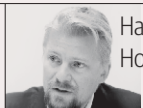


Gjestekommentar
- finansFinn Øystein
BerghHalvor
HoddevikIngvild
Borgen
GjerdeJon
MjølhusAlexandra
MorrisEspen
SirnesTrym
Riksen

Som man roper, får man svar

Energiaksjeutvalgets konklusjon smaker mer av byråkrati og politikk enn av finans.

Finans
Halvor
Hoddevik

Energiaksjeutvalget, ledet av professor Øystein Thøgersen, konkluderte forrige uke med at Oljefondet bør beholde sine energiaksjer. Utover Thøgersen har utvalget bestått av Harald Magnus Andreassen og Olaug Svarva, godt assistert av Finansdepartementets sekretariat.

Anbefalingen er i strid med sunn finansiell fornuft og bryter med Norges Banks anbefaling på spørsmålet. Den utgjør imidlertid et velkjent ekko av tidligere likelydende og merkelige uttalelser fra departementet.

Utover Peto/SDØE og aksjeinnehaveren i Equinor består statens gjenværende oljeinntekter av ulike skatter på overskuddet i oljeselskapene, etter at lete-, utvinnings- og kapitalkostnader er betalt. Statens posisjon er med andre ord som om staten selv drev oljeutvinning, med i hovedsak samme risiko som oljeselskapenes eiere. Verdien av



Energiaksjeutvalgets leder Øystein Thøgersen la forrige uke frem utvalgets rapport til finansminister Siv Jensen. Anbefalingen er i strid med sunn finansiell fornuft og bryter med Norges Banks anbefaling på spørsmålet, skriver artikkelforfatteren. Foto: Gorm K. Gaare

statens gjenværende oljeinntekter må derfor antas å ha omtrent samme egenskaper som et aksjeinnehav i oljeselskaper.

Thøgersen & Co. snubler derfor før de har begynt, ved å ikke påpeke at spørsmålet er galt stilt. Spørsmålet er ikke hvorvidt det er en tett sammenheng mellom oljeprisen og energiaksjer i Oljefondet. Spørsmålet er hvorvidt det er en sammenheng mellom verdien av de gjenværende oljeinntektene til den norske stat og verdien av energiaksjer i Oljefondet.

Vinklingen om sammenheng med oljeprisen stammer fra en evaluering fra departementet. Departementet hevder at verdien av statens gjenværende oljeinntekter vil falle med mer enn 40 prosent fra dens anslåtte verdi på 4200 milliarder dersom

oljeprisen med varig virkning faller med 20 prosent. Dette er en meget usikker størrelse. Finansdepartementets estimat er en modellbasert og partiell evaluering. Norske oljeressursers verdi avhenger av mange andre faktorer enn bare oljeprisen. Faktorer som forventede utvinningskostnader, produksjonsvolum, rentenivå og kapitalmarkedets risikopremier er helt avgjørende - akkurat som for verdien av reservene i oljeselskapene.

Oljeprisen er bare én av mange avgjørende faktorer som påvirker verdien av olje- og gassressurser. At verdiene bare i begrenset grad varierer i takt med oljeprisen burde ikke overraske noen, og er i tråd med internasjonale forskningsresultater.

Thøgersen estimerer, i tråd med beregninger jeg tidligere har presentert, at verdien av aksjer i internasjonale energiselskaper vil falle med fire prosent i samme scenario som departementet påstår at verdien av gjenværende oljeinntekter skal falle med mer enn 40 prosent. Hvorfor disse følsomhetene skal være svært forskjellige, er for meg uklart.

Thøgersen & Co. argumenterer, akkurat som departementet tidligere har gjort, med at ettersom mesteparten av risikoen i energiaksjer er «markedsrisiko» og ikke oljeprisrisiko kan man like gjerne eie energiaksjene. Dersom energiaksjer samvarierer med faktorer som bestemmer verdien av nasjonalformuens ikke-finansielle komponenter, og ellers

leverer markedsavkastning, bør de utelukkes.

Nobelprisvinner Robert Merton har argumentert tilsvarende for Taiwan angående landets elektronikk-industri.

