

Miljø og Shareholder Value

Se værdien af miljøarbejdet

Anne Søgaard Melschiorsen og Birgitte Mogensen
PricewaterhouseCoopers

Miljøstyrelsen vil, når lejligheden gives, offentliggøre rapporter og indlæg vedrørende forsknings- og udviklingsprojekter inden for miljøsektoren, finansieret af Miljøstyrelsens undersøgelsesbevilling.

Det skal bemærkes, at en sådan offentliggørelse ikke nødvendigvis betyder, at det pågældende indlæg giver udtryk for Miljøstyrelsens synspunkter.

Offentliggørelsen betyder imidlertid, at Miljøstyrelsen finder, at indholdet udgør et væsentligt indlæg i debatten omkring den danske miljøpolitik.

Indhold

1	FORORD	5
2	INTRODUKTION TIL RAPPORTEN	7
3	SÅDAN LÆSES RAPPORTEN	9
4	INTRODUKTION TIL VIRKSOMHEDENS MILJØ	11
4.1	VIRKSOMHEDENS MILJØPÅVIRKNING	11
4.2	VIRKSOMHEDENS MILJØREGULERING	12
4.3	VIRKSOMHEDENS MILJØARBEJDE	12
5	INTRODUKTION TIL CORPORATE GOVERNANCE	15
5.1	MILJØ OG CORPORATE GOVERNANCE	16
6	INTRODUKTION TIL SHAREHOLDER VALUE	19
6.1	BEREGNING AF SHAREHOLDER VALUE	19
6.2	ECONOMIC PROFIT (EP)	20
6.3	ROCE	22
6.4	OVERSKUDSGRADEN FØR AFSKRIVNINGER - EBITDA%	23
6.5	SAMMENHÆNG IMELLEM MILJØ OG SHAREHOLDER VALUE	23
7	ANLÆGSINVESTERINGER	25
7.1	MILJØINVESTERINGER	25
7.1.1	<i>Anlæg til udbedring af skader på miljøet</i>	25
7.1.2	<i>Anlæg til forureningsbekæmpelse</i>	25
7.1.3	<i>Renere teknologi</i>	26
7.2	INVESTERINGER I RENERE TEKNOLOGI I FORBINDELSE MED CO ₂ -KVOTEHANDEL	26
7.2.1	<i>EU-direktivet</i>	26
7.2.2	<i>Betydning for Shareholder Value</i>	27
7.3	OPSUMMERING	27
8	DRIFTSOMKOSTNINGER	29
8.1	MILJØØKONOMISTYRING	29
8.2	MILJØMÆSSIGE DRIFTSOMKOSTNINGER	29
8.2.1	<i>Drift af miljøanlæg og miljøarbejde</i>	30
8.2.2	<i>Ressourcer</i>	30
8.2.3	<i>Indirekte omkostninger</i>	30
8.3	OPSUMMERING	31
9	INDTJENING: SALGSVÆKST OG OVERSKUDSGRAD	33
9.1	KONKURRENCEN I BRANCHEN	34
9.2	TRUSLEN FRA NYE KONKURRENTER	35
9.3	KUNDERNES FORHANDLINGSKRAFT	35
9.4	LEVERANDØRERNES FORHANDLINGSKRAFT	35
9.5	TRUSLEN FRA SUBSTITUERENDE PRODUKTER	35
9.6	OPSUMMERING	36

10	KAPITALOMKOSTNINGER	37
10.1	MILJØRISICI	37
10.2	HÅNDTERING AF MILJØRISICI	38
10.3	ADGANG TIL SÆRLIGE FONDE	39
11	VALUE GROWTH DURATION	41
11.1	MILJØRISICI OG MULIGHEDER	41
12	TJEK PÅ SHAREHOLDER VALUE OG MILJØ I VIRKSOMHEDEN	43
13	BEREGNINGSEKSEMPEL FOR SAMSPILLET IMELLEM MILJØ OG SHAREHOLDER VALUE	45
13.1	INVESTERING I RENERE TEKNOLOGI OG EFFEKTEN PÅ EP	45
13.2	RESSOURCEEFFEKTIVITET OG EFFEKTEN PÅ ROCE	46
13.3	PRODUKTANSVAR OG EFFEKTEN PÅ EBITDA	47
14	FÅ DE TRE ELEMENTER I SPIL	49
15	ORDFORKLARING	53

Bilag A Resultatopgørelse og balance for ESV A/S 2003

Litteratur

1 Forord

Hensyntagen til det eksterne miljø er godt på vej ind på direktionsgangen i mange virksomheder - både i Danmark og i udlandet. Førhen var det et fagområde, som teknikerne i en stabsfunktion tog sig af. Nu er det i højere og højere grad et forretningsområde, som direktionen og virksomhedens investorer må forholde sig strategisk til.

Mange virksomheder har opstillet miljøpolitikker og etableret miljøstyringsystemer. Der findes mange gode eksempler på, hvordan miljøtiltag kan betyde store besparelser på eksempelvis materiale- og energiforbrug. Flere virksomheder mener også, at et grønt image er vigtigt for deres indtjening. Men værdien af miljøarbejdet er ikke illustreret i beregningen af nøgletal til investorerne.

I den nye årsregnskabslov, der trådte i kraft pr. 1. januar 2002, er der kommet krav om, at større virksomheder skal oplyse om deres miljøpåvirkninger og miljøindsats, i det omfang det har betydning for virksomhedens drift og dermed økonomiske udvikling. I en screening af 80 virksomheders årsrapporter for 2002 havde 24% beskrevet miljøforhold, men ingen havde beskrevet, hvad miljøet betød i kroner og ører.

Efterspørgslen efter informationer om miljø og bæredygtighedsemner er startet af virksomhedens interessenter i form af myndigheder, interesseorganisation, medarbejdere o.a. De har interesse i, hvordan virksomheden forholder sig til sin påvirkning af samfundet. Men informationerne er også interessante for investorerne i forbindelse med oplysninger om virksomhedens økonomiske præstationer i helt gængs forstand.

Argumenterne for, at en virksomhed skal tænke på andet end den økonomiske bundlinje for at være samfundsansvarlig, er vendt til, at virksomheden også skal tænke på andre elementer og være samfundsansvarlig, fordi det er relevant for den økonomiske bundlinje. Dette er netop en del af tankegangen inden for begrebet Corporate Governance, der kan oversættes med god selskabsledelse.

Det er på den baggrund, at der i denne rapport sættes fokus på sammenhænge imellem virksomhedens miljø, økonomi og Corporate Governance.

Rapporten er udarbejdet af civilingeniør Anne Søgaard Melchiorsen og statsautoriseret revisor Birgitte Mogensen, begge fra PricewaterhouseCoopers, med støtte fra Programmet for Renere Produkter under Miljøstyrelsen. Rapporten er afsluttet februar 2004.

2 Introduktion til rapporten

Formålet med denne rapport er at illustrere sammenhænge mellem en virksomheds økonomiske succes udtrykt som Shareholder Value og virksomhedens miljøpåvirkninger og miljøarbejde. Endvidere belyses samspillet mellem virksomhedens miljøforhold, Shareholder Value og god virksomhedsledelse, som defineret i Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance. Rapporten skal samtidig skabe en ramme om miljøøkonomiens delelementer i virksomheden – fra driftsøkonomi til investeringer og strategi.

De tre centrale begreber i rapporten

Miljø - omfatter virksomhedens brug af ressourcer og påvirkning af naturen.

Shareholder Value - er den værdi, som virksomheden skaber til investorerne/aktionærerne. Den består af udviklingen i virksomhedens markedsværdi (børskurs) og det løbende udbytte, der udbetales til aktionærerne.

Corporate Governance - sætter rammerne for ansvarsfuld selskabs-/virksomhedsledelse.

Shareholder Value er valgt som det økonomiske begreb, fordi det er fremadrettet og ikke bagudrettet som andre regnskabsbegreber. Dermed passer det godt sammen med miljøarbejdet, hvor effekten som regel først ses på længere sigt end et regnskabsår.

