

Birtist í Fréttablaðinu, 3. desember 2008.

Vandi skuldugra fyrirtækja: Óhagkvæmni eða spilling Jón Steinsson

Hrun bankanna hefur í grundvallaratriðum breytt valdahlutföllum í íslensku viðskiptalífi. Ríkið á nú alla stóru bankana. Mörg fyrirtæki landsins skulda þessum ríkisbönkum meira en þau hafa burði til þess að borga. Ein stærsta ákvörðunin sem stjórnvöld standa frammi fyrir nú er hvaða leið þau ætla að velja til þess að taka á vanda skuldugra fyrirtækja.

Hér þurfa stjórnvöld að hafa tvö markmið að leiðarljósi. Annars vegar er mikilvægt að þau leitist við að skapa skilyrði fyrir hámarks verðmætasköpun í hagkerfinu í framtíð. Hins vegar þurfa þau að leitast við að lágmarka spillingu. Það sem gerir þetta mál erfitt er að þessi tvö markmið stangast á að einhverju leyti.

Í óspilltum heimi

Gefum okkur fyrst til einföldunar að engin hætta sé á nokkurs konar spillingu. Þá á stefna stjórnvalda að vera að endurmeta greiðslugetu hvers fyrirtækis fyrir sig og skrifa niður skuldir þeirra í samræmi við nýtt greiðslumat. Í þessu tilfelli á ríkið ekki að breyta skuldum í hlutfé. Stjórnvöld eru illa til þess falinn að eiga og reka fyrirtæki. Með því að breyta skuldum í hlutfé veikja þau hvata núverandi eigenda fyrirtækja til þess að hámarka verðmætasköpun í framtíðinni. Núverandi eigendur hafa hámarkshvata ef þeim er gert að greiða ákveðna upphæð (hina niðurfærðu skuld) en þeir fá að halda öllum ágóðanum af því að standa sig betur en væntingar standa til.

Í spilltum heimi

Í heiminum sem við lifum í er því miður barnaleg óskhyggja að gera ráð fyrir því að spilling sé ekki vandamál. Núverandi aðstæður eru þar að auki kjöraðstæður fyrir spillingu þar sem sérstaklega erfitt er að átta sig á sannvirði eigna. Spillingin sem ég ræði um er ekki mútupægni opinberra starfsmanna – sem blessunarlega er óverulegt vandamál á Íslandi – heldur óeðlilegir viðskiptahættir stjórnenda og ráðandi hluthafa fyrirtækja (innherja) sem hlunnfara lánadrottna og smærri hluthafa. Innherjar geta hlunnfarið lánadrottna og smærri hluthafa með því að 1) greiða sér of há laun og fríðindi, 2) láta félagið sem þeir stjórna kaupa eignir á yfirverði af öðrum félögum í sinni eigu eða eigu tengdra aðila, 3) láta félagið sem þeir stjórna selja eignir á undirverði til annarra félaga í sinni eigu eða eigu tengdra aðila.

Á Íslandi hefur spilling af þessu tagi fengið að viðgangast nánast óáreitt á undanföllum árum. Ef verulegar breytingar eru ekki gerðar á því lagaumhverfi sem ríkir á Íslandi hvað þetta varðar þá mun þessi spilling án efa halda áfram. Í þessu ljósi þurfa stjórnvöld að taka alvarlega hættuna á því að innherjar rýri verðmæti þeirra fyrirtækja sem ríkisbankarnir eru lánadrottmar í með óeðlilegum viðskiptaháttum. Tjón ríkisins og þar með skattborgara af þessum sökum gæti í versta falli hlaupið á hundruðum milljarða króna.

Hættan á spillingu af þessu tagi gerir val stjórnvalda hvað varðar vanda skuldugra fyrirtækja mun vandasamara en í óspilltum heimi. Ef stjórnvöld geta ekki reitt sig á lög og reglur til þess að halda aftur af slíkri spillingu þurfa þau að tryggja rétt sinn með því að taka þátt í stjórn félaganna. Þetta geta þau gert með því að breyta hluta af skuldum fyrirtækjanna í hlutafé.

Breyting skulda í hlutafé hefur þann ókost að það veikir hvata innherjanna til þess að hámarka verðmætasköpun. Vandi stjórnvalda felst í því að hámarks hagkvæmni samrýmist ekki lágmarks spillingu. Þau þurfa að vega og meta þessa tvö markmið og reyna að rata skynsaman meðalveg.

Er stjórnvöldum treystandi að semja?

