem kjent. Dermed var konkurransen om de betydelige investeringsmidlene til CalPERS i gang. Der viste seg at slike krav til bedriftene også ga CalPERS bedre avkastning for sine pensjonister. Dermed spredte ideen om investortrav seg videre i forvaltermiljøet. Noen myndigheter fulgte opp med viktige undersøkelser og utredninger. Den mest kjente er Cadbury-komiteen⁵ i UK, som egentlig skulle undersøke rapporteringene rundt London Stock Exchange, men som kom ut med flere anbefalte forslag til forbedringer av selskapers informasjon og rapportering til sine eiere og potensielle eiere, markeder generelt.

De mest toneangivende *rapportene* som hittil er kommet ut om Corporate Governance, er:

- ERISA law (fund managers to vote and to act with care) USA 1974
- Cadbury Report, London Stock Exchange Dec 92
- Guide for better control and transparency, Stockholm, mars 1993
- Greenbury Report on board/key executive remuneration
- Blue Ribbon Report on audit committees
- Centre for Euro. Policy Studies (i.e. shareholder consensus) 1995
- Hempel Report (i.e. owners long term perspectives) 1998
- OECD Principles of Corporate Governance 99
- Vienot Report on annual board evaluations, Paris 1999

EIERFORUMS 10 BUD

Her i Norge har bl.a. PricewaterhouseCoopers i all beskjedenhet engasjert seg

med styreseminarer og utgitt to bøker om styrets rolle, *Styreboken* (1999) og *Styrebordet* (2000).

Det viktigste initiativet så langt er imidlertid *Eierforums 10 bud for godt styrearbeid*. Eierforum er en uformell gruppe investorer som består av de største institusjonelle investorene i Norge med aksjefondene og livsselskaper i spissen.

Deres 10 bud er som følger:

1. Styret skal ta føringen vedt. strategi/strategiske veivalg for selskapet. Forutsetning for en god strategi skal være veldefinert i selskaps vedtekter.
2. Styret skal følge opp ledelsen, ansette adm.dir., samt kontrollere, motivere og evaluere ledelsen
3. Styrets rolle skal bygge på prinsippet om uavhengighet i forhold til administrasjonen
4. Styrets rolle skal bygge på prinsippet om likebehandling og ansvarlighet overfor alle aksjonærer.
5. Ved oppkjøps- og restruktureringssituasjoner påhviler det styret særlig akt-somhet slik at samtlige aksjonærers verdier og interesser blir ivaretatt.
6. Styret skal påse at selskapet drives på grunnlag av en optimal kapitalstruktur. Egenkapitaltransaksjoner, herunder emisjonsfullmakter, skal være vel begrunnet når det gjelder omfang, form og valg av tidspunkt. Utbyttepolitikken skal være fornuftig.
7. Selskaps aksjer bør være fritt omsettelige. Aktiviteter som styrer likviditeten i selskaps aksjer, vurderes som positive og bør baseres på prinsippet: En aksje – en stemme.

8. Styret bør på selvstendig grunnlag sørge for riktig sammensetting vedtørene kompetanse og formidle dette til relevante aksjonærorganer.

9. Styret bør jevnlig evaluere seg selv og hvordan de har nådd sine mål. Styret og administrasjonens kompensasjon bør i form og størrelse reflektere deres ansvar og bidrag til den langsiktige verdiskapningen.

10. Styret skal påse at selskaps informasjonspolitikk er slik at det blir offentliggjort korrekt, utfyllende og tidstilig informasjon om selskapet.

Eierforum har som PwC satt søkelyset på styrets rolle. Deres krav om styrets opptraden har fått relativt god dekning i pressen, og medlemmene benytter sine 10 bud aktivt overfor selskapene.

UAVHENGIG KAPITALMARKEDSPANEL?

Oslo Børs og Kredittilynet er også opptatt av disse problemstillingene. Begge forvalter et lovverk som selv sagt ikke kan eller bør detaljregulere alle deler av næringslivets opptraden. Lovverket må gi aktørene et handlingsrom og grunnlag for seljustis. Sammen med *Norske Finansanalytikeres Forening* arbeider man nå med å utforme et mulig normverk for God Corporate Governance i Norge. Det er i denne forbindelse reist spørsmål om det norske markedet trenger et uavhengig kapitalmarkedspanel som kan veilede og ikke minst korrigere selskapers uheldige opptraden gjennom offentlige uttalelser og mulige insentiv ordninger for god og dårlig opptraden. Best effekt har likevel investerens opptraden. Den tradisjonelle «stem-

me med føttene» – dvs. selge aksjene uten å fortelle selskapet eller offentligheten hvorfor, har hittil ikke gitt aktørene tilfredsstillende tilbakemelding og mulighet for endret oppreden.

