

Corporate governance – i et nøtteskall

B. Espen Eckbo, professor, Tuck School of Business at Dartmouth*

Denne artikkelen gir en kort historisk oversikt over sentrale temaer innen dagens corporate governance-debatt. Tråder trekkes tilbake til kontraktsforhold især i de amerikanske og europeiske kapitalmarkedene fra sent på 1800-tallet og fram til i dag. Artikkelen fremhever behovet for beskyttelse av minoritetsaksjonærenes interesser, og viser til diverse kontraktsmessige systemer og markedskrefter som medvirker til slik beskyttelse. Dagens debatt gjelder spørsmålet om hvordan corporate governance-systemet bør utformes, og skjøt fart etter de mange og alvorlige selskapskandaler de siste årene. Artikkelen gir hovedpunkter og økonomiske resonnementer i debatten, og den avslutter med anbefalinger og mulige merkesaker for et aktivt pensjonsfond som er opptatt av å beskytte sine finansielle interesser på lang sikt.

1 Corporate governance-systemet

1.1 Definisjon

«Corporate governance» er et samlebegrep for eierskapsutøvelse og virksomhetsstyring. Siden begrepet er så mye brukt internasjonalt, og også brukes av Norges Bank om arbeidet med eierskapsutøvelse, blir det brukt uten norsk oversettelse i denne artikkelen. Begrepets innhold er imidlertid gitt ved følgende definisjon:

Et selskaps corporate governance-system er definert som summen av de beskrankninger selskapets interne organisasjon og eksterne kapitalmarked, samt rettsystemet, legger på muligheten for selskapets insidere til å beslaglegge verdier fra minoritetsaksjonærene.

Insidere er her personer som kan påvirke eller avgjøre selskapets disposisjoner. Det gjelder selvsagt toppledelsen og styremedlemmer, men også store eiere og kreditorer. Med beslagleggelse menes en verdioverføring til insiderne uten adekvat kompensasjon – også kjent som ekspropriasjon. Ekspropriasjon kan ta mange former, fra regelrett flytting av aktiva ut av selskapet til utenforstående selskapsstrukturer eiet av insidere (såkalt «asset tunnelling»), til tilsynelatende legitime transaksjoner, men hvor insidere sitter på begge sider av bordet (såkalt «related party transactions»). Ekspropriasjon dekker også overbetaling av ledere og andre ansatte.

Et selskaps corporate governance-system kan med dette forstås som styringssystemet eller styringsstrukturen i selskapet, med særlig vekt på den strukturen som er etablert for å skape dialog og regulere ansvarsforhold mellom selskapsledelse og aksjonærer. Som definisjo-

nen indikerer, spiller både interne og eksterne markedskrefter en viktig rolle i å bestemme hvilke muligheter og insentiver insiderne har til å foreta disposisjoner som effektivt eksproprierer minoritetsaksjonærenes verdier.

1.2 Aksjeselskapets utvikling

Corporate governance-debatten har røtter tilbake til utviklingen av aksjeselskapet som juridisk objekt for mer enn hundre år siden. Aksjeselskapsformen – et selskap med begrenset ansvar og hvor eierinteressen kan omsettes i form av aksjer – rangerer i dag som kanskje den viktigste organisatoriske nyvinningen i selskaps-historien. Utviklingen mot aksjeselskapsformen skjøt fart bl.a. gjennom finansieringen av skipene til de store handelsselskaper i Storbritannia og Holland som opererte i «Øst-India» (dvs. India, Kina og dagens Indonesia) allerede på 1600-tallet.

Med begrenset ansvar fikk aksjeinvestorene muligheten til å spre risikokapitalen over flere selskaper samtidig, og derved redusere totalrisikoen i investeringen. Med organiserte aksjemarkeder ble investeringen likvid. Resultatet var en betydelig reduksjon i markedets risikopremie, med en tilsvarende reduksjon i selskapets kapitalkostnad – og en fenomenal økning av effektiviteten i samfunnets ressursallokering.

I og med utviklingen av aksjeselskapsformen, samt avledede former for egenkapitalinstrumenter (især såkalte preferanseaksjer), var det ikke bare børsnoterte selskaper som fant billigere finansiering. Risikovillig kapital ble også i høyere grad tilført selskaper helt i startfasen (såkalt «venture capital»). Ikke overraskende viser forskningen derfor en klar sammenheng internasjonalt mellom utviklingen av et lands egenkapitalmarkeder og landets økonomiske velstand.

*B. Espen Eckbo er professor i finansiell økonomi ved Tuck School of Business, Dartmouth College (USA), hvor han grunnla skolens Center for Corporate Governance i 1999. Denne artikkelen er skrevet i forbindelse med Eckbos engasjement i Corporate Governance-gruppen i Norges Bank Investment Management (NBIM). Forfatteren kan kontaktes via email: b.espen.eckbo@dartmouth.edu. Ytterligere informasjon om forfatteren finnes på www.tuck.dartmouth.edu/eckbo.

Takk til Ola Peter Krohn Gjessing, Else Hendel, Knut Kjær, Georg Størmer, Henrik Syse, og Runa Urheim for gode forslag og kommentarer. De meninger og synspunkter som artikkelen gir uttrykk for, er ene og alene forfatterens. Dette gjelder spesielt seksjon 6, «Merkesaker for et aktivt pensjonsfond», som ikke representerer NBIMs offisielle synspunkter eller program.

Som diverse selskapsskandaler verden over har understreket, er imidlertid ikke aksjeselskapsformen uten problemer for investorene. Problemene oppstår når corporate governance-systemet svikter. Det internasjonale corporate governance-arbeidet søker å utvikle et moderne sett av prinsipper som i størst mulig grad støtter opp under investorenes forventning om full og rettferdig leveranse under investeringskontrakten – gitt risikoen i selskapets investeringsstrategi. Det overordnede spørsmålet gjelder hvilke regler, lover og privatøkonomiske insentiver og beskrankninger som skaper et optimalt governance-system.

Hva som kjennetegner et optimalt system, avhenger av en rekke grunnleggende faktorer, inklusive et lands rettstradisjon samt politiske og økonomiske tradisjoner. For å kunne gi et perspektiv på hvilke faktorer det dreier seg om, trekkes det i denne artikkelen noen brede linjer i corporate governance-historien. Det er ikke nødvendigvis slik at ett system passer for ethvert land. Imidlertid vil den frie flyten av kapital over landegrensene i seg selv skape et press mot et sett av prinsipper som kan anvendes internasjonalt. Dette presset skaper ofte spenningsforhold mellom lokale interessegrupper og den internasjonale kapitalen som disse gruppene søker.

Forskjellen i corporate governance-systemer mellom landene er i seg selv interessant. Som beskrevet senere i artikkelen er bl.a. fremveksten av markedet for selskapskontroll – en viktig byggekloss i et system for investorbeskyttelse – et sær-amerikansk fenomen. Dette markedet fungerer svært dårlig i andre land (med unntak av Storbritannia), og i disse andre landene finner vi i stedet utstrakt bruk av aksjer med begrenset eller ingen stemmerett, ofte med familieselskaper som holder kontrollen gjennom selskapspyramider. Som kommentert under, skaper disse eierstrukturene egne typer corporate governance-problemer, og er i dag gjenstand for kritisk revurdering og endringsforslag.

1.3 Systemets svake ledd: Minoritetsaksjonæren

Minoritetsaksjonærenes rolle og interesser har stått sentralt i corporate governance-debatten fra begynnelsen. Det er to hovedgrunner til at småaksjonærer står svakt: én juridisk og én økonomisk.

Den økonomiske stammer fra insentivproblemet som skapes ved at aksjonærene sameier retten til å kontrollere selskapet. Fordelen ved at noen store aksjonærer påtar seg kostnaden ved å utøve kontroll, tilfaller alle aksjonærene – også de som opptrer som «gratispassasjerer». Rasjonelle småaksjonærer overlater til andre av selskapets eiere å betale kostnaden ved å overvåke ledelsen, med det resultat at det brukes for få ressurser på overvåkning – og færre jo mer spredt aksjonærmasse er.

Som beskrevet under, benyttet man «voting trusts»,

pyramide-strukturer i selskaper, samt konsentrasjon av aksjestemmene på spesielle «super-voting»-aksjer delvis for å omgå gratispassasjerproblemet. Dersom gratispassasjerproblemet ikke blir løst, er det i siste instans mulig å kjøpe ut småaksjonærene via et kontrolloppkjøp. Eksistensen av et velfungerende marked for selskapskontroll er derfor en viktig del av et moderne corporate governance-system.