Annað vandamál sem taka verður alvarlega er hættan á því að stjórnvöld semji af sér. Innherjarnir hafa gríðarlega hvata til þess að færa fram rök fyrir því að þeir geti sem minnst borgað. Ef stjórnvöld hefðu herskara af velþjálfuðu bankafólki sem bæri einungis hag skattborgara fyrir brjósti væri þetta ekki vandamál. En því miður er sú ekki raunin. Bankaráð ríkisbankanna voru skipuð mest megnis á pólitískum forsendum og margir starfsmenn bankanna eygja líklega framtíðarstarf hjá fyrirtæki í eigu innherjanna. Hættan á því að stjórnvöld semji af sér við skuldaniðurfærslu fyrirtækja er annað atriði sem mælir með því að stjórnvöld fái hlutafé (eða valrétt á frekari skuldbreytingu í hlutafé) í skiptum fyrir skuldaniðurfærsluna.

Skynsamleg stefna stjórnvalda

Nú er mikilvægara en nokkru sinni fyrr að stjórnvöld taki til rækilegrar endurskoðunar lög og reglur um viðskipti tengdra aðila. Þegar íslensk löggjöf er borin saman við löggjöf annarra landa kemur í ljós að íslensk löggjöf er mun hagstæðari fyrir þá sem vilja stunda óeðlilega viðskiptahætti en löggjöf í mörgum af þeim löndum sem við viljum bera okkur saman við.¹ Róttækar breytingar á þessu eru bráðnauðsynlegar.

Ríkið á – hvað sem öðru líður – að endurmeta greiðslugetu hvers fyrirtækis fyrir sig og skrifa niður skuldir þeirra í samræmi við nýtt greiðslumat *en ekki meira en það*. Hér verða stjórnvöld að tryggja eins vel og unnt er að þeir sem taka ákvarðanir um þessar skuldaniðurfærslur láti ekki undan þrýstingi innherjanna og færi skuldirnar of langt niður.

Til þess að lágmarka hættuna á spillingu og til þess að lágmarka hættuna á því að innherjum takist að fá ríkið til þess að semja af sér er líklega skynsamlegt að ríkið eignist hlutafé í skiptum fyrir skuldaniðurfellinguna. Erfitt er að átta sig á því hvar hinn gullni meðalvegur er hvað þetta varðar. Þeim mun meira hlutafé sem ríkið tekur sér í skiptum fyrir skuldaniðurfellinguna, þeim mun veikari verða hvatar innherjanna til þess að hámarka verðmætasköpun í framtíðinni.

Það er jafnframt skynsamlegt að ríkið setji lög sem banna bönkum að eiga verulega eignarhluti í rekstrarfyrirtækjum. Slík lög gilda í Bandaríkjunum og víðar. Tilgangur þeirra er að tryggja að bankar flækist ekki inn í fyrirtækjasamsteypur og fari að taka hagsmuni samsteypunnar fram yfir eigin hag. Í öllu falli er skynsamlegt að eignarhlutur ríkisins í fyrirtækjunum sem fá skuldaniðurfellingu séu færðir út úr bönkunum.

¹ Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes og A. Shleifer (2008): „The Law and Economics of Self-Dealing,“ *Journal of Financial Economics*, 88, 430-465.

Miklir hagsmunir í húfi

Hagsmunir íslenskra skattgreiðenda eru gríðarlegir hvað þessi mál varða. Eignir nýju ríkisbankanna eru um 3.000 ma.kr. Fyrir hvert prósent af þessum eignum sem ríkið gefur eftir eða rýrna í verði vegna undanskota verður afkoma bankanna lakari um 30 ma.kr og þar af leiðandi skattar í framtíðinni hærri sem því nemur.

Ábyrgð á stjórn bankanna liggur hjá ríkisstjórninni. Þegar ákvarðanir verða teknar um skuldbreytingu fyrirtækja geta ráðherrar ekki vísað ábyrgð á þeim á stjórnir og stjórnendur bankanna. Þeir aðilar starfa í umboði ríkisstjórnarinnar og þar liggur hin endanlega ábyrgð. Ráðherrar eiga ekki að geta svarað öllum spurningum um aðgerðir bankanna með innihaldslausum frösom eins og „þessar ákvarðanir voru teknar af stjórnendum bankanna á viðskiptalegum forsendum“. Hér eru það miklir hagsmunir í húfi að almenningur á kröfu á að geta velt við hverjum steini og fengið ýtarlegan rökstuðning á þeim ákvörðunum sem teknar verða.

Atburðir síðustu vikna hafa opnað augu okkar fyrir því að eitthvað mikið var að því viðskiptaumhverfi sem hefur verið við líði á Íslandi á undanförunum árum. Nú mun vonandi ganga í garð tímabil mikillar uppstokkunar og endurbóta. Það er gríðarlega mikilvægt fyrir framtíð Íslands að stjórnvöld gæti hagsmuna íslenskra skattgreiðenda af mikilli festu. Til þess þarf stjórnámálamenn með verulegt bein í nefinu sem hafa sér til ráðgjafar góðan hóp af fólki sem hefur skilning á fjármálaleikfiminum sem innherjarnir munu leggja til.