Internasjonale nettverk som f.eks. *International Corporate Governance Network* (ICGN) øver daglig press på bedriftenes styrever og ledelse bl.a. i retning av mer åpenhet eller *transparency* og for å få flere viktige saker frem for generalforsamlingene.

Ett av ICGN's klare budskap er at *stemmeretten skal brukes*.

– *the share vote is an asset to be used to protect and further the shareholder's interests*

Derfor arbeider de også for at alle aksjonærer skal få tid og mulighet til å vurdere de sakene som fremlegges, og faktisk delta i stemmegivningen direkte og ikke gjennom fullmakt gitt til styret på forhånd. En slik policy innebærer krav om:

- lengre innkallings tid til generalforsamlingene
- bedre begrunnelser for de vedtak som fremmes
- mulighet for å følge møtet over Internett
- mulighet for å delta i stemmegivningen direkte over Internett

Når man kan sende sine penger til en bestemt mottaker over Internett, kan man selsvagt rent teknisk få avgitt sin stemme til en bestemt generalforsamling over det samme mediet. Store internasjonale konserner notert på flere børser vil her selsvagt måttet gå foran, men temact er i høyeste grad aktuelt for mange av selskapene på

Oslo Børs, der den internasjonale eierandelen er rundt en tredjedel.

PRAKSIS I ANDRE LAND

Våre naboland er også aktive. Særlig Ak-sjesparenes Riksforbund* i Sverige har med sitt regelverk for god eiersstyring vist stort engasjement i det offentlige rom og fått stranset store fusjoner og emisjoner som har inneholdt forslag de mente ikke var i aksjonærenes interesse. Forbundet var tidlig ute og fylte nylig 35 år.

Norby-utvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark er en meget omfattende og god rapport, som også inneholder «Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark». Begrepet Corporate Governance er her definert som:

De mål, et selskap styres etter, og de overordnede prinsipper og strukturer, der regjeler samspillet mellom ledelsesorganene og selskapet, eierne samt andre, der direkte berøres af selskabet's dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabet's "interessenter"). Interessenter omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund.

I Tyskland har man utarbeidet «Scorecard for German Corporate Governance». Det interessante her er bruken av *styrerutvalg* nedsett av generalforsamlingen. Det er en økende tendens til bruk av slike underutvalg, særlig i store selskaper. Enron-skandalen kan også her brukes til å understreke behovet for slike fag- og kontrollutvalg for å sikre styret en grundig, uavhengig behandling av kompliserte tema for styrevedtak fattes.

GRUNDIGE KONTROLLKOMITEER

I Norge er kontrollkomiteene stort sett avvildet alle andre steder enn i bank og forsikring. Komiteene er dessuten lite påktert av aksjonærene. Det er min erfaring at kontrollkomiteene gjør en meget grundig jobb og ofte kjennet bedriften bedre enn styret. De bruker også mer tid enn styret på å gjennomgå sakene i ettertid. Ved kriser som etter UNI Storebrands oppkjøp i Skandia blir kontrollkomiteens rolle bedre synliggjort og trykt til alles bryst.

Ulempen ved dagens organisering i Norge er at styret og kontrollkomiteen ikke har felles medlemmer. Den internasjonale tendens er at noen av styrets uavhengige medlemmer supplert med eksterne fagfolk påtar seg å overvåke deler av styrets arbeid og mer grundig gjennomgå de saker som administrasjonen fremlegger, før felles styrebehandling og vedtak i plenum.

Typiske komiteer internasjonalt er *Audit Committee*, *Remuneration Committee* og *Nomination Committee*, men også *Market and Credit Risk Committee* og *Personnel Committee*.