Den juridiske årsaken til at minoritetsaksjonærene er et svakt ledd i corporate governance-systemet, bunner i at aksjonærenes kontantstrømskrav (i form av dividende eller kapitalgevinst) ikke kan beskyttes av rettsapparatet. En aksje gir en eierandel i selskapet – men ingen kontraktsfestet kontantstrøm. Hvorvidt en aksjonær kan forvente en positiv kontantstrøm, avhenger helt og holdent av kvaliteten på selskapets ledelse, og aksjonærene har selvsagt ingen rettslig beskyttelse mot at selskapet drives dårlig.

Videre er det slik at aksjeselskaper relativt sjelden henter inn ny aksjekapital – typisk kun en gang hvert tiår blant børsnoterte selskaper i USA (det land i verden hvor markedet for ny aksjekapital er mest aktivt). Det at småaksjonærer står fjernt fra ledelsens daglige aktiviteter, øker i seg selv risikoen for at insiderne setter til side hensynet til minoritetsaksjonærenes interesser i viktige selskapsbeslutninger.

Kontrasten til andre av selskapets kontraktpartnere, som for eksempel kreditorer, ansatte og leverandører, er her stor. Disse kontraktpartnerne besitter formelle krav på selskapets kontantstrøm som er beskyttet av rettsapparatet gjennom konkursloven og diverse reguleringer av arbeidsmarkedet. Denne formelle beskyttelsen, samt det faktum at selskapsledelsen nødvendigvis er i regelmessig kontakt med ansatte, leverandører og kreditorer, reduserer sterkt sannsynligheten for ekspropriasjon av disse partenes krav på selskapet.

Det er også slik at en toppleders ansettelseskontrakt kan utformes slik at lederen kompenseres direkte, dersom han eller hun må gå av etter f.eks. et kontrolloppkjøp. Det er følgelig mindre viktig (ut fra hensynet til økonomisk effisiens) for kreditorer, toppledere og andre ansatte å bruke ressurser på å overvåke selskapets aktiviteter direkte, som for eksempel gjennom styreplasser. Merk at dette argumentet ikke betyr at disse partene ikke vil ønske – kanskje til og med forlange – styreplasser for bedre å forsvare egeninteresser, utover det som følger av en ren økonomisk effisiens-betraktning.

Det faktum at aksjens kontantstrøm ikke kan gis direkte rettsbeskyttelse, samt insentivproblemet til småaksjonærene, betyr at en aksjes markedsverdi er fundamentalt avhengig av kvaliteten på corporate governance-systemet. Dette er især tilfellet i store børsnoterte selskaper uten store eiere. Forskingen bekrefter at det i praksis er en klar sammenheng mellom eierstruktur, kvaliteten på et selskaps corporate governance-system og aksjeverdien.

1.4 Fremveksten av store pensjonsfond

I og med fremveksten av store pensjonsfond – eiet av arbeidstagere i både statlig sektor og private bedrifter – er minoritetsaksjonærens stilling i ferd med å styrkes. Denne fremveksten representerer en viktig strukturell endring i internasjonale kapitalmarkeder.

I USA etablerte man allerede i 1970-årene innskuddsbaserte pensjonsordninger, hvor arbeidstageren selv i store trekk bestemmer hvor pensjonsmidlene investeres. Ytelsesbaserte pensjonsordninger, hvor arbeidsgiveren effektivt styrer pensjonsavkastningen (enten via egen fondering eller via «pay as you go»), er fremdeles den dominerende ordningen, men innskuddsbaserte ordninger er i sterk fremvekst internasjonalt. Mye av de oppsparte fondsmidlene har vist seg å tilflytte aksjemarkedet. For eksempel eier pensjonsfond og pensjonsrelaterte institusjonelle investorer i dag nær 50 % av aksjekapitalen i børsnoterte amerikanske selskaper. Andre vestlige land viser en lignende utvikling.

Fremveksten av store pensjonsfond representerer en milepæl i governance-historien. Disse fondene bidrar til å kanalisere samfunnets sparing inn i aksjemarkedet via bredt diversifiserte aksjeporteføljer, bl.a. ved å redusere andelen spart i fast eiendom, statsobligasjoner og rene bankinnskudd. Fondene tilbyr et spareprodukt som det ville koste enkeltindivider langt mer å sette opp på egen hånd. Ved å kreve (typisk ved lov) stor risikospredning i pensjonsfondets aksjeportefølje, sikres også pensjonstageren et spareprodukt hvor fluktuasjoner i aksjeporteføljens verdi kun drives av fluktuasjoner i samfunnsøkonomien som helhet, da enkeltsekskapers verdifluktuasjoner ut over dette elimineres gjennom diversifikasjonseffekten.

Pensjonsfondene samler effektivt småaksjonærens stemmer i noe som kan sammenlignes med «voting trusts» (diskutert under). Siden det typiske pensjonsfondet opptrer på vegne av minoritetsaksjonærene, og fordi mange av fondene er store nok til å finne det optimalt å bære kostnader ved å overvåke og påvirke selskapene, motvirker fondene problemet med gratispassasjerer.

Det er også en tendens internasjonalt til å gi de store pensjonsfondene en fremtredende 'talerstol' i corporate governance-debatten – som småaksjonærer ikke har tilgang til selv. Bruk av talerstolen til å fremme synspunkter på alt fra lederlønner til forsvarsmekanismer ved kontrolloppkjøp, gir større gjennomslagskraft for corporate governance-ideene. I prosessen reduseres kostnaden ved reformer. I en reell forstand har minoritetsaksjonærene derfor styrket sin stemmekraft gjennom pensjonsfondene.

2 Governance i USA – en kort historikk

2.1 Anno 1900: Fra «voting trust» til «trust busting»

Da aksjeselskapsformen oppstod i USA, var det mange som mente at det riktige ville være å innføre en demokratisk eller en representativ styreform i selskapet, med klar referanse til styreformens ellers i samfunnet. Uttrykket corporate governance stammer fra denne tiden og gjenspeiler tidens politiske reformer. Som i en demokratisk styreform var idealet at enhver aksjonær skulle ha kun én stemme, uansett hvor mange aksjer man eide. For å fremme dette idealet innførte noen delstater «voting scales». I 1836 innførte for eksempel delstaten Virginia en lov som sa at aksjonærer i industriselskaper kun hadde følgende stemmerett: én stemme per aksje opp til 15 aksjer; én stemme for hver femte aksje i intervallet fra 15 til 100 aksjer, og deretter én stemme per tyvende aksje.

Prinsippet om én stemme per aksje («one share one vote») – og ikke én stemme per aksjonær – ble imidlertid relativt raskt etablert av markedet, rundt 1850. Prinsippet medfører en plutokratisk styringsform, i og med at store aksjonærer kan kjøpe full stemmekontroll. Det ble vanlig å opprette «voting trusts», som konsentrerte og effektiviserte stemmegivningen – delvis også for å motvirke problemet med gratispassasjerer. En voting trust holdt aksjer i flere selskaper samtidig, og utstedte sertifikater på seg selv – ikke ulikt et lukket («closed end») aksjefond i dag. Sertifikateierne valgte et styre («board of trustees») som hadde i oppgave å utføre stemmegivningen. Sertifikatene ble også omsatt i organiserte markeder.

Ikke uventet utviklet styremedlemmene i voting trusts seg til å bli rene «captains of industry», med stor makt konsentrert i sine hender. Det oppstod på denne tiden store familieformuer med konsentrert eiermakt, som for eksempel Carnegie-, Vanderbilt-, og Rockefeller-familieene. Det er også fra denne tiden vi ser opphavet til betegnelsen «robber barons». Så stor var konsentrasjonen av stemmemakten at det skapte en reaksjon i form av den populistiske antitrust-bevegelsen med krav om «trust busting».

Etter at Sherman Antitrust Act ble innført i 1890, ble de fleste store voting trusts konvertert til holdingselskaper. Dette var imidlertid en formalitet som ikke endret på maktsituasjonen, og holdingselskapene ble også til slutt underlagt antitrust-lovgivningen. Således ble for eksempel Standard Oil i 1911 tvunget til å splitte seg selv opp i uavhengige delselskaper.

En annen konsekvens av antitrust-politikken var at amerikanske, innskuddsbaserte banker fikk forbud mot å operere i flere delstater samtidig. Hver delstat måtte ha

sin egen bank med eget hovedkontor lokalisert i delstaten. Det at individuelle banker ikke kunne dra nytte av de stordriftsfordeler som ligger i et flerstatlig banksystem, skapte en strukturell ineffektivitet som har preget det amerikanske banksystemet opp til i dag. Antitrust-bevegelsen kulminerte med valget av Woodrow Wilson til USAs president i 1912, men fikk en ny giv i 1950-årene.