Det er villedende når Thøgersen i DN lørdag skriver at et salg av energiaksjene i Oljefondet medfører svakere risikospredning og et dårligere bytteforhold mellom avkastning og risiko i Oljefondet isolert sett. Forholdet er motsatt for summen av Oljefondet og statens gjenværende oljeinntekter. Fordi Norge i dag har en overeksponering mot oljeaktiva, kan risikoen reduseres, uten tapt forventet avkastning.

Thøgersen foreslår å selge aksjer i Equinor, som et risikoreduserende tiltak. Eierskapet i Equinor hviler imidlertid på flere hensyn enn kun finansiell avkastning - det handler om å beholde kompetanse, stillinger og verdiskaping i Norge. Gitt at dette er riktig, vil det å selge Equinor innebære et tap i forhold til disse ambisjonene. Å selge energiaksjene i Oljefondet gir intet slikt tap.

Man må undres over hvorfor Finansdepartementet og dets oppnevnte utvalg har en så sterk agenda på dette relativt uviktige spørsmålet i forvaltningen av Oljefondet. Er det for ikke å åpne for tilpasning til særinteresser rundt miljøvern, bistand og lignende? Er det for å berede grunnen for et nedslag i Equinor?

Finansiell fornuft kan standpunktet i hvert fall ikke hvile på.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann as

Vi vil gjerne ha en skattesystemdebatt

I Dagens Næringsliv 21. august skriver SVs Kari Elisabeth Kaski godt om hvordan globaliseringen utfordrer skattesystemet. Hennes analyse ligner mye på den vi selv presenterer i vår siste kvartalsrapport. Det er derfor noe overraskende at hun hevder NHO ikke er opptatt av å finne løsninger for en mer bærekraftig omlegging av skattesystemet.

Formålet med rapporten vår var nettopp å drøfte hvordan skattesystemet, herunder selskapskatten, bør innrettes for at det også i fortsettelsen skal kunne gi skatteinntekter og omfordele ressurser på en

effektiv måte. Hovedbudskapet var at det er blitt mer og mer utfordrende å basere kapitalbeskatningen på hvor kapitalen befinner seg geografisk, det såkalte kildeprinsippet. Det skyldes at kapitalen er mobil over landegrensene, men også at det er blitt svært krevende å avgjøre hvor verdiskapingen faktisk finner sted.

Den kildebaserte beskatningen inviterer dermed til skattekonkurranse, forskjellsbehandling av ulike selskaper og et svært komplisert skatteregulativt verk.

Vår innsigelse mot selskaps-

skatten er ikke - slik Kaski ser ut til å legge til grunn - at det er selskapet som er skattyter, men at skatten er kildebasert. Ved en gjennomgripende reform av selskapskatten, for eksempel mot et system der skatten ikke lenger innkreves ut fra hvor kapitalen befinner seg, men ut fra hvor forbruket skjer, vil våre innsigelser mot selskapskatten svekkes. Dette er jo også retningen vi antydte i kvartalsrapporten - beskatningen må over tid skyves over mot det som er mindre mobilt og lettere å avgrense, som forbruk og fast eiendom.

Samtidig har vi vært tydelige på at en reform selvsagt må utredes grundig før den kan settes ut i live, slik at effektivitets- og fordelingshensyn blir tilstrekkelig ivaretatt.

Kaski trekker frem enhetlig skattlegging som en mulig løsning. Løsningen innebærer at man skal beregne et konserns overskudd globalt og dernest fordele overskuddet mellom land etter noen fastsatte fordelingsnøkler. En slik løsning har teoretisk sett mye for seg, men krever at man på globalt nivå blir enige om både skattegrunnlaget og

fordelingsnøkler. For fordelingsnøkler må i tillegg være entydige og ikke åpne for tolkninger.

Kaskis forslag om å bruke andeler av konsernets virksomhet som fordelingsnøkkel vil eksempelvis være alt for upresist.

NHO avviser ikke ideen om enhetlig skattlegging, men tror det er svært langt frem før et slikt system er på plass. I mellomtiden bør vi vurdere systemendringer her hjemme.

Øystein Dørum, sjeføkonom i NHO