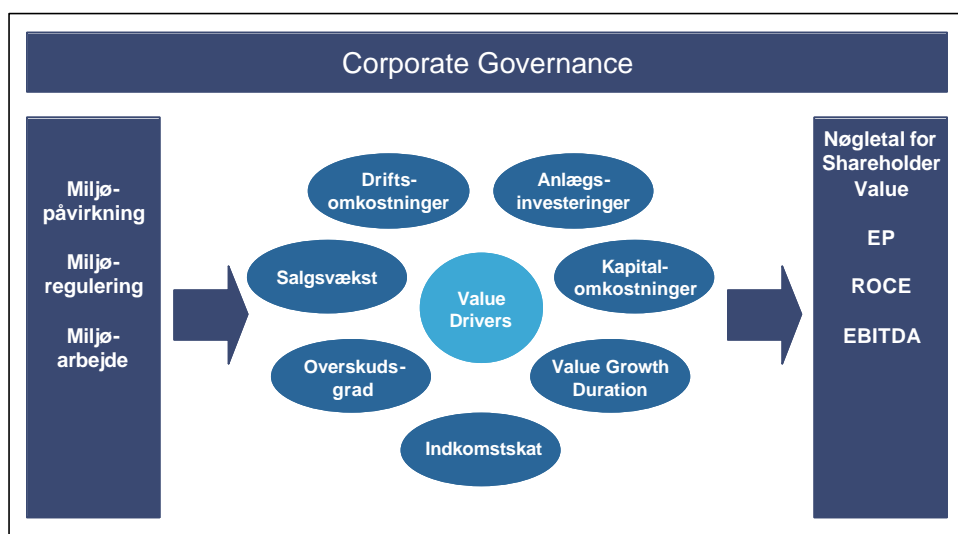
Både Shareholder Value og miljø er forretningsmål. Og som rapporten illustrerer, er der en lang række sammenhænge imellem de to mål. Sammenhænge er nogle gange positive og nogle gange negative, men de to begreber er sjældent uafhængige.

Det er de færreste virksomheder, der på nuværende tidspunkt er klædt på til at kunne måle og styre disse sammenhænge. Indførelse af Corporate Governance-principperne med både Shareholder Value og miljømål for øje er den operationelle måde at få sammenhænge i spil på.

3 Sådan læses rapporten

Rapporten henvender sig til ”miljø- og finansfolk”. Det vil sige investorer/aktionærer, finansanalytikere, virksomhedsledelsen, bestyrelsesmedlemmer og miljøansvarlige i større virksomheder.

For at de to verdener kan mødes, indledes rapporten med en introduktion til de tre centrale begreber: Miljø (kapitel 4), Corporate Governance (kapitel 5) og Shareholder Value (kapitel 6).



Figur 1: Rapportens struktur og en illustration af samspillet mellem miljø, Shareholder Value og Corporate Governance

I kapitlerne 7 til 11 beskrives samspillet mellem virksomhedens miljø og Shareholder Value ud fra de syv Value Drivers i figur 1.

Kapitel 12 indeholder en konkret tjekliste til at kortlægge sammenhængene mellem miljø og Shareholder Value i den enkelte virksomhed. I kapitel 13 er der gengivet tre konkrete eksempler på, hvordan denne sammenhæng kan illustreres i udvalgte nøgletal for Shareholder Value.

Til slut giver kapitel 14 et bud på, hvordan de tre elementer; miljø, Shareholder Value og Corporate Governance, hænger sammen og kan komme i spil i virksomheden.

Sidst i rapporten findes der en ordforklaring med hjælp til de faglige udtryk.

4 Introduktion til virksomhedens miljø

I dette afsnit beskrives, hvad der forstås ved miljø, og de miljøforhold, der har relevans for virksomheden - altså virksomhedens miljø. Vi har valgt at opdele og beskrive virksomhedens miljø i tre delelementer: Virksomhedens miljøpåvirkning, virksomhedens miljøregulering og virksomhedens miljøarbejde. Opdelingen er valgt, fordi det i høj grad er disse tre dele, der på hver sin måde påvirker virksomhedens økonomi.

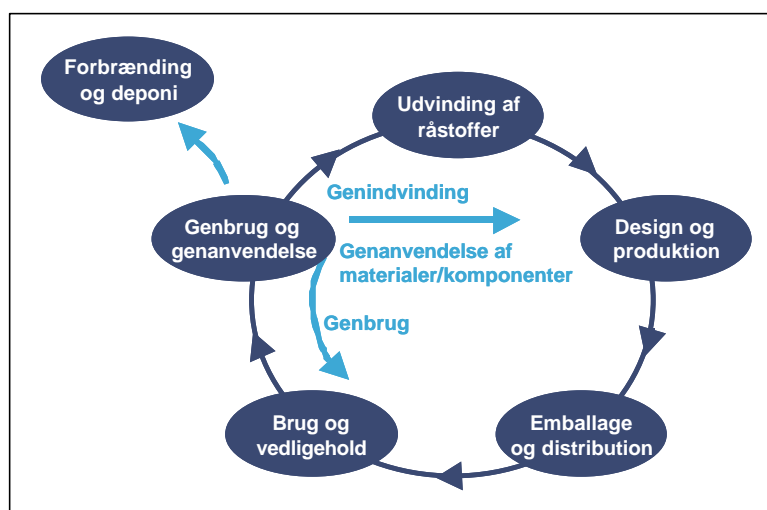
4.1 Virksomhedens miljøpåvirkning

Virksomhedens miljøpåvirkninger kan opdeles i direkte og indirekte påvirkninger.

De direkte miljøpåvirkninger omfatter virksomhedens ressourceforbrug og emissioner, der primært kommer fra produktionen. De virksomheder, der er forpligtet til at udarbejde grønne regnskaber, redegør for deres direkte miljøpåvirkninger i en massebalance med input af ressourcer til og output af emissioner og affald fra virksomheden.

Virksomhedens indirekte miljøpåvirkninger omfatter de påvirkninger, som virksomheden skaber uden for sit anlægsområde og sine direkte aktiviteter. Det kan eksempelvis være ved valg af leverandører, hvor virksomheden kan vælge leverandører efter miljøkriterier. Andre muligheder kan være ved brug og bortskaffelse af virksomhedens produkt. Hvis virksomheden producerer fjernsyn, har det stor betydning for miljøpåvirkningen, hvor meget energi det bruger, samt hvordan det kan bortskaffes. Er det nemt at skille ad, og kan materialerne genbruges?

Det er sådanne overvejelser, der ligger bag livscyklustankegangen. Her opgøres miljøpåvirkningerne gennem et produkts livscyklus fra udvinding af råstoffer til den endelige bortskaffelse.



Figur 2: Produktets livscyklus

Virksomhedens miljøpåvirkning er i høj grad bestemt af, hvad den beskæftiger sig med. Virksomhedens produktion og aktiviteter er således af afgørende betydning for miljøpåvirkningen. Nogle brancher har store miljøpåvirkninger, og andre har små. Derfor er den økonomiske betydning af miljø naturligvis også forskellig brancher imellem. Men generaliseringen holder ikke altid. I nogle brancher, der ikke er specielt miljøtunge, såsom eksempelvis telesektoren, er miljøpåvirkningerne alligevel i høj fokus, fordi det kan være en markedsføringsparameter.

4.2 Virksomhedens miljøregulering

Omfanget af virksomhedens miljøpåvirkning er typisk afgørende for, hvor meget den reguleres fra myndighedernes side. I Danmark er en række virksomheder således kategoriseret som miljøtunge ud fra deres produktions miljøpåvirkninger. Det gør dem bl.a. forpligtet til at have en miljøgodkendelse for deres produktion, og nogle skal udarbejde et årligt grønt regnskab for deres miljøpåvirkninger.

En virksomheds miljøgodkendelse fastlægger en række vilkår for virksomhedens produktion. Det kan f.eks. dreje sig om, hvor meget den må støje eller udlede af forskellige forurenende stoffer. I andre tilfælde kan det være, at virksomheden kun har tilladelse til en vis mængde produktion. Miljøvilkårene sætter således nogle helt grundlæggende rammer for virksomhedens eksistens, og hvordan den kan øge sit produktionsvolumen. Endvidere kan vilkårene betyde, at det er nødvendigt at investere i teknik til luft- og spildevandsrensning eller omlægning af produktionsprocesserne. Ud over de vilkår, der stilles til den enkelte virksomhed, vil generel miljølovgivning på eksempelvis kemikalie- eller affaldsområdet også have stor betydning for virksomheden. Det gælder eksempelvis, hvis et centralt kemikalie i virksomhedens processer forbydes, eller der stilles krav til, at virksomheden skal tilbagetage og genanvende sit affald.

Ud over miljøreglerne i lovgivningen er der en lang række afgifter på miljøområdet, der har direkte betydning for virksomhedens driftsøkonomi.

4.3 Virksomhedens miljøarbejde

Virksomhedens miljøpåvirkning kan mindskes gennem virksomhedens miljøarbejde. Tiltagene kan være pålagt virksomheden gennem lovgivning. Men mange virksomheder arbejder også frivilligt med miljøforbedringer.

En del virksomheder har valgt at organisere deres miljøarbejde i et miljøledelsessystem. Miljøledelse bygger på, at virksomheden kontinuerligt arbejder på at forbedre sin miljøpåvirkning og indebærer bl.a., at virksomheden:

- Kortlægger sine miljøforhold
- Formulerer en miljøpolitik
- Fastsætter et ambitionsniveau i form af miljømål
- Udarbejder handlingsplaner for, hvordan målene skal nås
- Evaluerer miljøarbejdet periodisk og om nødvendigt foretager justeringer af mål og handlingsplaner

Virksomheden kan arbejde konkret med at forbedre sine miljøpåvirkninger på en række måder. Der skelnes i den forbindelse imellem rensningsteknologier og renere teknologi.