I Europa har EU de siste tyve år i betydelig grad videreført prinsippene som ligger bak amerikansk antitrust-lovgivning.

2.2 Anno 1930: Separasjon av eierskap og kontroll

«Trust busting» førte til at selskapskontrollen gradvis ble overført til topplederne i de største selskapene. Denne konsekvensen var neppe forutsett av dem som krevde trust busting – den populistiske ideen var jo å demokratisere selskapsmakten, ikke å overføre den til profesjonelle toppledere.

Trenden mot en konsentrasjon av selskapskontrollen i hendene på relativt få insidere i de største børsnoterte selskapene har vedvart til i dag. Profesjonelle ledere vokste fram som en egen økonomisk klasse (disse hadde etter hvert typisk MBA som akademisk bakgrunn – Tuck School of Business at Dartmouth uteksaminerte det første MBA-kullet i verden i år 1900). Lederne eide kun små andeler av aksjekapitalen, slik at denne utviklingen innebar en reell separasjon av eierskap og kontroll i store børsnoterte selskaper.

Separasjonen av eierskap og kontroll skapte stor bekymring og intens debatt i USA. Et av debattens høydepunkter var den pessimistiske uttalelsen i 1930 av A.A. Berle og G.C. Means om at «[the] 'publicly owned' stock corporation in America [...] constitutes an institution analogous to the feudal system in the Middle Ages». Berle og Means spådde at aksjeselskapet som organisatorisk styreform ikke kunne overleve økonomisk. De – som mange andre på den tiden – var overbevist om at selskapets insidere hadde blitt for sterke, og at agentproblemen var blitt for kostbare, slik at man ikke lenger kunne forvente at utenforstående investorer skulle ville tilføre aksjeselskapet ny, risikovillig kapital.

Alternativet til aksjeselskapet var bruk av partnerskapsformen (også med begrenset ansvar), hvor kontrollen av selskapet er sterkere bundet til partnerne individuelt. I dag er det imidlertid åpenbart at den pessimistiske Berle-Means-spådommen var feil. Partnerskapsformen foretrekkes i dag kun for mindre selskaper, som industriselskaper i startfasen, samt for profesjonelle konsultantselskaper (advokatfirmaer, konsulentbyråer, etc.) hvor selskapets klart viktigste aktiva er såkalt «human capital» – dvs. sentrale ansatte.

Industriselskaper i startfasen benytter gjerne såkalte hybridinstrumenter, som for eksempel preferanseaksjer med relativt stor stemmemakt, som automatisk konverteres til ordinære aksjer (og «one share one vote») på det tidspunkt selskapet går på børs. Gjennom historien har investorene klart foretrukket aksjeselskapsformen for industriselskaper som vokser utover en viss størrelse, nettopp fordi denne formen gjør det billigere å hente inn risikovillig kapital.

Corporate governance-debatten fikk fornyet kraft gjennom de moderne freds-, antiapartheid- og antitobakk-bevegelsene i USA, og har også røtter i fagbevegelsen. Mange av disse bevegelsene brukte ganske enkelt nedslag (uttrekk) av aksjen som uttrykk for misnøye. I den moderne corporate governance-bevegelsen er metoden mer sofistikert: man legger press på insiderne for å restrukturere governance-systemet – hvilket til syvende og sist øker verdien av selskapet.

En tidlig eksponent for den moderne metoden er det statlige pensjonsfondet CalPERS i delstaten California. CalPERS har stått som en sterk katalysator for corporate governance-reform siden tidlig på 1980-tallet. Dette er ikke tilfeldig: graden av fagorganisering i California er større enn ellers i USA (hvor kun 13 % av arbeidsstokken er organisert i fagforeninger i dag). Fagforeningene har gjennom historien inntatt en skeptisk holdning til governance-systemet i store amerikanske selskaper. Denne holdningen reflekterer delvis forhandlingene om lønns- og arbeidsvilkår som fagforeningene står for, men også en populistisk politisk holdning til «big business» i seg selv.

Fagforeningenes holdninger har til en viss grad fått gjennomslag også i ledelsen av pensjonsfondene, hvor representanter for fagforeninger ofte sitter i styret. I senere tid har flere store pensjonsfond blitt aktive i governance-debatten, som for eksempel det nasjonale college-pensjonsfondet TIAA-CREF samt flere delstatsfond. TIAA-CREF, som har valgt en klart lavere medieprofil enn CalPERS, har også vist seg å være effektiv i å formidle sentrale aspekter av governance-budskapet.

Corporate governance er et område hvor republikanere og demokrater i USA ofte kan enes. Den relativt brede politiske enigheten om ønskeligheten av god corporate governance forklarer hvordan man etter kun seks måneders debatt oppnådde politisk konsensus om å innføre den mest radikale endring av USAs lovgivning om børsnoterte aksjeselskaper siden 1933, the Sarbanes-Oxley Act fra 2002.

2.3 Anno 1980: «Junk bonds» og fiendtlige selskapsoppkjøp

Corporate governance dreier seg i ytterste konsekvens om å fremme effektive beslutninger som maksimerer selskapsverdien. Dette gjøres ved å rydde unna diverse interessekonflikter som motvirker verdiskapningen i sel-

skapet. Disse interessekonfliktene kommer sterkest til uttrykk i situasjoner hvor maktposisjonen til selskapets insidere er direkte truet.

Den største og mest direkte trusselen i så måte er muligheten for et såkalt fiendtlig kontrolloppkjøp, hvor den sittende ledelsen og det sittende styret blir kastet etter at oppkjøpet har funnet sted. Et fiendtlig oppkjøp er desidert aksjonærvennlig – de mottar jo oppkjøpspremier typisk av størrelsesorden 50 % – men truer privilegiene til selskapets insidere. Forskningen viser også at selskapsoppkjøp generelt, og de fiendtlige spesielt, er verdiskapende for samfunnet som helhet.

Interessekonflikten mellom insidere og minoritetsaksjonærene kommer klarest til uttrykk i situasjoner hvor maksimering av selskapsverdien innebærer kraftig nedbemanning. Nedleggelse av arbeidsplasser er forståelig nok noe av det mest vanskelige og ubehagelige en leder eller et styremedlem kan måtte foreta seg. Det innebærer at man bryter bånd med ofte lojale ansatte som man har et nært forhold til, og man kan fort bli upopulær i lokalsamfunnet hvor man bor.

Ansatte som må flytte, prøver ofte å overtale ledelsen til å motarbeide oppkjøpet, hvilket setter disse i en interessekonflikt overfor eierne. Historien viser at en del ledere heller velger å innta en eierfiendtlig holdning enn å ta den personlige kostnaden ved nedbemanningsbeslutninger. Behovet for nedbemanning er størst når konkurrerende virksomhet eller teknologiske nyvinninger viser at selskapets produksjonskapasitet er for stor og må nedbygges.

Historien viser flere perioder med dramatiske teknologiske nyvinninger – fra den industrielle revolusjonen i England til datateknologien og nye systemer for telekommunikasjon på 1970- og 1980-tallet. Disse nyvinningene førte til dramatisk industriell overskuddskapasitet, med påfølgende corporate governance-problemer som forhindret nedbemanning.

Parallelt med overskuddskapasiteten som ble utviklet på 1970- og 1980-tallet, så man i Amerika en betydelig økning i tilgangen på kapital for investeringsformål. Som beskrevet tidligere ble mye av denne kapitalen kanalisert gjennom raskt voksende pensjonsfond. I tillegg vokste det mot slutten av 1970-tallet fram et eget likvid marked for standardiserte høyrisiko-obligasjoner (såkalt «junk bonds»). Denne fremveksten, som ble initiert nesten egenhendig av Michael Milken i investeringsbanken Drexel Burnham Lambert, representerte i seg selv en milepæl i utviklingen av det amerikanske kapitalmarkedet.

Junk bonds har lavere prioritet og er derfor mer risikable enn vanlige «investment grade» selskapsobligasjoner (derved betegnelsen «junk»). Junk bonds gav imidlertid investorene i markedet en mulighet til å bære en type selskapsrisiko som ligger et sted mellom vanlige obligasjoner og aksjer. Når man på denne måten øker mangfoldet i tilbudet av standardiserte verdipapirer,

øker også tilbudet av risikovillig kapital. Fremveksten av junk bond markedet forårsaket en signifikant økning i den totale kapitaltilgangen for finansiering av børsnoterte aksjeselskaper.