Mange selskaper i Norge benytter bedriftsforsamlingens formann som leder av *valgkomiteen* som innstiller kandidater til generalforsamlingen. Dette er bra, men kandidatens navn og bakgrunn er sjelden kjent før møtet. Det er heller ikke kjent hvilke kriterier man søker å sammensette styrende organer etter. Riktig nok er det praksis å informere de største aksjonærene om hvilke navn man vil foreslå, slik at man kan «medlegge veto» på sterkt uønskede personer. Alternative kandidater eller kriterier for valget er omtrent

helt fraværende. Derav kritikken av det virtuelle nettverket «Guttekubben Grei».

Bruken av «Audit Committee» eller et *regnskapsutvalg* er sannsynligvis noe elerne eller Børsen vil kreve også i Norge. Den informasjon som tilflyter aksjemarkedet, har i den senere tid vært i god stand for stor debatt mellom Børsen og selskapene og til og med ukelang suspensjon (*Options*). Det er selsvagt styrets ansvar hva som sendes ut av informasjon fra bedriften. Et uavhengig regnskapsutvalg utgått fra styret vil ha som oppgave å kvalitetssikre at alle berømlinger og annen informasjon som ledelsen sender ut eller presenterer for offentligheten, stemmer overens med den interne virkelighet. Utvalget gjennomgår alle regnskaper og noter og evaluert revisors rapporter. Etter Enron ser flere og flere selskaper behov for en slik gjennomgang utført av uavhengige, faglig kompetente styremedlemmer.

NYTTIG MED KOMPENSASJONSUTVALG

Et *kompensasjonsutvalg* kan i mange tilfeller være tjenlig for å unngå noen av de ekssesser man til og med kan observere i seriøse bedrifter. Med *dotcom*- og andre start-up-selskaper fikk bruken av *aktylopsjoner* for alvor en betydelig utbredelse, slik at disse kapitalfartige selskapene kunne tiltrekke seg ansatte og til dels leverandører mot oppgjør i aksjer med en forhåpentlig høy fremtidig verdi. Dette økte også utbredelsen av opsjoner i mer etablerte bedrifter. I mer modne bedrifter er bruken av store *pensjonsutbetalinger* og *fallykkeligheter* ved frivillig og ufriwillig fratrøddelse og «gouden handshakes» ved tiltrøddelse økt i omfang og i enkelte tilfeller også i Norge

fått så uimelige utslag at avtalene er blitt reforhandlet eller kansellert.

Ejerne har i liten eller ingen grad hatt innflytelse eller kjennskap til avtalenes omfang før i ettertid. Internasjonalt er derfor kravet om at styret nedsetter et kompensasjonsutvalg, blitt met og met utbredt. Et slikt utvalg består av uavhengige medlemmer, som får i oppgave å etablere regler for og overvåke at bedriften har et *avlønnings-system*, inklusive eventuelle aksjeopsjoner, bonus, fastlønn, pensjoner og andre goder, som sikrer at bedriften kan tiltrekke seg de dyktigste ledere, fagfolk og medarbeidere, og at disse avlønnes i tråd med eiernes langsiktige interesser for verdiskaping. Kriteriene for slik avlønnning gjøres kjent for ansatte og eiere i årsberetningen. Det samme gjelder hvilken godtgjørelse styret og de ansatte har mottatt fra bedriften, herunder hva aksjeopsjonsordningene for den enkelte *koster* bedriften. Utvalget bør dessuten overvåke alle økonomiske forhold mellom bedriften og ansatte/tillitsvalgte, inkludert praksis ved reiseoppgjør (sjefen setter standarden), lønneforhold, handel i selskapets aksjer osv. Sist, men ikke minst, bør utvalget følge med på *økonomiske transaksjoner* mellom bedriften og andre bedrifter eller organisasjoner. Ledere og tillitsvalgte har et nært forhold til. Utvalget bør etablere regler som sikrer at ledere og tillitsvalgte ikke driver kortsiktig *handel i bedriftens aksjer*, men opptrer som langsiktig investor i tråd med de øvrige aksjonærens interesser.

Kompensasjonsutvalget bør også kunne tildeles oppgaven med å påse at bedriften har tilstrekkelig *kompetanse og ledelseskapasitet* på alle plan i bedriften, og ikke minst påse at bedriften har flere kvalifiserte *interne kandidater* til å overta når topplede-

ren fratrer. Dersom styrelederen ikke er fast medlem av utvalget, bør han eller hun tiltre utvalget når bedriftens lederkompetanse vurderes.