Rensningsteknologierne omfatter rensning af forurening ved brug af eksempelvis luftfiltre eller spildevandsanlæg. Disse teknologier betegnes også "end-of-pipe", idet de typisk sidder "for enden af skorstenen".

I modsætning til rensningsteknologierne eliminerer renere teknologi miljøpåvirkningen fra begyndelsen. Renere teknologi kan omfatte:

- Nedsættelse af ressourceforbruget, f.eks. at processer bruger mindre energi eller vand
- Redesign af produktet, så materialerne i produktet bedre kan genbruges efterfølgende
- Substituering af farlige stoffer med mindre farlige

Endvidere arbejder flere og flere virksomheder med en produktorienteret indgangsvinkel, som kort blev beskrevet i afsnit 4.1 om livscyklustankegangen.

5 Introduktion til Corporate Governance

Corporate Governance - eller god selskabs-/virksomhedsledelse - sætter rammerne for en ansvarsfuld ledelse.

Corporate Governance er kommet endnu mere i fokus i kølvandet på de store amerikanske finansskandaler. Over hele verden er der fremkommet rapporter med principper for god selskabsledelse. I Danmark har det væsentligste bidrag til dette været "Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark".¹

Nørby-udvalget definerer Corporate Governance som *"De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne, samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabets "interessenter"). Interessenterne omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund."*

Nørby-udvalgets rapport behandler følgende syv hovedområder under Corporate Governance:

- I. *Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen:* Under dette emne lægges der især vægt på at skabe større samspil imellem aktionærerne og selskabsledelsen, der har en fælles interesse i, at selskabet er så konkurrencedygtigt som muligt og skaber mest mulig værdi. Dette betyder bl.a., at aktionærerne skal have bedre adgang til informationer i virksomheden og gives gode muligheder for at udøve indflydelse ved generalforsamlinger.
- II. *Interessenternes rolle og betydning for selskabet:* Til god selskabsledelse hører også, at virksomheden bevarer et godt forhold til enhver, der berøres af selskabets dispositioner. Det kan eksempelvis være medarbejdere, naboer, kunder eller interesseorganisationer. Af konkrete tiltag nævnes udarbejdelse af politikker på relevante områder som miljø og det sociale område samt løbende dialog med interessenterne.
- III. *Åbenhed og gennemsigtighed* omhandler, at virksomheden bør rapportere og informere om såvel økonomi som supplerende oplysninger om eksempelvis miljø, arbejdsmiljø, etisk og socialt ansvar. Disse informationer er en forudsætning for dialogen med såvel aktionærer som interessenter.
- IV. *Bestyrelsens opgave og ansvar:* Der lægges op til, at bestyrelsen mere systematisk påtager sig ansvaret for virksomhedens overordnede strategi-

¹ Nørby-udvalget blev nedsat 2. marts 2001 af daværende erhvervsminister Ole Stavad og havde til opgave at vurdere, hvorvidt der er behov for anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark, og i givet fald fremkomme med et forslag hertil. Resultatet af dette arbejde er "Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark - anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark.". Udvalget bestod af Lars Nørby Johansen (formand for udvalget), Jørgen Lindegaard, Waldemar Schmidt og Mads Øvlisen. I december 2003 udgav Fondsbørsens komité for god selskabsledelse forslag til reviderede anbefalinger for god selskabsledelse. Disse forslag har ikke indholdsmæssig effekt på denne rapport om miljø og Shareholder Value.

- ske ledelse, den finansielle og ledelsesmæssige kontrol af selskabet samt en løbende vurdering af direktionens arbejde. Dette kræver øget informationsdeling og god dialog imellem bestyrelsen og direktionen.
- V. *Bestyrelsens sammensætning*: For at bestyrelsen kan varetage sine opgaver på en forsvarlig måde er det endvidere vigtigt, at bestyrelsen sammensættes sådan, at den har den relevante viden og de rette kompetencer til at varetage opgaverne. Endvidere lægges der vægt på, at bestyrelsen ikke sidder for længe, og at der løbende foretages evalueringer af bestyrelsesarbejdet, direktionen og samarbejdet imellem direktion og bestyrelse.
 - VI. *Aflønning af bestyrelse og direktion*: Der anbefales incitamentsaflønning baseret på resultater, så ledelsen i højere grad får samme interesser som aktionærerne.
 - VII. *Risikostyring*: Der lægges meget vægt på etableringen af systemer til risikostyring, da det er en forudsætning for, at der er viden til at styre virksomheden efter.

Den grundlæggende tanke i alle syv punkter er, at den gode selskabsledelse skal sikre en tredobbelt win-win-situation for virksomhedens ledelse, aktionærer og interessenter. Aktionærerne får større indblik og forbedret Shareholder Value. Interessenterne får større indblik, og deres ønsker til virksomheden bliver hørt. Virksomheden opnår goodwill fra interessenterne og får nemmere ved at rejse kapital fra aktionærerne.

5.1 Miljø og Corporate Governance

Enhver virksomheds succes vil på længere sigt være afhængig af, at samfundet udvikles bæredygtigt såvel økonomisk, socialt som miljømæssigt. Virksomheden har brug for samfundet for at have adgang til ressourcer, potentielle markeder og goodwill - eller "license to operate". Corporate Governance handler derfor også om, at virksomheden skal håndtere sit miljøansvar på en sådan måde, at den opretholder sin mulighed for at eksistere og udvide sine aktiviteter.

Nørby-udvalget beskriver denne iagttagelse på følgende måde (s. 37):
"Selskabets ledelse må med sine beslutninger og dispositioner arbejde for en langsigtet værdiskabelse i selskabet og aktionærernes interesser. Det er imidlertid ikke tilstrækkeligt, at ledelsen fokuserer ensidigt på aktionærernes interesser. Den bedst mulige varetagelse af aktionærernes interesser forudsætter, at hensynet til andre interessenter medinddrages i relevant omfang."

Corporate Governance betyder ikke nødvendigvis, at miljøarbejdet skal opprioriteres i virksomheden. Men det betyder, at den øverste ledelse har gjort sig klart, hvilket niveau af miljøarbejde der forefindes, og leder virksomheden ud fra viden om muligheder og risici frem for at handle på formodninger.

I Nørby-udvalgets rapport nævnes miljø som en parameter, der bør tages hensyn til både i forbindelse med forholdet til interessenter (område II), i virksomhedens rapportering (område III) og i forbindelse med virksomhedens risikostyring (område VII). Men som denne rapport viser, hænger miljø også sammen med Shareholder Value. Dermed er der en direkte sammenhæng til aktionærernes interesser (område I). Og når miljø er et område med betydning for aktionærer, interessenter og risikostyringen, må det også indgå i bestyrelsens opgave med den strategiske ledelse (område IV). Det kræver, at bestyrelsen har kompetence til at håndtere miljøforhold (område V). Endvide-

re kan miljøresultater også indgå som en målsætning i incitamentsaflønnning (område VI).

Disse sammenhænge vil blive yderligere kvalificeret og beskrevet i kapitel 14, hvor de tre elementer Miljø, Shareholder Value og Corporate Governance integreres.

6 Introduktion til Shareholder Value

Shareholder Value eller "investorerens værdi", som det kan kaldes på dansk, blev oprindeligt introduceret af A. Rappaport i 1986. Tankegangen bag Shareholder Value-filosofien er enkel - det drejer sig om at maksimere det langsigtede afkast til virksomhedens aktionærer. Afkastet til aktionærerne svarer til udviklingen i virksomhedens markedsværdi (børskurs) og det løbende udbytte, der udbetales. Virksomhedens ledelse skal således først og fremmest træffe beslutninger, der skaffer aktionærerne størst mulig værdi - altså Shareholder Value.

Traditionelt set har virksomheder defineret deres strategiske mål som eksempelvis vækst i omsætningen og regnskabsmæssigt overskud. Nøgletallene for deres succes vil være de regnskabsbaserede nøgletal som indtjening pr. aktie. Problemet ved denne tilgang er, at omsætningsvækst og overskud viser regnskabsmæssig værdi, men ikke nødvendigvis økonomisk værdi. I økonomisk perspektiv viser resultatopgørelsen ikke et fuldstændigt billede af den reelle driftsøkonomiske værdi, som virksomheden skaber, eller hvorvidt virksomheden også vil skabe værdi i fremtiden. Der er derfor behov for andre nøgletal til at illustrere Shareholder Value.