Mye av denne kapitaltilgangen ble benyttet av entreprenører i markedet for selskapskontroll. Tidlig på 1980-tallet var det for første gang i historien mulig å kontantfinansiere selskapsoppkjøp i multimilliard-klassen. Kontantene ble hentet via salg av junk bonds, og ble tilbudt aksjonærene i selskaper med dårlig ledelse (fiendtlige oppkjøp). Sannsynligheten for å lykkes med et fiendtlig oppkjøp er nemlig betydelig større når oppkjøperen tilbyr selgende aksjonærer kontanter i stedet for aksjer i oppkjøperbedriften. Det er flere grunner til dette, men én er at et kontantoppgjør sikrer oppkjøpsverdien bedre for selgende aksjonærer enn et aksjebytte.

I og med denne utviklingen var intet selskap immun mot et fiendtlig kontrolloppkjøp. Dette faktum representerte en viktig og reell utvidelse av aksjonærenes maktposisjon: Salg til høystbydende i et lukrativt kontantoppkjøpstilbud. Denne muligheten truet kontrollposisjonen til selskapets insidere, og medførte mottiltak fra ledelsen i form av dramatiske forsvarmekanismer, som kulminerte med den såkalte «giftpillen».

2.4 Anno 1990: Giftpillen hersker

En giftpille er et verdipapir som gir aksjonærene retten til å motta en ekstraordinær dividende fra selskapet dersom noen kjøper en betydelig (typisk 15 %) eierandel i selskapet. Kjøperen ekskluderes eksplisitt fra dividendebetalingen – og finansierer derfor i realiteten denne. Resultatet er at et oppkjøp blir dyrt, faktisk blir det uendelig dyrt med den mest vanlige formen for giftpille, som kan fornyes i flere runder mot samme oppkjøper.

Forhistorien til innføringen av giftpillen er interessant. På 1970-tallet begynte noen investorer (f.eks. T. Boone Pickens jr., gjennom selskapet Mesa Petroleum) å kjøpe opp kontroll i selskaper som de mente hadde dårlig ledelse. Oppkjøpet startet typisk med at investoren kjøpte en 10–15 % aksjepost i markedet. En slik aksjepost signaliserer typisk et nært forestående kontrolloppkjøp. For å stoppe kontrolloppkjøpet, begynte noen selskaper å tilby investoren å kjøpe tilbake aksjeposten, men da til kraftig overpris. Videre ble alle andre aksjonærer utestengt fra tilbudet om gjenkjøp av aksjer.

Et gjenkjøp av aksjer hvor andre aksjonærer ekskluderes fra å delta, er fullt lovlig i USA, så lenge styret vurderer handlingen som fornuftig ut ifra «good business judgement». I USA blir en slik transaksjon sett på som en dividendebetaling, og styret bestemmer dividenden uten å måtte innhente aksjonærenes samtykke. Overprisen utgjorde ofte beløp i hundremillioners-klassen. Overprisen betales selvsagt i realiteten av de andre aksjonærene – og ble i pressen døpt «greenmail» (med referanse til dollarens grønne farge). Motytelsen var at

investoren skrev under på en avtale om at han ikke ville kjøpe aksjer i selskapet over de neste ti år (såkalt «standstill agreement»).

Selskapsledelsen som betalte greenmail, eliminerte derved muligheten for en oppkjøpspremie for de andre aksjonærene. I tillegg betalte de via gjenkjøpets overpris også flere hundre millioner dollar av de andre aksjonærenes penger for å få stoppet oppkjøpet. Det sier seg selv at dette ikke kunne vare lenge før governance-systemet ville reagere.

For å imøtekomme kritikken samtidig som det opprettholdt forsvaret mot oppkjøperen, gjorde ledelsen av selskapet Unocal i 1983 noe som overrasket: Etter at en oppkjøpsinvestor skaffet seg 15 % av aksjene i Unocal, tilbød selskapet å kjøpe tilbake 15 % av utestående aksjer, men hvor tilbudet ekskluderte oppkjøpsinvestorens aksjepost. Dette var en effektiv «reverse greenmail» – nå var det oppkjøperen som betalte for overprisen.

I kjølvannet av Unocals «reverse greenmail» ble det skapt et verdipapir som i prinsippet gir alle aksjonærene – med unntak av dem med en aksjepost utover en viss kritisk eierandel (typisk 15 %) – retten til å motta en betydelig dividende. Rettigheten ligger latent inntil noen anskaffer seg den kritiske eierandelen. Dividenden som da blir utbetalt, utvanner verdien av aksjeposten og gjør det derfor i utgangspunktet ulønnsomt å anskaffe denne eller en høyere eierandel. Utvanningseffekten er som å ta en giftpille før et oppkjøp – oppkjøperen stryker med.

Denne forsvarsmekanismen ble fort populær: Ved slutten av 1980-tallet hadde nær sagt alle store børsnoterte selskaper i USA utstedt giftpiller (også kalt «shareholder rights plans»). Forsvarsmekanismen viste seg også å være svært effektiv. Fiendtlige oppkjøp i USA stoppet opp nesten fullstendig.

I 1985 ble giftpillen prøvet for delstaten Delawares høyesterett. Dette var et tilfelle hvor en klar majoritet av eierne av Household Inc. hadde valgt å selge sine aksjer til en oppkjøper, men hvor oppkjøperen ikke kunne akseptere de innsendte aksjene med mindre styret i Household tillot at selskapets giftpille først ble annullert – hvilket det nektet. Styret i Household nektet altså flertallet av egne aksjonærer å selge aksjen til høystbydende. I kanskje den viktigste rettsavgjørelsen i det amerikanske governance-landskapet til dags dato gav delstaten Delawares høyesterett Household-styret juridisk medhold i at det kan frata aksjonærene retten til å selge sine aksjer til en oppkjøper som styret ikke godkjenner.

Ikke overraskende svingte pendelen nå tilbake til insider-kontroll med store børsnoterte selskaper – og dette gav etter manges mening opphavet til skandalene på slutten av 1990-tallet. Reaksjonen på disse skandalene har vært å introdusere sterkere lovregulering av aksjonærenes innsyn i børsnoterte selskaper i USA (især gjennom Sarbanes-Oxley Act, 2002), samt krav om en effektivisering av systemer for valg av styrer.

Erfaringen fra USA er ikke unik. Selv om giftpiller ofte er mer uforenlig med selskapsloven i andre land (hvor diskriminering mellom aksjonærer eksplisitt er forbudt), praktiseres sterke forsvarsmekanismer verden rundt – om enn i andre former. Mens fiendtlige oppkjøp ofte forekom i USA på 1980-tallet, ble fiendtlige oppkjøp stort sett ikke observert i Europa før på slutten av 1990-tallet (Mannesmann-Vodafone-oppkjøpet i Tyskland) – dette til tross for at giftpiller ikke eksisterte på den europeiske arena på den tiden. Det samme gjelder for Canada, hvor giftpiller nå er utbredt på Toronto-børsen til tross for at det er ulovlig å diskriminere mellom aksjonærer i Canada. En canadisk giftpille er derfor en latent rettssak, noe som også kan virke avskrekkende på en mulig oppkjøper.

I dag eksisterer det en fundamental uenighet innen EU angående ønskeligheten av å begrense forsvarsmekanismer ved oppkjøp. Det er her et særlig motsetningsforhold mellom Storbritannia på den ene siden og Frankrike og Tyskland på den andre, hvor de sistnevnte har uttrykt ønske om å tillate giftpiller uten å kreve aksjonærenes samtykke. Det er i denne sammenheng relevant for EU-landene å notere seg den klart negative effekten av slike forsvarsmekanismer på det amerikanske markedet for selskapskontroll.

3 Governance-systemer utenfor USA

3.1 Pyramider og avvik fra «one share one vote»

Som nevnt innførte man i USA på et tidlig tidspunkt prinsippet om «one share one vote». New York-børsen (New York Stock Exchange, eller NYSE) motsatte seg fra tidlig av å notere selskaper som ikke fulgte dette prinsippet (NYSE-reglene ble noe myket opp i midten av 1980-tallet). Resultatet er at det er relativt få børsnoterte selskaper i USA i dag som ikke følger dette prinsippet. Et annet viktig kjennetegn ved det amerikanske governance-systemet i denne forbindelse er mangelen på såkalte pyramidestrukturer i selskaper.