AVSLUTNING

Avslutningsvis vil jeg vise til en interessant artikkel i The Wall Street Journal Europe 26. mars i år om *hva aksjeopsjoner egentlig koster* aksjonærene. Artikkelen har selvsagt sin bakgrunn i Enron-skandalen, som har gjennomgått debatten om hvordan aksjeopsjoner bør bokføres og offentliggjøres. Enrons tidligere CEO, Jeffrey Skilling, sa ved kongresshøringen tidligere i år at selskapet hadde utstedt aksjeopsjoner i den hensikt å redusere Enrons bokførte lønnskostnader og slik forbedre resultatene.

Andre bedrifter som Microsoft, Oracle og 50-60 andre ser at Federal Reserve, institusjonelle investorer og revisjonsfirmaene kan true dagens opsjonsordninger dersom de får gjennomslag for at *kostnadene* ved slike ordninger skal synliggjøres på en bedre måte enn i dag i selskapenes regnskaper.

Tilhengere av aksjeopsjoner mener at de ansatte, som gjennom sin arbeidsinnsats og kreativitet skaper verdier for alle aksjonærer, gjennom opsjoner får andel i denne verdiskapingen, som ellers bare blir beholdt dem som allerede har penger i investerte. Motstanderne mener de ordninger som har fått utvikle seg gjennom 1990-årene, har ført til en kultur preget av uansvarlig grådighet og tøying av regnskapsprinsippene for å forbedre de kortsiktige, bokførte resultatene.

Enron utstedte i 2000 aksjeopsjoner for 155 millioner USD. Hadde kostnadene vært bokført, ville resultatet ha falt ca. 8 %, ifølge avisen. Av Standard & Poor's 500 var

det bare to, Boeing Co. og Winn-Dixie Stores Inc., som synliggjorde kostnadene ved sine aksjeopsjoner i regnskapene for 2000. Årsaken til denne valgfriheten skyldes at IT-lobbyisten i 1993 «vann» over Financial Accounting Standard Board (FASB), som i april det året vedtok å anbefale lovgiverne å innføre en ny regnskapsstandard for opsjoner. Bakgrunnen var at de store revisjonsfirmaene tidlig i 1980-årene hadde anbefalt FASB å innføre regler som synliggjør at aksjeopsjoner bare er en annen form for lønnskompensasjon og derfor burde utgiftsføres. I tillegg hadde Black og Scholes utviklet modeller som tidlig i 1990-årene ble tatt i bruk for å beregne verdiene av fremtidige opsjonsordninger. Forslaget resulterte i betydelig motstand, demonstrasjoner og lobbyvirksomhet fra Silicon Valley-baserte selskaper, som mente at nye regnskapsregler ville stanse utviklingen av nye teknologibedrifter. Mange institusjonelle investorer gikk også imot – muligens noe kortsiktig motivert? Opprøret truet på et tidspunkt hele FASBs eksistens og resulterte i at FASB i slutten av 1994 trakk forslaget og i stedet anbefalte bedriftene å vise effekten i notene.

Siden 1999 har *Allan Greenspan* igjen aktualisert dette temaet ved å synliggjøre at manglende utgiftsføring av de betydeli-

ge opsjonsordningene som ble innført i siste halvdel av 1990-årene, har influert amerikanske selskapers regnskapsresultater (S&P 500) til en vekstrate på 12 % p.a. rapportert, mot 9,4 % p.a. dersom opsjonene hadde vært utgiftsført. I 2000 alene ville resultatene for S&P 500 vært 13,8 % lavere enn rapportert. Her står sterke krefter mot hverandre. Utvalget av den formvede disputt er derfor vanskelig å forutsi – ikke minst hvilken *tid* det kan ta før spørsmålet om *eventuell* ny standard blir avgjort. Faglig fornuft er jo ikke enerådende i spørsmål der fordeling av store verdier er involvert.

Corporate Governance – Bridging the Gap between Corporate Management and Shareholders – er altså mangfoldig og i høyeste grad en levende debatt om verdiskaping, makt og fordeling i næringslivet. □

NOTER

1. www.icgn.org
2. Trygve Gulbrandsen: Int. forskning om eierskap og kontroll i privat næringsliv, 1999
3. samme som 2
4. se www.oecd.org
5. Cadbury
6. www.aktiespararna.se
7. www.corporategovernance.dk