6.1 Beregning af Shareholder Value

Rappaport bruger i sin model det fremtidige frie cash flow som et tal for Shareholder Value. Der ses på de specifikke planer og investeringer, som virksomhedens strategi medfører, og hvilke pengestrømme ind og ud af virksomheden det leder til i fremtiden. Balancen imellem pengestrømme ind og ud af virksomheden betegnes frit cash flow. Totalen af alle fremtidige cash flows leder til den samlede værdi af virksomheden (Blumberg et al., 1996).

Regnestykket ser overordnet set sådan ud:

Shareholder Value = Værdi af virksomheden (Corporate Value) ÷ gæld

Hvor værdien af virksomheden ifølge A. Rappaports model (1986) beregnes på følgende måde:

Værdi af virksomheden = Kapitalværdi af det frie cash flow i budgetteringsperioden
+ Kapitalværdi af det frie cash flow efter budgetteringsperioden
+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver ved budgetperiodens start

Værdien af virksomheden er afhængig af følgende syv værdiskabende faktorer (Value Drivers):

- Anlægsinvesteringer
- Driftsomkostninger

- Salgets vækstrate
- Overskudsgrad
- Skat
- Value Growth Duration - fremtiden
- Kapitalomkostninger

Ifølge Shareholder Value-tankegangen vælger ledelsen således mellem alternative strategier med henblik på at maksimere det frie cash flow og dermed kapitalværdien af den pengestrøm, som kan overføres til investorerne (Elling et al., 1998).

Der findes flere beregningsmetoder, der lægger sig op af Shareholder Value-tankegangen. Der er således ikke ét tal, der entydigt viser en virksomheds Shareholder Value, men tankegangen er grundlæggende den samme med fokus på de frie pengestrømme og en vurdering af de fremtidige muligheder for at øge investorernes afkast. I de følgende afsnit 6.2-6.4 beskrives udvalgte nøgletal for Shareholder Value, som i kapitel 13 vil blive analyseret i relation til miljøforhold. Analyserne er foretaget i forhold til nøgletallene, da det typisk er disse tal, som investorer og finansanalytikere har adgang til og kigger efter i virksomhedernes rapportering.

6.2 Economic Profit (EP)

Economic Profit (EP)² er en af de metoder, som har vundet stigende indpas de seneste år inden for ledelse med Shareholder Value. EP viser den driftsøkonomiske merværdi, som virksomheden skaber i et enkelt år. Hvis EP er positiv, skabes der driftsøkonomisk værdi, mens der nedbrydes værdi, hvis EP er negativ (Madsen & Barslev, 2002).

EP består af tre hovedkomponenter:

- Driftsresultatet efter skat (NOPAT)
- Den investerede kapital
- Investorernes vægtede afkastkrav (WACC)

Economic Profit beregnes efter følgende formel:

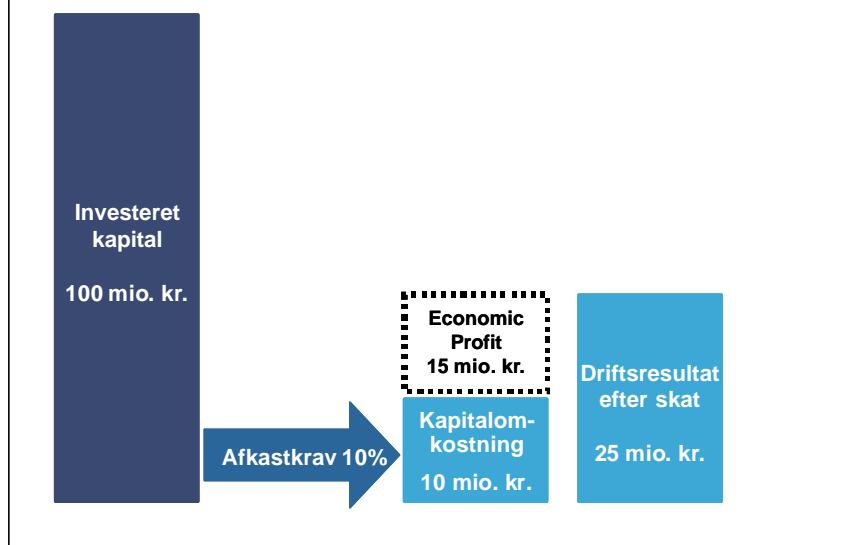
$$EP = \text{NOPAT} \div (\text{Investeret kapital} * \text{WACC})$$

Antag eksempelvis, at virksomheden skaber et nettoresultat efter skat (NOPAT) på 25 mio. kr. Er det godt eller dårligt at opnå et driftsresultat efter skat på 25 mio. kr.? Det afhænger af, hvor meget kapital der er investeret, og hvad investorernes afkastkrav er.

Hvis investorerne, som vist i eksempel A, har et afkastkrav på 10% og har investeret 100 mio. kr., så er kapitalomkostningerne 10 mio. kr. Når kapitalomkostningerne trækkes fra driftsresultatet på 25 mio. kr., bliver den økonomiske værdiskabelse 15 mio. kr. Virksomheden har således været i stand til at forrente kapitalen med et afkast, der er højere end det afkast, som investorerne kræver (Madsen & Barslev, 2002).

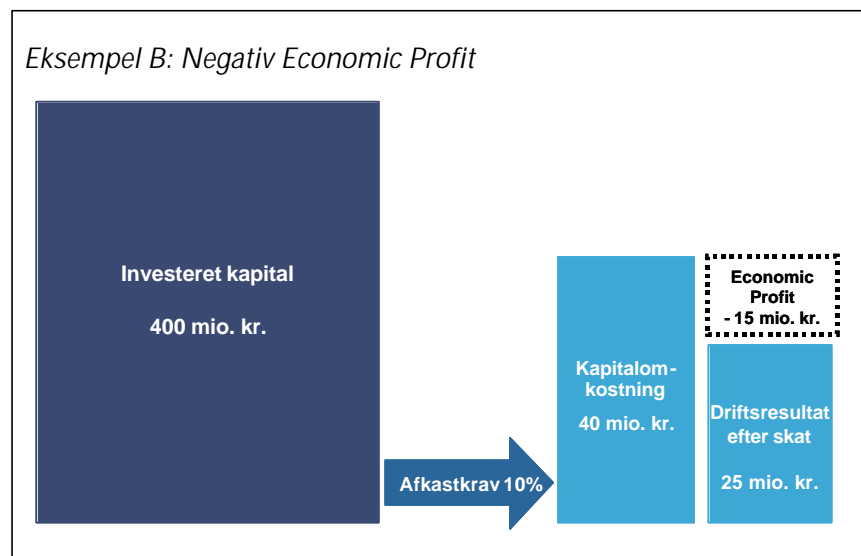
² EP kendes også som Economic Value Added, EVATM, der er et varemærke for Stern Stewart & Co.

Eksempel A: Positiv Economic Profit (Madsen & Barslev, 2002)



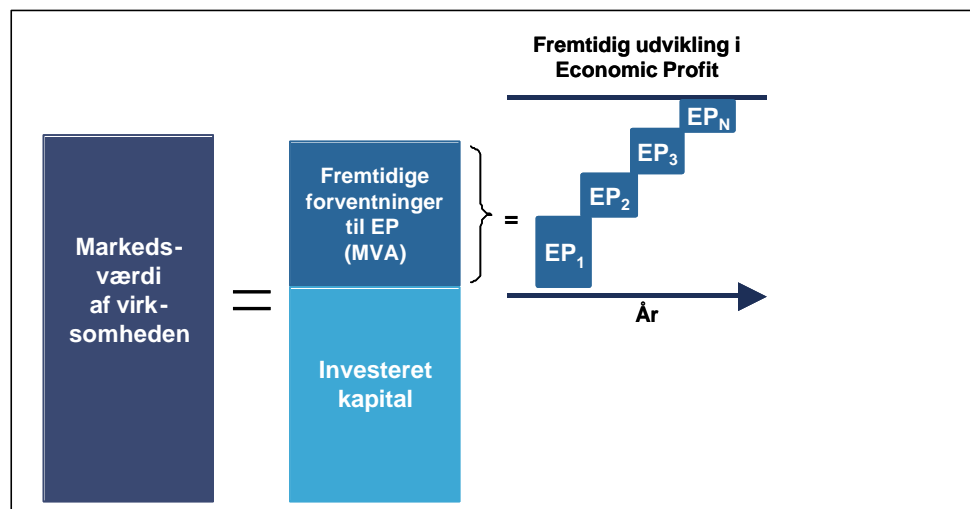
Investerer investorerne alternativt 400 mio. kr. med samme afkastkrav, vil den økonomiske værdiskabelse være $\div 15$ mio. kr. Virksomheden lever således ikke op til det afkastkrav, som investorerne har til deres investering.