Situasjonen er imidlertid en helt annen i nær sagt alle andre land (igjen med unntak av Storbritannia). Verden over ser man utstrakt bruk av spesielle stemmeprivilegier for spesielle aksjeklasser, samt pyramide-formasjoner. For eksempel ser man i Sverige – et av landene med størst spredning mellom stemmekontroll og kontantstrømsrettigheter – eksempler på aksjeklasser med 1000 stemmer per aksje. Typisk ble systemer med spesielle stemmeprivilegier utviklet for å sikre familiestyrt selskaper fortsatt kontroll i en situasjon hvor det var nød-

vendig å hente inn ny ekstern aksjekapital for å finansiere selskapets videre ekspansjon.

For å forenkle fremstillingen brukes uttrykket disproporsjonal votering til å dekke både selskapspyramider og avvik fra «one share one vote»-prinsippet. Hva er så hovedproblemet med disproporsjonal votering? Svaret sees lettest gjennom følgende pyramide-eksempel. Anta at investor A eier aksjemajoriteten (50 %) i selskap B, som igjen eier aksjemajoriteten i selskap C, som igjen eier aksjemajoriteten i selskap D. A kontrollerer altså 50 % av stemmene i D mot kun å investere i 12.5 % (0.5x0.5x0.5) av D's aksjekapital (hvilket gir kontantstrømsretten). Merk at denne differansen mellom stemmekontroll og eierskap av aksjekapitalen oppnås selv om hver aksje følger prinsippet «one share one vote». Pyramider er med andre ord et alternativ til aksjeklasser med stemmepprivilegier.

Anta nå at A bruker sin kontroll av D til å overføre aktiva fra D til A uten full betaling (gjennom såkalt «asset tunnelling» eller en «related party transaction» som forklart over). Kostnaden ved hver krone i underbetaling bæres med 87.5 % av de utenforstående (minoritets-) aksjonærene i D.

Dersom aksjonærene i D har fullt innsyn i selskapets transaksjoner og kan dele kostnaden ved et søksmål seg imellom (via «class action»- eller gruppe-søksmål), vil de effektivt kunne begrense denne formen for ekspropriasjon. Det rettslige etterspillet vil da kunne virke avskrekkende. I så fall er det fullt mulig å bruke systemer med disproporsjonal votering og samtidig opprettholde god corporate governance. Som beskrevet under er imidlertid dette idealet ikke oppfylt i mange land.

3.2 Manglende innsyn og rettsbeskyttelse

Dersom et lands regnskapspraksis gir dårlig innsyn i selskapets disposisjoner, vil transaksjoner der minoritetsaksjonærenes verdier eksproprieres, lett gå upåaktet hen. Uten innsyn kan disse transaksjonene heller ikke stoppes i ettertid. Det er ikke tilfeldig at den asiatiske valutakrisen i 1997 ble etterfulgt av en massiv flytting av selskapsaktiva til diverse insideres personlige konti. Risikoen for skadelig flytting av aktiva ut av selskapet er typisk størst i forkant av konkurs, men forekommer også i normale tider hvor insiderne oppdager at utviklingsmulighetene for et nytt prosjekt er store, og hvor prosjektet ganske enkelt overføres (evt. selges til underpris) til utenforstående selskaper eiet av insiderne.

Det er også et problem at rettssystemene i land utenfor USA ikke tillater gruppesøksmål. I et gruppesøksmål representerer saksøker gruppen av individer som under en gitt tidsperiode eide aksjen og derfor kan ha lidd skade av den påståtte ulovlige handlingen. Advokatfirmaer som spesialiserer seg på gruppesøksmål aksepterer honorarer etter «no cure no pay»-prinsippet (advokathonoraret settes ofte til 25–30 % av gevinsten om de

vinner og ingenting om de taper saken). Jo flere aksjonærer som er medlem av gruppen, jo større blir typisk summen selskapet må betale ut dersom det taper saken.

Siden selskapet som blir dømt til å utbetale summen, jo eies av aksjonærene selv (aksjonærene saksøker eget selskap), kan det stilles spørsmål ved fornuften i denne type søksmål. Imidlertid vil selskapets insidere uansett føle tapet sterkt, enten ved å bli holdt direkte ansvarlig (jf. Enron og Worldcom i USA) eller indirekte gjennom reduserte fremtidige karrieremuligheter. Siden muligheten for et gruppesøksmål kan virke avskrekkende, er det bred enighet om at gruppesøksmål styrker governance-systemet.

Videre lider noen land av korrupsjon i selve rettssystemet, hvilket øker kostnaden ved å forhindre ekspropriasjon ytterligere. Jo høyere denne kostnaden er, jo lavere prises minoritetsaksjene, og jo dyrere blir selskapets kapitalkostnad. Det følger av dette at skal man opprettholde disproporsjonal votering, må det overordnede corporate governance-systemet ha høy grad av transparens samt et velfungerende rettsapparat.

I Italia har man nylig innført en regnskapsreform for å øke investorenes innsyn i pyramider. EU anser imidlertid problemene med aksjeklasser som ikke følger «one share one vote»-prinsippet, som såpass store at man nå vurderer å gå helt bort fra disse. Videre vurderer man i EU å innføre spesielle lovreguleringer av «related party»-transaksjoner.

I Amerika har man til en viss grad unngått pyramider, bl.a. ved å forlange full konsolidering av regnskaper straks man har «kontroll» over et selskap. Som diskutert over, førte antitrust-bevegelsen til at man blokkerte visse typer holdingselskaper på tvers av delstater, hvilket også har motvirket pyramideformasjoner. Det er verd å merke seg at et land som USA, som jo har både høy grad av transparens i regnskapssystemet og muligheten for gruppesøksmål, likevel velger å avstå fra aksjeklasser med disproporsjonal votering.

4 Rettstradisjon og økonomisk utvikling

4.1 Betydningen av engelsk vs. fransk rettstradisjon

Som nevnt innledningsvis er et sentralt corporate governance-tema hvorledes man best kan beskytte de rettigheter som ligger i kontraktene selskapet utsteder, med spesiell fokus på aksjonærene. Kontraktsbeskyttelse oppnås delvis gjennom rettsapparatet, delvis gjennom økonomiske insentivsystemer som påvirker den frivillige adferden til selskapets insidere. For eksempel er det påvist at økonomiske insentivsystemer som ligger impli-

sitt i et aktivt marked for selskapskontroll, samt resultatbaserte avlønningssystemer, er svært viktige.

Forskningen har også påvist en signifikant empirisk samvariasjon mellom et lands selskapsrettslige tradisjon og graden av kontraktsbeskyttelse – og dermed kapitalmarkedets økonomiske rolle i landet. Man har her særlig identifisert to utbredte tradisjoner: (1) den engelske «common law»-tradisjonen og (2) den franske (napoleonske) «civil law»-tradisjonen.

Den engelske tradisjonen finnes i dag i mange land som opprinnelig var kolonier i det britiske imperiet, som for eksempel USA, det engelskspråklige Canada, Australia og India. Den franske tradisjonen finner man i land som har vært under særlig fransk/romersk innflytelse, som Tyskland, de skandinaviske landene, Portugal, Spania og Hellas, i mange av landene i Syd-Amerika (tidligere kolonier av Portugal og Spania), samt i Kina, Japan og Korea blant landene i Asia.

Mens lovverkets grunnleggende struktur går tilbake til tidlig i historien, blir lovverket i mer eller mindre grad oppdatert gjennom tidene. En viktig forskjell mellom den engelske og den franske tradisjonen ligger nettopp i graden av fleksibilitet hva angår oppdatering av lovverket. Dvs. at disse to rettslige tradisjonene i ulik grad reflekterer samtidens rettslige og sosio-økonomiske prinsipper og oppfatninger. Lovverket tenderer mot å være mer «up to date» der hvor løpende rettsavgjørelser brukes til å etablere ny lov (også kalt «case law»). Case law spiller en fremtredende rolle i det engelske systemet, mens det franske systemet er mer rigid i så måte.

En annen viktig forskjell mellom de to rettstradisjonene er graden av uavhengighet mellom rettsapparatet og styresmaktene. I den engelske tradisjonen brukes rettsapparatet hyppig til å utfordre styresmaktene, især i spørsmål som angår individets rettigheter og selve eiendomsretten. Beskyttelsen av eiendomsretten i England går tilbake til maktkampen mellom det engelske kongehuset og adelen. Adelen fikk tidlig eiendomsrett til store landområder (som betaling for krigstjenester) og forlangte beskyttelse av denne eiendomsretten mot kongelig ekspropriasjon. Dette var kun mulig via et rettsapparat som var tilstrekkelig uavhengig av statlige myndigheter.

