

# Corporate governance och förtroende: Systemfrågorna är avgörande

HANS TSON SÖDERSTRÖM

I förra numret av *Ekonomisk Debatt* tog Stig Wester Dahl (SW) upp en diskussion kring analys och slutsatser i 2003 års rapport från SNS Ekonomiråd: *Ägarmakt och omvandling – den svenska modellen utmanad*. Han konstaterade – med rätta – att rapporten har en starkt nationalekonomisk prägel och att den med denna utgångspunkt landar i ett förord för kontraktsfrihet och självreglering på marknaden för ägarkontroll.

SW beklagar att rapporten därmed missar betydelsen av ”tillit” och ”det sociala kapitalet” när det gäller ägarsystemets legitimitet i allmänhetens ögon. Inte heller har rapporten tagit upp hur ”förtroende” kan få företagen att – istället för att konkurrera – samverka med varandra, med den offentliga sektorn och med olika organisationer i varierande nätverk. Därmed, menar SW, blir analysen i rapporten alldeles för snäv: den fångar inte den komplexa omvärld som företagen i verkligheten har att hantera.

Det är inte svårt att instämma med SW på åtminstone ett par punkter. För det första det nationalekonomiska perspektivet. Själva grundidén bakom SNS Konjunkturråd/Ekonomiråd är att låta en grupp nationalekonomer (ibland spetsad med någon enstaka företagsekonom, statsvetare eller sociolog) ge sin syn på någon viktig samhällsfråga. Deras personliga åsikter, politiska värderingar eller allmänna samhällssyn ska då hållas tillbaka; det är deras professionella analys – vad den nationalekonomiska vetenskapen har att tillföra – som ska stå i centrum. Det är detta som ska ge

rapporterna deras – just det – legitimitet i läsarnas ögon.

För det andra avgränsningen av problemställningen för att göra den hanterbar med nationalekonomiska verktyg. Det är givetvis sant att vår analys lämnar många intressanta frågor och samband utanför. Men syftet med all vetenskap är ju just att renodla och förenkla ett fåtal väsentliga samband för att kunna förstå och hantera en komplex verklighet. Att vetenskaplig analys innebär förenklningar som lämnar många förhållanden utanför är därför trivialt; den relevanta frågan är om rapporten fokuserat på väsentligheter i analysen. Och här kanske uppfattningarna går isär.

Egentligen skulle man kunna hävda att hela vår rapport handlar om ”tillit” och ”förtroende”, även om vi kanske inte använder just de orden. Det fantastiska med det moderna kapitalistiska systemet – med spritt ägande – är ju att miljontals människor är beredda att överlämna sina besparingar i främmande händer utan annan motprestation än ett löfte om att pengarna ska satsas i lönsamma projekt som de en dag ska få del i avkastningen på. Vår ekonomiska utveckling hänger på att det är möjligt att mobilisera väldiga mängder riskvilligt kapital mot utfärdande av aktiebrev (eller numera digitala registreringar i VPC-systemet). Möjligheten bygger på ”tillit” eller ”förtroende”. Men varifrån kommer detta förtroende?

Här börjar vår analys. Vi menar att basen för förtroendet måste vara ett effektivt, stabilt och respekterat regelverk. Hur ska samspelet mellan stora och små ägare regleras för att några ska vilja ta på sig hela ansvaret att utöva ägarmakten utan att kunna lägga beslag på hela avkastningen? Hur ska företagsledare kompenseras för att oförtröttligt söka – och genomföra – just de projekt som ger ägarna deras eftersträlvade kombination av förväntad avkastning och risk?

## SLUTREPLIK

Professor Hans Tson Söderström är nytillträdd vd för Handelshögskolans Executive Education i Stockholm. Han var tidigare vd för Studieförbundet Näringsliv och samhälle, SNS och ordförande i SNS Ekonomiråd 2003. hans.tson.soderstrom@hhs.se

Hur ska styrelserna sättas samman för att rätt kunna utöva sina dubbla roller att vara konstruktivt bollplank till företagsledningen och samtidigt kritisk övervakare av densamma? Vem ska anförtros ansvaret att utveckla regelverket så att en rimlig avvägning sker mellan olika intressen i samhället? Hur brett ska olika regler tillämpas? På det enskilda företaget? Alla företag på börsen? Alla företag i landet? Alla företag i EU? Det är några av de frågor vi försöker bena upp och – efter bästa förmåga – besvara.

Avgränsade frågeställningar måhända, men ändå avgörande frågor för aktiemarknadens förtroende och kapitalismens framtid. Frågor man idag brottas med i hela den utvecklade världen – och fullt tillräckligt för att fylla en rapport på drygt 100 sidor.

Vi värjer oss också för påståendet att vår analys inte leder fram till några tydliga slutsatser. Vi framför dem förstas med sedvanliga vetenskapliga reservationer. Men de finns där. Låt mig ge bara ett fåtal exempel.