Eksempel B: Negativ Economic Profit



EP er således et godt mål for, om virksomheden lever op til investorernes afkastkrav, hvilket er afgørende for Shareholder Value i form af udbetaling af udbytte og aktiens markedsværdi.

Forventningerne til en virksomheds fremtidige EP kommer til udtryk i virksomhedens markedsværdi. Nutidsværdien af alle fremtidige Economic Profits kaldes også Market Value Added (MVA). I teorien er markedsværdien af virksomheden nutidsværdien af alle fremtidige Economic Profits - eller MVA - tillagt den kapital, som virksomheden har investeret. Sammenhængen er illustreret i nedenstående figur:



Figur 3: Sammenhæng imellem markedsværdien af virksomheden og fremtidig Economic Profit (Madsen & Barslev, 2002)

Styring efter maksimering af fremtidige Economic Profits er dermed styring efter maksimering af markedsværdien.

EP forbedres, når:

- Der investeres i nye aktiviteter, hvor afkastet overstiger det forventede afkastkrav
- Der foretages driftseffektiviseringer
- Værdinedbrydende aktiviteter omstruktureres, outsources eller frasælges
- De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger minimeres

6.3 ROCE

ROCE står for Return On Capital Employed og kan på dansk oversættes til afkastgrad. ROCE beregnes som resultat før finansielle poster divideret med gennemsnitlig arbejdende kapital og udtrykkes som et procenttal. Den gennemsnitlige arbejdende kapital er passiver i alt fratrukket ikke-rentebærende passiver.

Formlen for ROCE ser sådan ud:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Gennemsnitlig arbejdende kapital}} * 100$$

ROCE kan ikke vise, om virksomheden skaber eller nedbryder økonomisk værdi for sine investorer sådan som Economic Profit. Alligevel er det et vigtigt nøgletal, fordi det fortæller, om virksomhedens produktion udvikler sig effektivt. Hvis virksomheden forbedrer sin effektivitet, vil ROCE stige.

Den driftsøkonomiske effektivitet kan eksempelvis sige noget om, at der ikke bindes for mange penge i varelageret.

6.4 Overskudsgraden før afskrivninger - EBITDA%

EBITDA står for Earnings Before Interest Taxes Depreciations and Amortizations. På dansk oversættes det til resultat før finansielle poster og afskrivninger. Når EBITDA sættes i forhold til nettoomsætningen, fås overskudsgrad før afskrivninger, som også kan kaldes EBITDA%. Overskudsgraden er en af de syv Value Drivers i Rappaports Shareholder Value-begreb, og det er samtidig et af de nøgletal, der ses på i vurderingen af Shareholder Value.

EBITDA% beregnes som resultat før finansielle poster og afskrivninger delt med nettoomsætning og udtrykkes som et procenttal.

Formlen for overskudsgraden ser sådan ud:

$$\text{EBITDA\%} = \frac{\text{Resultat før finansielle poster og afskrivning}}{\text{Nettoomsætning}} * 100$$

Populært kan EBITDA% udtrykkes som: Hvor meget får jeg ind pr. krone, jeg sælger for?

6.5 Sammenhæng imellem miljø og Shareholder Value

Shareholder Value-konceptet er et godt begreb at relatere til miljø, fordi det er fremadrettet og ikke bagudrettet som andre regnskabsmæssige begreber (Schaltegger & Figge, 2000). Dette passer godt med miljøarbejdet, hvor effekten som regel først ses på længere sigt end et regnskabsår.

Traditionelt set er miljø bare blevet set som en omkostning, der er påført virksomheden gennem lovgivningen og forskellige interessegruppers krav. Men som rapporten her vil illustrere, giver miljøarbejdet både omkostninger, besparelser og indtægter, og det skal derfor styres som enhver anden økonomisk aktivitet i virksomheden. Det kræver forståelse for, hvordan miljø påvirker Value Drivers og nøgletal, for at ledelsen har en basis at træffe beslutninger på. I de følgende afsnit vil samspillet imellem miljø og de syv Value Drivers og nøgletallene for Shareholder Value blive beskrevet.



Figur 4: Overblik over analysen af samspillet imellem miljø, Value Drivers og nøgletal

De anførte tal ved hver Value Driver henviser til de efterfølgende kapitler.

7 Anlægsinvesteringer

Investeringer i anlægsaktiviteter (investments in fixed assets) er investeringer i "aktiver, der er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden" (Hasselager et al., 2001). Det kan eksempelvis være fast ejendom, teknologi eller patenter.

Anlægsinvesteringer har betydning for virksomhedens frie cash flow, fordi investeringer binder penge og dermed i første omgang mindsker det frie cash flow. Samtidig er investeringerne naturligvis en forudsætning for, at virksomheden overhovedet kan gennemføre sine aktiviteter og skabe indtjening.

En investering kan forøge Shareholder Value, når den medfører større indtægt end kapitalomkostningerne ved investeringen. Ud fra et Shareholder Value-synspunkt er de bedste investeringer således dem, der er mindst kapitalintensive, men giver et højt afkast (Schaltegger & Figge, 2000).

7.1 Miljøinvesteringer

Anlægsinvesteringen inden for miljø kan opdeles i følgende grupper:

- Anlæg til udbedring af skader på miljøet
- Anlæg til forureningsbekæmpelse
- Renere teknologi

7.1.1 Anlæg til udbedring af skader på miljøet

Anlæg til udbedring af skader på miljøet omfatter eksempelvis investeringer i etablering af afværgeboringer, så forureningen ikke breder sig til grundvandsressourcer og lign. Denne form for investering er lovkrævet og skal gennemføres, for at driften af virksomheden kan fortsætte i fremtiden. Investeringen giver ikke nogen form for indtjening eller goodwill, da det blot udbedrer en skade og ikke skaber værdi, og Shareholder Value mindskes derfor.

7.1.2 Anlæg til forureningsbekæmpelse

Anlæg til forureningsbekæmpelse omfatter rensningsteknologi eller såkaldte "end-of-pipe"-løsninger, eksempelvis vandrensningsanlæg, afsvovlingsanlæg og filtre. Denne type af investeringer er typisk påbudt fra myndighedernes side i kraft af regulativer om, hvor meget virksomheden må udlede af bestemte stoffer. I visse tilfælde vælger virksomheder dog også selv at investere i rensning ud over lovkravet. Det gælder for eksempel for udledning af SO_2 , der (2003) er afgiftsbelagt i Danmark. Ved at sænke sin udledning kan virksomheden således mindske sin afgift. Andre virksomheder vælger at rense yderligere for at forbedre virksomhedens og produktets miljøprofil i forbindelse med markedsføring.

De investeringer, der foretages som følge af lovkrav, har ligesom investeringerne i udbedring af skader på miljøet en negativ effekt på Shareholder Value. Til gengæld kan investeringerne, der medfører besparelser på afgifter, være

medvirkende til at øge Shareholder Value. Investeringer med henblik på grøn markedsføring behandles i kapitel 9 "Indtjening: Salgsvækst og overskudsgrad".

7.1.3 Renere teknologi

Renere teknologi er en meget bred betegnelse for typer af teknologi, der ved en ændring i produktionsprocesserne forbedrer virksomhedens miljøpræstation. Det kan eksempelvis være en nedsættelse af ressourceforbruget og emissionerne, eller at et miljøfarligt kemikalie udskiftes med et mindre farligt. Renere teknologi kan også omfatte ændringer i produktdesign, således at produktet efter brug kan tilbagetages og genanvendes.

Investering i renere teknologi kan ligesom anlæg til forureningsbekæmpelse være forårsaget af krav fra myndighederne, men det vil ofte ske på ledelsens eget initiativ som led i produktionsforbedringer og effektivisering.

Besparelser i ressourceforbruget vil kunne ses direkte som et fald i virksomhedens driftsomkostninger. Ligeledes kan virksomheden måske opnå besparelser ved at genanvende dele af gamle produkter. Emissionsreduktioner vil også kunne give en økonomisk gevinst, hvis emissionen er pålagt afgift. Substitution af et farligt kemikalie med et mindre farligt kan også reducere driftsomkostninger, da der ofte vil være mindre behov for værnemidler og sikkerhedsprocedurer i forbindelse med produktionen. Samtidig mindskes risikoen for uheld, der kan medføre fremtidige omkostninger til udbedring af skaden.

Men ofte bliver de tilknyttede besparelser i tid og ressourcer ofte glemt i investeringsvurderingen, fordi udgifterne er skjult på forskellige konti i virksomhedens økonomistyringssystem. Dette emne vil blive behandlet yderligere i kapitel 8 "Driftsomkostninger", da det er en generel problematik, at de tilknyttede miljøomkostninger ikke fremgår tydeligt i de samlede driftsomkostninger.