I Frankrike var den historiske utviklingen en annen. Under Napoleons diktatur ble mye av adelen utradert, individets rettigheter fikk lavere prioritet i rettsapparatet, og rettsapparatet utviklet mindre grad av uavhengighet.

Forskningen har søkt å påvise i hvilken grad land med engelsk eller fransk rettstradisjon gir forskjellig investorbeskyttelse. Sentralt i denne forskningen står La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer og Vishny (1998) med et empirisk studium av 50 land med demokratisk styreform, hvor minst fem innenlandske selskaper (eksklusive banker) er notert på landets børs. For hvert land genereres en numerisk score (fra 0 til 10) i tre kategorier:

- (1) Aksjonærbeskyttelse, målt ved graden av aksjonærrettigheter, som «one share one vote», valgsystemet, majoritetsregler, forsvarsmekanismer mot oppkjøp osv.
- (2) Kreditorbeskyttelse, målt især ved kreditorenes rettigheter ved konkurs.
- (3) Rettssystemets kvalitet, målt ved uavhengighet og korrupsjon.

Resultatene viser at land med den engelske rettstradisjonen scorer klart høyest i alle tre kategorier. Videre har disse landene også høyest økonomisk produktivitet (målt ved bruttonasjonalprodukt per innbygger). Unntaket er de skandinaviske landene, som følger den franske tradisjonen, men som likevel har det høyeste bruttonasjonalproduktet per innbygger i verden. De skandinaviske landene er karakterisert ved særlig lav grad av korrupsjon, hvilket kan være en viktig faktor i disse landenes relative økonomiske suksess.

En direkte konsekvens av forskjellene i investorbeskyttelse er at aksjemarkedet i dag spiller en større rolle i land med den engelske rettstradisjon. Dette følger logisk: Når rettsapparatet gir sterk kontraktsbeskyttelse, er investorene villige til å tilby kapital via aksjekontrakter hvor stemmeretten er ubetydelig. I land med fransk tradisjon, hvor rettsbeskyttelsen er relativt svak, er de eksterne aksjemarkedene relativt små og lite utviklet. Selskapene i disse landene finansieres i høyere grad gjennom familieformuer og banksystemet. Det er også høyere grad av krysseierskap (hvor to selskaper holder aksjer i hverandre), som vanskeliggjør fiendtlige kontrolloppkjøp, i disse landene.

4.2 Tysk tradisjon: Ansatte i styret

Det er også slik at rettstradisjonen har påvirket graden av ansattes representasjon i selskapets styre. I det markedsorienterte engelske systemet gir loven relativt klart uttrykk for at aksjonærene eier selskapet, og at selskapets styre velges av aksjonærene. Styret har som sin hovedoppgave å representere eiernes interesser.

Kontrasten til den franske tradisjonen, som Tyskland er en del av, er betydelig. I denne tradisjonen snakker loven om selskapets ansvar overfor mange interessegrupperinger i samfunnet (ansatte, kreditorer, leverandører, lokalsamfunnet, staten, osv.). Aksjonærene sees på kun som én av disse interessegruppene. Styrets oppgave i dette systemet blir å balansere gruppenes ofte motstridende interesser.

I Tyskland i 1950-årene gikk man sågar til det skritt å innføre en lov om at 50 % av styreplassene i selskaper over en viss størrelse skal reserveres de ansatte i selskapet (såkalt «codetermination»). Andre land med samme rettstradisjon har også innført obligatorisk ansatte-representasjon i styret eller i andre styrende organer (i Norge har således de ansatte 1/3 av plassene i representantskapet).

Denne eksplisitte sammenblandingen av særinteresser i styret skaper interessekonflikter som kan gi grunn til bekymring fra et governance-ståsted. Hovedgrunnen er at et styre som gis den nærmest umulige oppgave å balansere de mange motstridende interessene, kan miste sin beslutningsevne og effektivitet – noe som ingen av interessegruppene er tjent med. I et moderne corporate governance-system må styrebeslutninger være forutsigbare og entydige.

Dette betyr ikke nødvendigvis at selskapets ansatte ikke bør sitte i styret. Tradisjonen med ansatte i styret er sannsynligvis kommet for å bli. Poenget er at ethvert styre må uansett samles om en relativt entydig målsetting for sine beslutninger. Det betyr at styremedlemmer som er ansatt i selskapet, også må kunne akseptere å arbeide for å fremme selskapets interesser i alle situasjoner – inklusive når det er snakk om nedbemanning. Det betyr f.eks. at styret med ansatte-representasjon inn tar en objektiv holdning til det politiske presset som ofte kommer i forbindelse med nedbemannings-beslutninger (jf. Norske Skog Union i 2005).

5 Governance-debatten anno 2005

5.1 Aksjonærrettigheter og styrevalsreform

Som nevnt over, vil markedet for selskapskontroll samt trusselen om gruppesøksmål fra investorene i vesentlig grad disiplinere ledelsen til å arbeide for aksjonærenes interesser. Disse eksterne mekanismene er imidlertid relativt kostbare. Et søksmål vil komme først etter at det er skjellig mistanke om ekspropriasjon. Da er typisk store verdier allerede gått tapt, og selskapets vekstmuligheter kan være ødelagt.

For eksempel, dagens søksmål mot ledelsen i Enron forandrer ikke det faktum at 60 milliarder dollar i aksjekapital er gått tapt i konkursen. Parmalat-skandalen i Italia, hvor milliarder ble ført ut av selskapet rett før kollapsen, gir få muligheter for utbetalinger til investorene selv om de vinner saken. Kontrolloppkjøp og søksmål vil derfor måtte representere et siste forsvar for aksjonærene.

Et moderne corporate governance-system krever god løpende styreprerentasjon for aksjonærene. Et kjernepunkt i den internasjonale corporate governance-debatten er derfor å skape voteringssystemer som billigst og mest effektivt skaper denne representasjonen. Det er i denne forbindelse fem viktige punkter på agendaen:

1: Tillat votering uten fremmøte på generalforsamlingen

Dette kan skje ved å stemme gjennom fullmakt

(proxy-voting) eller via Internett. Elektronisk votering er tillatt i USA, samt i Australia, Japan, Storbritannia og Tyskland. I EU arbeides det også med å øke muligheten for utenlandske aksjonærer til å stemme.

2: Senk kostnaden ved å foreslå alternative kandidater til styrevalg

Dette kan gjøres ved å la selskapet bære kostnaden ved å formidle disse alternative forslagene, enten direkte via selskapets egen stemmeseddel, eller via en valgkomité som har plikt til å vise fram diverse forslag til hele aksjonærmassen. Bruk av internettbaserte systemer for stemmegivning vil også kunne gi en betydelig kostnadsfordel.

3: Innfør høy standard for at et styremedlem kan godkjennes som faktisk valgt

Dette innebærer flertallsordninger, som for eksempel at et styremedlem anses valgt kun dersom et flertall av alle utestående aksjer stemmer for kandidaten.

4: Utvid aksjonærenes rett til å godkjenne og overprøve selskapets beslutninger

Her er det stor forskjell mellom de enkelte lands selskapslover. For eksempel har aksjonærene i selskaper i Storbritannia rett til å foreslå fusjoner på generalforsamlingen, samt foreslå og avgi bindende votering over visse endringer i selskapets statutter. Slike rettigheter er mer begrensede i USA. Det er også viktig å innføre krav om at aksjonærene skal stemme over diverse forsvarstiltak mot oppkjøp (for eksempel gift-piller og «staggered/classified boards», hvor kun 1/3 av styret velges hvert år), over rettede aksjeemisjoner, over utbyttepolitikken, samt over visse typer avlønningsspakker som gis ledelsen.

5: Avskjær muligheten for storaksjonærer til å misbruke stemmemakten

Dette er et klassisk problem i land med konsentrert eierskap, liten transparens i regnskapene, og med relativt svak lovbeskyttelse av minoritetsinteressene. Blant de mekanismer som kan brukes for å fremme denne målsettingen, er tilbudsplikt ved kontrolloppkjøp, avskaffelse av aksjeklasser med superstemmerett, samt krav om klar transparens i selskapets rapportering til investorene.

Disse forslagene vil, dersom de innføres, medvirke til å endre balansen mellom selskapets insidere og aksjonærene i spørsmålet om selskapskontroll. De er derfor kontroversielle. Kontroversen angår især spørsmålet om i hvilken grad man skal tillate aksjonærene å «blande seg bort i» selskapets løpende beslutningsprosesser.