Såväl teoretiska resonemang som empirisk analys leder till slutsatsen att det inte existerar något enskilt ”system” för corporate governance som är entydigt bättre än andra. Vad som är bäst beror på samhällets rättssystem i övrigt, på det finansiella systemets struktur, på förmögenhetsfördelning och ägarstruktur, på beroendet av utländskt kapital och mycket annat. Det är en stark och kontroversiell slutsats. Det betyder nämligen att många av de reformatörer som nu beskäftigt försöker att uppifrån ”modernisera corporate governance” i Europa, att ”förbättra” de nationella regelverken genom att importera regler från USA och andra länder är ute i ogjord väder. Det finns inga säkra belägg för att reformerna leder till högre tillväxt. Däremot kan de leda till att exempelvis ägarmakten försvagas till fördel för starka företagsledningar, som får utrymme

att fritt husera med företagets resurser efter eget huvud.

Ett annat exempel kan vara styrelsernas sammansättning där det numera reses krav runt om i världen på fler ”oberoende” styrelseledamöter. Oberoende tolkas då på denna sida Atlanten i relation till kontrollaktieägaren. (I USA avser oberoendet som bekant relationen till företagsledningen.) Vår sociologiska analys innebär att vi ställer oss tämligen kallsinniga till sådana propåer vad gäller den europeiska tolkningen av oberoendet. En alltför stark utspädning av kontrollägarnas inflytande i styrelsen kan leda till att den blir en tummelplats för motstridiga intressen, upphör att fungera som bollplank för företagsledningen och i slutändan inte klarar av att fatta viktiga beslut i det tempo som krävs för företagets framgång.

Ett tredje exempel gäller minoritetsskyddet och de mindre aktieägarnas intressen. I de flesta länder har de mindre aktieägarna här slagits för en likabehandlingsprincip, som bl a innebär att alla aktieägare ska få lika mycket betalt för sina aktier vid ett bud på företaget. Även här leder vår analys till en kontroversiell slutsats, nämligen att likabehandling kan vara till skada för småaktieägarna. Om alla aktieägare kan vara ”free riders” på företagets värde vid ett bud finns det risk för att avkastningen på kontrollaktieäggande blir så låg att det blir ekonomiskt ointressant att axla ägaransvaret och att ta den extra risk som en koncentrerad aktieportfölj innebär. Kontrollaktieäggandet kommer att försvinna och makten glider över i händerna på företagsledningarna, vilket knappast gynnar de mindre aktieägarna på längre sikt.

Kort sagt, det finns en mängd områden där ett populistiskt underbyggt misstroende mot dagens spelregler på marknaden för ägarkontroll kan leda till stora långsiktiga skador på syste-

met med allvarliga förluster i termer av effektivitet och tillväxt. Så blev det exempelvis efter den stora börskraschen och 30-talsdepressionen i USA. En del av den lagstiftning som forcerades fram i krisens skugga (den s k Glass-Steagall Act) fick till följd att utvecklingen i det amerikanska bankväsendet bromsades upp under flera decennier.

Vi oroar oss i vår rapport för att skandalerna på bägge sidor Atlanten nu kommer att leda till att motsvarande misstag upprepas. Delar av Sarbanes-Oxley-lagstiftningen med dess detaljerade reglering av det amerikanska näringslivets framtida villkor tyder på detta. Ett praktexempel här i Sverige är den svenska regeringens initiativ att avskaffa alla incitamentsprogram till företagsledningar i statliga företag. Kortsiktigt röstvinnande, måhända. Men på längre sikt kan det komma att stå skattebetalarna mycket dyrt. Det blir svårare att rekrytera och behålla kompetenta företagsledare från den privata sektorn till de statliga företagen. Eller också tvingas staten betala höga ersättningar alldeles oavsett om cheferna gör ett bra jobb eller inte. Ägaren/staten begränsar dessutom sina möjligheter att styra sina företag i önskad riktning utan att lägga sig i deras dagliga skötsel. Ett välriktat skott i foten, med andra ord.

Det finns förstås många företeelser i svenskt näringsliv under senare år som

inte förtjänar allmänhetens förtroende. Pensionsavtalen i ABB och incitamentsprogrammen i Skandia hör dit, men de relevanta frågorna i de sammanhangen är förstås hur ägarövervakningen av styrelsens och företagsledningens samspel kunnat vara så skral och hur revisorerna kunnat släppa igenom en rapportering som inneburit att styrelsen blivit lurad. Försäkrings AB Skandias systematiska utsugning av försäkringstagarna i Skandia Liv hör också hit, men här handlar det istället om systemfel i försäkringslagstiftningen.

Så frågan om hur allmänhetens förtroende för näringslivet och dess ledare ska kunna återställas efter de senaste årens skandaler är mycket mångfacetterad och kräver noggrann eftertanke för att inte de nya åtgärderna ska skapa värre problem än de ursprungliga. I det långa loppet måste vi försöka finna lösningar som kombinerar ett spritt och decentraliserat ägande med en stark ägarkontroll av företagen och en livaktig marknad för företagskontroll.

En huvudtes i vår rapport är just att skandalerna har skapat en farlig fokusering på kortsiktiga ordnings- och övervakningsproblem medan de verkligt stora utmaningarna för framtiden ligger i dessa långsiktiga systemfrågor. Om vi har lyckats skapa förståelse i en del kretsar för detta har vi kommit en liten bit på väg.