7.2 Investeringer i renere teknologi i forbindelse med CO₂-kvotehandel

Et helt aktuelt eksempel, hvor miljø vil kunne få direkte betydning for Shareholder Value, er handel med CO₂, der er sat på dagsordenen med vedtagelsen af EU's direktiv for handel med drivhusgasser i juli 2003.

7.2.1 EU-direktivet

Første fase af kvotehandelen starter den 1. januar 2005, og den omfatter i første omgang virksomheder med anlæg over en vis produktionsstørrelse inden for energiproduktion, olieraffinering, metal-, mineral-, glas-, papirmasse- og papirindustrien.

Virksomhederne, der underlægges direktivet, vil i starten af hvert kalenderår blive tildelt en mængde kvoter i henhold til en national kvoteallokeringsplan. Ved årets slutning skal virksomhederne så tilbagelevere kvoter, svarende til den mængde CO₂, de har udledt i løbet af året. Hvis en virksomhed ikke har en tilstrækkelig mængde kvoter til at dække emissionerne med, skal den betale en afgift på 40 Euro pr. ton CO₂ i 2005-2007 og 100 Euro pr. ton CO₂ i 2008-2012.

Markedsprisen for CO₂ er meget usikker og afhænger af en lang række omstændigheder.

7.2.2 Betydning for Shareholder Value

Kvoterne kan naturligvis sammenlignes med en afgift, idet virksomheden skal betale for sin udledning af den CO₂, som den ikke har kvoter til. Men hvor en afgift kun kan spares, hvis virksomheden sænker sine emissioner, så kan en kvote sælges, hvis virksomheden sparer så meget, at den har kvoter til overs. En virksomhed, der investerer i at reducere sine CO₂-udledninger, får således mulighed for at øge sin indtjening ved salg, så investeringen forenklet sagt hurtigere kan tjenes hjem.

Med tanke på Shareholder Value må virksomheden overveje følgende spørgsmål:

- Skal virksomheden satse på at reducere egne CO₂-emissioner, eller skal der indkøbes kvoter?
- Er det afgørende, om prisen bliver 50 eller 100 kr. pr. ton CO₂?

Svarene vil blandt andet afhænge af, hvilke muligheder virksomheden har for reduktion, og hvor dyre de er i forhold til at indkøbe kvoter, samt om virksomheden er i hastig vækst nationalt henholdsvis internationalt og har behov for flere kvoter.

7.3 Opsummering

En investering i miljømæssige anlægsaktiver vil umiddelbart mindske det frie cash flow ved at binde midlerne. Men hvis der er mulighed for at spare miljøafgifter eller opnå besparelser på driftsomkostningerne, vil investeringen på længere sigt kunne forbedre indtjeningen og dermed Shareholder Value.

Der kan derfor skelnes imellem forskellige typer af miljøinvesteringer, der er væsentligt forskellige i forhold til deres bidrag til Shareholder Value. Rent regnskabsmæssigt vil der ikke være forskel på et anlæg til udbedring af skader på miljøet og renere teknologi, idet begge dele er anlægsaktiver, der har nytteværdi for virksomheden. Men over for investorerne kan det være væsentligt at fremhæve, om en investering blot er en nødvendighed for virksomhedens fortsatte eksistens, eller om den også giver besparelser eller indtjening.

8 Driftsomkostninger

Driftsomkostninger mindsker det frie cash flow, men er ligesom investeringer en forudsætning for, at virksomheden kan gennemføre sine aktiviteter og skabe indtjening. Driftsomkostninger dækker bl.a. forbrug af materialer, lønninger og løbende vedligehold.

8.1 Miljøøkonomistyring

Der er en lang række sammenhænge imellem miljøtiltag og virksomheders driftsomkostninger. Nogle er meget åbenlyse og vil fremgå af de fleste virksomheders økonomistyringssystemer, imens andre er skjulte i større omkostningspools. På grund af den manglende gennemsigtighed kan det således være vanskeligt at vurdere, hvordan virksomhedens miljøarbejde indvirker på driftsomkostningerne og dermed på Shareholder Value.

Der findes dog metoder til at skabe større gennemsigtighed i forhold til virksomheders driftsmæssige miljøomkostninger. Samlet set kaldes disse metoder Environmental Management Accounting (EMA), der på dansk kan oversættes til miljøøkonomistyring.

Det centrale formål med miljøøkonomistyring er at knytte miljø og økonomistyring tættere sammen og dermed give ledelsen informationer om sammenhængen imellem miljø/energi og økonomi, så den kan træffe bedre beslutninger, der sparer penge og fører virksomheden hurtigere og mere effektivt frem imod sine mål; de beslutninger, der populært sagt giver "mest miljø for pengene".

Miljøøkonomistyring kan være baseret på Activity Based Costing-teorien, hvor alle omkostnings- og indtægtstyper opgøres i relation til udvalgte aktiviteter, så det bliver tydeligt, hvor der er potentiale for besparelser eller omlægningsmuligheder. Det samme gør sig gældende for miljøøkonomistyring, hvor det er omkostninger og indtægter i relation til miljøaktiviteter, der kortlægges. Det næste afsnit giver eksempler på omkostningstyperne.

8.2 Miljømæssige driftsomkostninger

At det kan være problematisk at komme med en generelt dækkende definition af miljømæssige driftsomkostninger, er ikke noget, som overrasker i økonomistyringssammenhæng. Eksempelvis defineres vedligeholdelsesomkostninger, produktionsomkostninger og indirekte omkostninger typisk forskelligt i forskellige virksomheder. Det samme kan gøre sig gældende i relation til de finansielle miljøinformationer, hvor nogle omkostninger og indtægter er helt entydigt miljørelaterede, nogle omkostninger og indtægter er entydigt ikke miljørelaterede, og nogle omkostninger og indtægter ligger i en "gråzone".

I dette afsnit vil en række omkostningstyper og deres sammenhæng til miljø blive beskrevet.

8.2.1 Drift af miljøanlæg og miljøarbejde

Nogle af de omkostninger, hvor der er en tydelig sammenhæng til miljø, er direkte omkostninger til selve driften af miljøanlæg som rensningsanlæg eller til det miljøarbejde, der foregår på virksomheden. Det gælder også omkostninger til miljøcertificering eller lignende.

Omkostningerne kan omfatte kemikalier, vand og elektricitet til anlæggene samt arbejds løn til personale, der deltager i miljøarbejdet.

Ligesom det gælder for investeringerne i anlægsaktiver, vil driftsomkostningerne til miljøanlæggene kun øge det frie cash flow, hvis der ved driften kan spares afgifter på udledninger eller som i tilfældet med CO₂ sælges kvoter.

Omkostningerne til arbejde med miljøstyring i bredere forstand kan til gengæld tjenes ind på flere forskellige måder. Idet miljøarbejdet går ud på at reducere ressourceforbrug og emissioner, er der mulighed for, at projekterne også medfører økonomiske gevinster ved effektivisering af produktionsprocesserne.

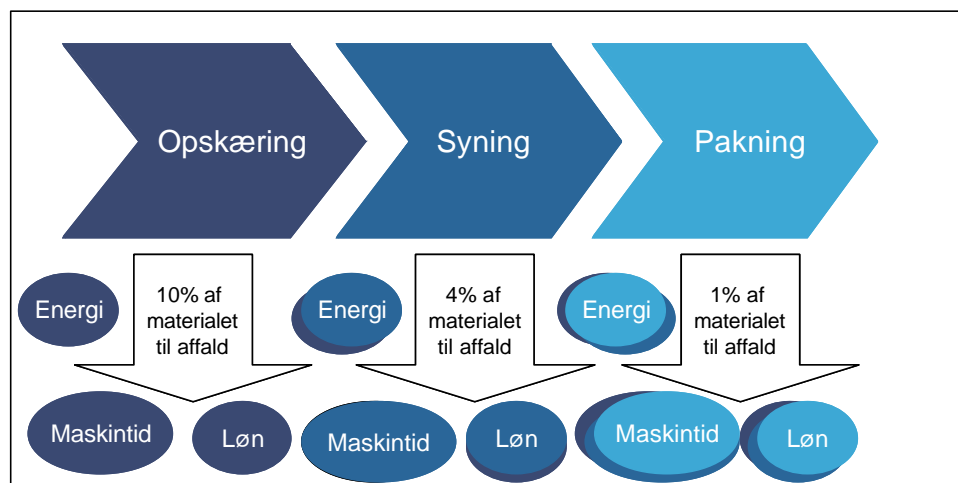
8.2.2 Ressourcer

Den oplagte sammenhæng imellem miljø og driftsomkostninger er materiale- og energiforbrug. Ud fra såvel et miljømæssigt som omkostningsmæssigt synspunkt skal materiale- og energiforbrug være mindst muligt pr. produkt. Miljøprojekter, der fokuserer på ressourcebesparelse, vil også betyde en omkostningsbesparelse og dermed forbedret Shareholder Value. Da omkostninger til materialer og energi som regel registreres, vil disse typer af besparelser tydeligt kunne ses i økonomistyringssystemet, og derfor er det da også typisk denne form for projekter, der først gennemføres i virksomheder, der indfører miljøstyring.