På den ene siden må aksjonærene i prinsippet akseptere å delegerer viktige beslutninger til profesjonelle

ledere og styremedlemmer – det er jo grunnlaget for hele aksjeselskapsmodellen med spredt eierskap. På den andre siden har historien vist at denne separasjonen av eierskap og kontroll kan medføre kostbare interessekonflikter skapt av insiderne i selskapet. Insiderne blir fort sterke i et selskap hvor aksjonærmassen er spredt. Det gjelder derfor å finne et governance-system som gir den rette balansen mellom insiderkontroll og mer rigide «kjøreregler» for insiderne nedfelt av aksjonærene.

5.2 Motstand mot styrevalgsreform i USA

Den historiske utviklingen av aksjonærenes stemmerett i USA illustrerer godt hvor vanskelig det kan være å endre maktbalansen i aksjonærenes favør. Som en reaksjon på børskrakket i 1929 og den påfølgende depresjonstiden i USA, skapte president Franklin D. Roosevelt det amerikanske kredittilsynet (SEC) i 1934 med det formål å regulere corporate governance i børsnoterte selskaper. Som nevnt tidligere i artikkelen, kom dette initiativet i en periode hvor sterke røster (især Berle og Means) kritiserte insidernes sterke posisjon i disse selskapene som en følge av stor eierspredning.

SEC er imidlertid underlagt politisk kontroll. Styret utnevnes av politiske organer. Styremedlemmer utnevnt av politikere tilhørende det republikanske partiet tenderer mot å være «pro business», vel å merke i betydningen pro selskapsledelsen. I USA er toppledelsen i de største børsnoterte selskapene representert ved organisasjonen The Business Roundtable. Denne organisasjonen har til tider hatt sterk innflytelse på vedtak fattet av SEC.

Det er i prinsippet to alternative fremgangsmåter for aksjonærer til å påvirke styrevalg i USA. Den første er å nominere egne styrekandidater, hvilket krever en tung registreringsprosedyre via SEC inklusive utsendelse av valgmateriale og stemmesedler («proxy ballots») til de andre aksjonærene. Kostnaden er her i millionklassen, og aksjonærer som velger denne fremgangsmåten, må betale disse kostnadene selv. Denne fremgangsmåten kan derfor i realiteten kun benyttes av de aller største eierne.

Selskapet nominerer alltid et styre, og den andre fremgangsmåten er derfor å benytte stemmeseddelen som selskapet sender ut. Stemmeseddelen inneholder en liste over de personene som selskapet nominerer til styrevalg. Aksjonæren har nå to valgmuligheter i form av ruter som skal krysses av: «yes» eller «abstain» (dvs. blank). Det er ingen rute for «no». Det betyr i prinsippet at det foreslåtte styret kan velges med én stemme, dersom alle andre stemmer blankt.

Selv om valg med én stemme ville være ekstremt, er poenget at det amerikanske valgsystemet som helhet innebærer liten sammenheng mellom totalt antall stemmer og sannsynligheten for at selskapets styreforslag blir antatt. Mangelen på synlig støtte fra aksjonærene

bidrar også til at styremedlemmer føler at de er valgt primært av selskapets insidere (som stod for nomineringen) – og at de derfor utvikler spesiell lojalitet overfor disse.

SEC har fra tid til annen vurdert forslag om å tillate aksjonærene å skrive inn et konkurrerende styreforslag direkte på stemmeseddelen som sendes ut av selskapet. Dette ville spare betydelige personlige kostnader for aksjonærene og tillate åpen konkurranse. Stemmer man «yes» til det konkurrerende alternativet, stemmer man automatisk «no» til selskapets forslag, slik at styrevalget blir reelt. SEC har imidlertid hittil forkastet alle forslag om å la aksjonærene få tilgang til selskapets proxy, først i 1942, senere i 1978 og 1992, og senest igjen i 2004. I 2004-kampanjen argumenterte The Business Roundtable sterkt og åpent om mulige ulemper ved en slik valgreform. Et argument var at selskapet risikerte å sitte uten et valgt styre dersom ingen av alternativene oppnådde flertall. Dette problemet ville det imidlertid ikke være vanskelig å løse: La det gamle styret bli sittende inntil det nye er endelig valgt.

I etterkant av avslaget fra SEC i 2004 har debatten om valgsystemet i USA blitt sentrert rundt muligheten for å kreve at selskapets styrekandidater oppnår et minimum antall stemmer (i prosent av enten stemmeberettigede eller avgitte stemmer) for å anses som valgt. Minimumsgrensen er for tiden under debatt, og det strengeste kravet ville være rent flertall av berettigede stemmer (evt. flertall av avgitte stemmer). Dersom ingen kandidater tilfredsstiller minimumsgrensen, blir det gamle styret sittende til neste valgrunde.

Den amerikanske advokatforeningen (American Bar Association) debatterer i dag forslag av denne typen. Representanter for toppledere i USA signaliserer at de er imot også en slik oppmykning av valgsystemet – sannsynligvis fordi det anses å endre maktbalansen i favør av aksjonærene. I så henseende er erfaringene med den amerikanske debatten svært relevant for corporate governance-bevegelsen verden rundt, hvor maktbalansen ofte i enda sterkere grad favoriserer selskapets insidere.

6 Merkesaker for et aktivt pensjonsfond

Som det fremgår av artikkelen betyr fremveksten av store pensjonsfond at minoritetsaksjonæren i vesentlig grad har gjenvunnet sin stemme i corporate governance-systemet. Et pensjonsfond er karakterisert ved en jevn strøm av midler inn i fondet og et relativt langsiktig eierskap (som reflekterer tidshorisonten til eierne av fondet). Videre er fondet ved lov forpliktet til å spre risiko, hvilket betyr at fondet stort sett forblir minoritetsaksjonær.

Fondets forvaltningshonorar gir økonomisk insentiv til å være aktiv, fordi kostnaden spres over alle andels-haverne (og fordelene er jo der uansett). Siden fondet

sentraliserer eiernes individuelle investeringsbeslutninger, blir også kostnaden ved å være aktiv – samt problemet med gratispassasjerer – kraftig redusert.

Som den klart største gruppen av institusjonelle investorer med sentralisert forvaltning er pensjonsfondene også effektive – i den forstand at et samarbeid mellom pensjonsfond gir tyngde i corporate governance-debatten. Effektiviteten økes ytterligere ved at store pensjonsfond fra tid til annen søker å samarbeide om visse saker.

Hvor bør et pensjonsfond i dag fokusere sitt governance-engasjement? Med andre ord, hvilke merkesaker innen corporate governance gir pensjonsfondet størst potensial for positiv langsiktig finansiell avkastning? Her er syv del saker:

1: Utvetydig styrerepresentasjon

Det fremgår av artikkelen at minoritetsaksjonæren beskyttes direkte mot ekspropriasjon ved et styre som representerer aksjonærenes interesser. Dette betyr at fondet bør bruke stemmeretten til å fremme et styrevalg som resulterer i at styremedlemmene er tilstrekkelig uavhengige av selskapets insidere, og anser aksjonærbeskyttelse som sin hovedoppgave. Fondet bør i den sammenheng også arbeide for å innføre systemer som reduserer voteringskostnaden for småaksjonærer.

Videre bør fondet fremme det syn at det hovedsakelig er minoritetsaksjonærene som trenger beskyttelse gjennom styrerepresentasjon – andre kontraktsinnehavere i selskapet (ansatte, leverandører, kreditorer) får uansett sterk beskyttelse gjennom selve kontrakten, samt partenes kontinuerlige forhandlingsprosesser.

I governance-debatten synes det å være stadig sterkere enighet internasjonalt om følgende prinsipielle anbefalinger overfor styret:

- Gi noe av styrehonoraret i form av aksjer i selskapet og gjennomfør periodisk evaluering av styret
- Reduser ledelsens involvering i utvalgsprosessen for styremedlemmer
- Unngå overrepresentasjon av ledelsen i styret
- Bevisstgjør styrets rolle som representant for risikokapitalen
- Forby styremedlemmer å levere andre tjenester – direkte eller indirekte – til selskapet
- Gjennomfør prinsippet om forsiktig og åpen regnskapsføring
- Forstå og kontrollér selskapets konkurrisiko
- La styret – ikke ledelsen – stå for ansettelsen av selskapets eksterne revisor
- Vær til enhver tid forberedt på muligheten for å avsette lederen – og å måtte finne ny kandidat
- Formaliser styrearbeidet i komitéer for regnskap, avlønning og corporate governance

2: Uhindret adgang til kontrolloppkjøp

Minoritetsaksjonærene oppnår også direkte beskyttelse mot ekspropriasjon gjennom å selge aksjene til høystby-

dende i et velfungerende marked for selskapskontroll. Fondet bør derfor stemme imot statuttendringer som effektivt forhindrer slike oppkjøp og derved isolerer selskapets insidere fra markedskreftene.

Eksempler på slike forsvarsmekanismer er giftpiller, klassifisering av styret (for gjenvalg), adgang for selskapet til å gjennomføre rettede emisjoner (som utvaner stemmeretten til andre aksjonærer), utstedelse av aksjer med disproporsjonal stemmerett, og enhver form for begrensninger av aksjonærenes stemmerett under generalforsamlingen.

3: Fullt og oversiktlig innsyn i selskapets transaksjoner

Investorbeskyttelse forblir en illusjon dersom det er vanskelig for utenforstående aksjonærer å skaffe seg innsyn i selskapets disposisjoner. Dette gjelder især der det er mulighet for alvorlige interessekonflikter med selskapets insidere (dvs. «related party» og «asset tunneling»-transaksjoner). Fondet bør arbeide for opprettelse av selskapsrutiner som automatisk opplyser om denne typen transaksjoner, god intern-revisjon, samt regnskapsrutiner som følger internasjonalt aksepterte standarder for god regnskapskikk. Denne standardsettingen er i dag et viktig tema i governance-debatten internasjonalt.

4: Aksjonærkontroll med aksjeandelen i lederlønnen

Avlønningen er i prinsippet en løpende avgjørelse som et godt fungerende styre vil kunne ta seg av. Imidlertid er det erfaringsmessig sannsynlig at styreprosessen for lederavlønning må forbedres. Dette er en internasjonal problemstilling, da lønssystemer hvor aksjer eller aksjeopsjoner spiller en betydelig rolle, ble innført i de fleste industrialiserte land i 1990-årene. Aksjonærkontroll med aksjeandelen i lederlønnen er derfor blitt et eget corporate governance-tema.

Det er viktig at prosessen som brukes til å fastsette lederlønnen, ansees som legitim både av aksjonærene og av de ansatte i hele organisasjonen. «Spiraleffekten» – som oppstår når de fleste styreverter insisterer på å legge lønnen til selskapets toppleder over gjennomsnittet – er uheldig. Det er usikkert i hvilken grad aksjebaserte avlønningsystemer har bidratt til de siste tiders selskapskandaler. Imidlertid er det et faktum at mange kritikkverdige lønns pakker ble satt opp uten aksjonærinnsyn. En løsning er å kreve at store lønns pakker blir gjenstand for opplysning – og muligens avstemning – på generalforsamlingen. Det amerikanske SEC har nylig vedtatt nettopp en slik anbefaling.

I tillegg til de fire punktene over, er det en rekke områder hvor et aktivt pensjonsfond kan engasjere seg, for mer indirekte å sikre sine langsiktige interesser. Her nevnes tre:

5: Internasjonal harmonisering av aksjemarkedenes rammebetingelser

Store pensjonsfond er avhengige av likviditeten i kapitalmarkedene verden over – og bør derfor arbeide for en harmonisering av disse markedenes rammebetingelser. Dette gjelder børsens krav for notering, opplysningsplikt – inklusive insidereglement – og rutiner for å stoppe handelen. Det er i dag en trend mot privatisering og sammenslåing av enkeltlands børser, drevet av stor driftsfordelene ved systemer for elektronisk handel. Som storkunde av børsen bør et stort pensjonsfond stille seg positiv til en slik utvikling.

6: Internasjonal harmonisering av regler for kreditorbeskyttelse under konkurs

Ved konkurs blir eierskapet av selskapet i realiteten overført til kreditorene. I den grad fondet sitter som kreditor, har det interesse av å fremme et mest mulig effektivt konkurssystem. Et slikt system innebærer mest mulig bruk av markedsmekanismer for å restrukturere selskapets finansielle krav, inklusive oppkjøp, organisert auksjon, samt andre former for transaksjoner hvor selskapets insidere ikke i for høy grad påvirker utfallet i egeninteresse. Systemet krever også at flytting av aktiva i tidsrommet rett før konkursen kan omgjøres gjennom rettsapparatet – selv om flyttingen skjer over landegrensene.

7: Kampanje for god selskapsrett

Veien til maksimal langsiktig finansiell avkastning kan sies å ha tre deler: Den første er den rettslige kontraktsbeskyttelsen. Den andre er de governance-prosessen som i størst mulig grad forhindrer opportunistisk adferd av selskapets insidere. Disse prosessene setter opp positive økonomiske insentiver for aksjonærbeskyttelse. Insentivene vil imidlertid aldri fullstendig kunne eliminere risikoen for ekspropriasjon. Til syvende og sist avhenger governance-systemet også av insidernes etiske standard. For eksempel vil etiske holdninger avgjøre en insiders eventuelle beslutning om å rigge lønnsystemet i egen favør, eller om å innføre en forsvarsmekanisme mot oppkjøp når dette er til skade for aksjonærene. En bevisstgjøring om den etiske dimensjonen av corporate governance-systemet vil kunne medvirke til at insidere – i egeninteresse – reduserer denne typen opportunistisk adferd. Dette betyr at etiske hensyn og klassiske corporate governance-argumenter er komplementære virkemidler for å sikre langsiktig, finansiell avkastning.

Faglig bakgrunns litteratur

Det følgende representerer et utvalg oversiktsartikler som omhandler og utdyper – med tilleggsreferanser – noen av temaene i denne artikkelen. De historiske linjene i artikkelen er satt sammen av forfatteren. De siterte artiklene er typisk skrevet av forskere med økonomisk

bakgrunn – som forfatteren. Governance-debatten er tverrfaglig, og det eksisterer også en stor og viktig faglitteratur skrevet av forskere innen det juridiske fagområdet. Dette fagområdet er ikke dekket av listen under, bortsett fra arbeidene til Lucian Bebchuk og Mark Roe. De mer normative anbefalingene i artikkelens avsnitt 6 reflekterer den pågående internasjonale debatten.

Bebchuk, Lucian A. (2005): «The Case for Increasing Shareholder Power», *Harvard Law Review* 118, s. 833–914

Bradley, Michael, Cindy Schipani, Anant Sundaram, og James Walsh (1999): «The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads», *Law and Contemporary Problems* 62, s. 9–86

Chew, Donald og Stuart L. Gillian (eds.) (2004): *Corporate Governance at the Crossroads: A Book of Readings*. McGraw-Hill Irwin

Denis, Diane K. og John J. McConnell (2003): «International Corporate Governance», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, s. 1–36

Fama, Eugene og Michael C. Jensen (1983): «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics* 26, s. 301–325

Garvey, Gerald T., og Peter L. Swan (1994): «The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm», *Journal of Corporate Finance* 1, s. 139–174

Hermalin, Benjamin og Michael S. Weisbach (2003): «Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9 (1), s. 7–26

Holderness, Clifford G. (2003): «A Survey of Blockholders and Corporate Control», *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9 (1), s. 51–64

Jensen, Michael C. (1993): «The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems», *Journal of Finance* 48, s. 831–880

Jensen, Michael C. og Kevin J. Murphy (2004): «Remuneration: Where We've Been, How we Got to Here, What are the Problems, and How to Fix them». Arbeidsnotat, Harvard Business School og University of Southern California

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer og Robert Vishny (1998): «Law and Finance», *Journal of Political Economy* 106, s. 1113–1155
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer og Robert Vishny (2000): «Investor Protection and Corporate Governance», *Journal of Financial Economics* 58, s. 3–27
- Meggison, William L. og Jeffrey M. Netter (2001): «From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization», *Journal of Economic Literature* 39, s. 321–389
- Monks, Robert A. G. og Nell Minov (2004): *Corporate Governance*, 3. utgave. Blackwell
- Morck, Randall, Daniel Wolfenson og Bernard Young (2005): «Corporate Growth, Economic Entrenchment, and Growth», *Journal of Economic Literature* 43, s. 655–720
- Murphy, Kevin J. (1999): «Executive Compensation», i O. Ashenfelter og D. Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 3b, kap. 38, s. 2485–2563. Elsevier Science North-Holland
- Rajan, Raghuram og Luigi Zingales (2003): «The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century», *Journal of Financial Economics* 69, s. 5–50
- Roe, Mark J. (1990): «Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies», *Journal of Financial Economics* 27, s. 7–41
- Roe, Mark J. (2002): «Corporate Law's Limits», *Journal of Legal Studies* 31, s. 233–271
- Shleifer, Andrei og Robert Vishny (1997): «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance* 52, s. 737–783