8.2.3 Indirekte omkostninger

Men der kan være flere omkostninger, der reduceres ved en effektivisering af ressourceforbruget, end det umiddelbart fremgår af økonomistyringen.

Nedenstående figur viser en simpel produktionsproces for en konfektionsvirksomhed. I hver af de tre procestrin bliver en del af stoffet klippet fra eller ødelagt, så det bliver til affald. Ved denne proces har virksomheden en omkostning til selve materialet, men der er også blevet brugt energi, maskintid og løn på at forarbejde det materiale, der bliver til affald.



Figur 5: Skjulte miljøomkostninger ved affaldsproduktion i en konfektionsvirksomhed

De samlede omkostninger ved spildet til affald er således betydeligt større end materialeomkostningen og afgiften ved at komme af med affaldet, som er de faktorer, der registreres hos de fleste virksomheder. Som følge heraf vil en reduktion i affaldsmængderne også betyde væsentligt større økonomiske besparelser, hvilket er vigtigt at overveje i forbindelse med investeringer i projekter til affaldsreduktion, eller når omkostningerne til miljøarbejdet vurderes.

8.3 Opsummering

Driftsomkostninger mindsker umiddelbart det frie cash flow, men hvis miljøanlæggene og miljøarbejdet skaber besparelser på afgifter og andre driftsomkostninger, kan disse driftsmæssige miljøomkostninger have en positiv indflydelse på bundlinjen.

I mange virksomheder er driftsomkostningerne relateret til miljøforhold skjult i overordnede omkostningspools, der gør det uigennemskueligt, hvad de enkelte miljøtiltag medfører af økonomiske besparelser på driftsomkostningerne.

Før der er skabt større gennemsigtighed i omkostningsstrukturerne, er det vanskeligt for ledelsen at vurdere miljøtiltagenes indvirkning på driftsomkostningerne og i sidste ende Shareholder Value.

Med en større gennemsigtighed vil virksomheden kunne supplere sine regnskabsoplysninger med oplysninger om, hvordan driftsomkostningerne har udviklet sig som følge af miljøarbejdet, og dermed retfærdiggøre sine miljøtiltag over for investorerne.

9 Indtjening: Salgsvækst og overskudsgrad

For at skabe Shareholder Value må virksomheden være i stand til at skabe indtjening. I den sammenhæng er de betydende faktorer: Salgsvækst, overskudsgrad og indkomstskat.

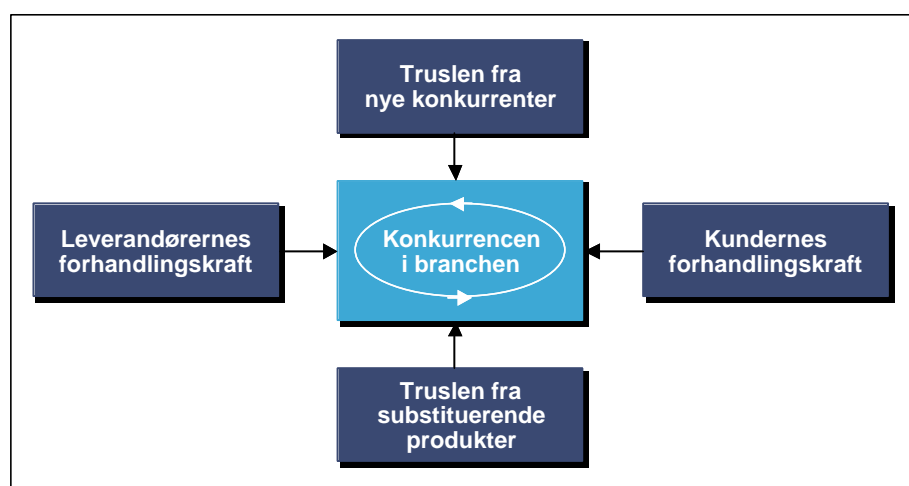
I dette afsnit ses der dog kun på salgsvækst og overskudsgrad, idet indkomstskatten ikke er relevant i miljømæssig sammenhæng. Det skyldes, at den danske indkomstbeskatning ikke har nogen direkte sammenhæng til miljø, så der er ikke nogen gevinst eller straf skattemæssigt for virksomheder, når det gælder indsatsen for miljøet. Der er dog mulighed for besparelser på specifikke afgifter som nævnt under investeringer.

Salgsvæksten er en væsentlig parameter for at skabe frit cash flow, da det er den måde, der indtjenes større mængder af penge. Men vækst er ikke et mål i sig selv, hvis det ikke skaber større overskud. Det er derfor vigtigt at sammenholde salgsvæksten med overskudsgraden.

For at opnå størst mulig indtjening handler det basalt set om at sælge så meget som muligt (salgsvækst) til en given pris, der helst skal være så dyr som muligt. Det kræver naturligvis, at virksomhedens produkt er attraktivt for kunderne - og helst mere end konkurrenternes.

Som grundlag for den videre analyse af sammenhængen imellem indtjening og miljø er det valgt at tage udgangspunkt i virksomhedens konkurrencesituation, som beskrevet i Michael E. Porters Five Forces-modellen (1980, 1985).

Ifølge Porter er der fem overordnede parametre, der afgør virksomhedens konkurrencesituation.



Figur 6: Porters Five Forces-model

De fem faktorer i modellen giver anledning til følgende overordnede spørgsmål (Lægaard & Vest, 2003, s. 60-61):

1. Hvordan er konkurrencen blandt eksisterende aktører i branchen?
2. Hvilke trusler eksisterer fra nye konkurrenter i branchen?
3. Hvilke trusler er der fra substituerende produkter?
4. Hvordan er kundernes forhandlingskraft?
5. Hvordan er leverandørernes forhandlingskraft?

Rationalet i modellen er, at indtjeningspotentialet i branchen falder, jo stærkere de fem kræfter er, men virksomheder kan være positioneret vidt forskelligt inden for en branche, og den, der står stærkest på de fem punkter, "vinder" indtjeningen.

I de følgende afsnit vil de fem punkter blive beskrevet, og der gives en vurdering af, hvordan miljø kan påvirke kræfterne i forskellige retninger.

9.1 Konkurrencen i branchen

Niveauet af konkurrence inden for branchen afhænger blandt andet af, hvor mange konkurrenter der er samt den indbyrdes størrelse imellem virksomhederne. Endvidere har det betydning, om der er vækst i branchen, så markedet øges, eller om der kæmpes internt om et stagnerende marked. Derudover har det betydning for konkurrencen, om branchens produkter er meget ens, og hvor nemt det er for kunderne at skifte fra et produkt til et andet. Meget homogene produkter giver større risiko for priskonkurrence og mindsker kundernes loyalitet, idet det er nemt at skifte til en konkurrerende leverandør.

En del af disse parametre er ikke umiddelbart til at ændre, men virksomheden har basalt set to muligheder for at forbedre sin konkurrence i forhold til de andre virksomheder: Konkurrence på pris eller produktdifferentiering. Og her kan miljøforhold have en væsentlig indvirkning.

Ved konkurrence på pris kan produktionsomkostningerne mindskes som følge af miljøeffektivisering og dermed give plads til at sænke prisen. Lovgivningsmæssige miljøkrav, der kræver miljøinvesteringer, kan til gengæld fordyre produktionen og dermed stille virksomheden dårligere konkurrencemæssigt. Denne ulempe er dog uden betydning, hvis lovgivningen også gælder konkurrenterne. Nogle virksomheder har i tidens løb sænket deres omkostninger ved at "dumpe" miljøet, men da der er stor risiko for virksomhedens omdømme, og da der i flere og flere lande nu arbejdes med "forureneren betaler-princippet", kan sådan en strategi give direkte bagslag.

Der er også mulighed for at differentiere sit produkt miljømæssigt. Virksomheden kan markedsføre sit produkt som miljøvenligt og får dermed en fordel over for produkter, der er mindre miljøvenlige. Det kræver naturligvis, at virksomheden kan dokumentere, at produkterne eller produktionen er mere miljøvenlig. Nogle virksomheder gør dette gennem en miljøcertificering af produktionen eller ved at få sine produkter miljømærket. Andre virksomheder vælger at lave en miljøvaredeklaration, der fortæller om produktets miljøbelastning, eller at fortælle mere generelt om deres miljøpræstation i miljø- eller bæredygtighedsrapportering.

9.2 Truslen fra nye konkurrenter

Truslen fra nye konkurrenter er især afhængig af, hvilke adgangsbarrierer der hersker, og hvorledes de etablerede firmaer forventes at reagere over for "en ny" i branchen i øvrigt.

Miljøforhold kan danne adgangsbarrierer for nye konkurrenter. Hvis et land har en restriktiv miljølovgivning, kan det være vanskeligt for virksomheder udefra at leve op til kravene og dermed komme ind på dette marked. Dette har for eksempel stået meget centralt i den danske debat om retursystemet, hvor lovgivningen om brug af glasflasker holdt virksomheder ude af det danske marked.

De etablerede virksomheder kan også selv danne barrierer ved, at de alle har en vis miljøstandard, og at der er skabt en forventning om dette hos forbrugerne.

9.3 Kundernes forhandlingskraft

Jo mere virksomheden er afhængig af sine enkelte kunder, desto større er kundernes forhandlingskraft og dermed deres mulighed for at presse prisen og stille krav til produktet. Som beskrevet under konkurrencen i branchen, er kundernes forhandlingskraft endvidere afhængig af, hvor høj grad af produkt-differentiering der er i branchen, og hvor nemt kunderne kan skifte til en konkurrent.

Igen vil miljø kunne være en parameter, der kan styrke virksomhedens produkt over for kunderne. Ifølge Europa-Kommissionens information om miljømærket Blomsten er fire ud af fem forbrugere villige til at betale mere for et produkt, forudsat at de kontrolleres af en uafhængig organisation. Virksomheden kan således stå stærkere i forhold til visse kundegrupper, hvis den har et miljøvenligt produkt.

9.4 Leverandørernes forhandlingskraft

Leverandørernes forhandlingskraft er afhængig af, hvor nemt det er for virksomheden at skifte leverandør, og hvorvidt forsyningen kan blive en begrænsning for virksomhedens udvikling.

Hvis en virksomhed fastlægger sig på at foretage miljøvenlige indkøb, kan det øge leverandørernes forhandlingskraft, fordi udvalget af leverandører mindskes. Det kan også være, at selve den miljørigtige vare er begrænset. Det gælder eksempelvis FSC-mærket træ, der garanterer bæredygtig skovdrift, hvor der er forholdsvis få leverandører set i relation til det samlede marked.

9.5 Truslen fra substituerende produkter

Ved substituerende produkter tænkes på produkter i andre brancher, som kan dække samme behov og dermed fortrænger virksomhedens produkt fra markedet. På miljøområdet er denne overvejelse meget relevant.

Et eksempel kan være energiproduktion, der substitueres med produktion af isoleringsmateriale. Det kan også være bilproduktion, der substitueres med

kollektiv trafik eller lignende. Virksomheden må ud fra denne betragtning være opmærksom på de miljømæssige tendenser og vurdere, om virksomhedens produkt har en miljøprofil, der gør det oplagt, at nogle vil forsøge at finde substituerende produkter. Nogle virksomheder går i gang selv. En virksomhed som Royal Dutch Shell har for år tilbage omdefineret sig fra at være et olieselskab til at være et energiselskab, og virksomheden arbejder nu også med alternative energiformer.

Fokuset på miljø kan således bidrage til den forretningsmæssige innovation, der er meget vigtig for at skabe langsigtet Shareholder Value.

9.6 Opsummering

Miljøforhold kan medføre både risici og muligheder for virksomheden, når det gælder indtjening.

Prismæssigt vil det variere fra virksomhed til virksomhed, om miljøindsatsen medfører et billigere eller dyrere produkt.

I nogle brancher vil miljøhensyn være et minimumskrav fra kunderne, så der er ingen gevinst ved at leve op til det, men derimod kan der være en risiko ved ikke at gøre det. I andre brancher har et grønt image eller et produkt, der er miljømæssigt fordelagtigt, en konkurrencemæssig parameter over for nuværende og fremtidige konkurrenter. Ligeledes kan truslen fra substituerende produkter være mindre, hvis virksomheden har det miljørigtige alternativ. En risiko kan dog være, hvis virksomheden er afhængig af særlige miljøcertificerede leverandører.

Omvendt kan en virksomhed, der har mindre styr på sine miljøforhold eller ikke optimerer sit produkt miljømæssigt, løbe en risiko for at blive udkonkurreret af nye, mere miljørigtige produkter eller substituerende produkter. Den kan også blive stillet over for kundekrav, som vil være vanskelige at honorere. Det er ikke sikkert, at risiciene er store lige nu, men enhver virksomhed må forholde sig til den fremtidige mulighed derfor.

Det kan således ikke siges generelt, at miljøvenlige virksomheder vil have en bedre eller dårligere indtjening end mindre miljøvenlige virksomheder. Det kræver en analyse af konkurrencevilkårene for den enkelte virksomhed.

10 Kapitalomkostninger

Kapitalomkostningerne eller WACC (Weighted Average Cost of Capital) er lig det afkast, som virksomhedens investorer og långivere forventer af deres investering. Som beskrevet i kapitlet med Economic Profit, øger en virksomhed sine investorers værdi, hvis den skaber et overskud, der er højere en WACC, og nedbryder til gengæld Shareholder Value, hvis overskuddet ligger under WACC. Investorenes og långivernes afkastkrav vil være afhængigt af virksomhedens risikoprofil. Jo højere risiko, desto større afkastkrav.

Dette gør virksomhedens ledelsesstil og risikostyring til væsentlige parametre i relation til Shareholder Value. Det er tilsvarende parametre, der samtidig står helt centralt i begrebet Corporate Governance (sammenhængen til Corporate Governance uddybes i kapitel 14).

10.1 Miljørisici

I Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark nævnes miljø som en vigtig faktor, som virksomheder bør inddrage i deres risikostyring:

"Risikostyring fokuserer også på procedurer for styring af skader, kontraktindgåelse, arbejdssikkerhed, miljø og sikring af fysiske værdier." (Nørby-udvalget, 2001, s. 62)

Miljørisici kan omfatte:

- Miljøuheld, hvor der efterfølgende skal betales for oprydning eller foranstaltninger til at mindske forureningens omfang.
- Forbud imod brug af særlige kemikalier eller materialer. En virksomhed kan risikere, at et kemikalie udfases, og at den dermed må omlægge sin produktion.
- Virksomhedens produkt forbydes eller mister sit marked på grund af miljøforhold. For eksempel kan de kommende CO₂-kvoter mindske efterspørgslen på fossile brændsler. Det kan også gælde forbruger-boycot af særlige produkter såsom genmodificerede madvarer.
- Indførsel af love om udvidet produktansvar, hvor virksomheden forpligtes til at tilbagetage produkter efter brug til genanvendelse.

Hvis virksomheden ikke hele tiden følger med i kommende lovgivning og forventningerne fra samfundet, løber den således en risiko for at miste sit produktions- eller kundegrundlag.

10.2 Håndtering af miljørisici

Der er naturligvis mange af risiciene, der er branchespecifikke, men der kan være stor forskel på, hvordan virksomheder i samme branche håndterer risici. Et klart eksempel på dette er vist i CERES-rapporten "Corporate Governance and Climate Change" (2003). I rapporten analyseres, hvordan 20 af verdens virksomheder har valgt at forholde sig til drivhuseffekten i deres virksomhedsstrategi og ledelsespraksis. Virksomhederne er alle inden for olie- og bilindustrien. To industrier, hvis produktion og produkter medfører store emissioner af drivhusgasser.

Analysen tager udgangspunkt i en "Climate Change Governance List" med 14 specifikke ledelsesaktiviteter, der adresserer drivhuseffektproblematikken.

Climate Change Governance List

Bestyrelsesniveau

1. Nedsæt en bestyrelseskomite med direkte ansvar for miljømæssige forhold
2. Lav en vurdering af aspekterne ved drivhuseffekt på bestyrelsesniveau og følg op på, at virksomheden udarbejder passende strategier

Ledelsesniveau

3. Placer miljøchefen centralt i organisationen lige under den administrerende direktør eller ledelsesgruppen
4. Indarbejd mål på drivhuseffekt i aflønningssystemet
5. Få ledelsen til at give en klar og proaktiv udmelding omkring virksomhedens mål og standpunkt i forhold til drivhuseffekt

Rapportering

6. Medtag en beskrivelse af risici og muligheder i relation til drivhuseffekt i virksomhedens investorinformation
7. Udarbejd en bæredygtighedsrapport og beskriv heri drivhuseffekt og virksomhedens drivhusgasemissioner

Emissionsdata

8. Beregn og registrer besparelser og stigninger i drivhusgasemissioner ved virksomhedens projekter
9. Lav en fuldstændig kortlægning af virksomhedens drivhusgasemissioner og rapporter resultaterne direkte til investorerne
10. Lav en baseline for emissioner (minimum 10 år tilbage) til vurdering af udviklingen over tid
11. Udarbejd en vurdering af virksomhedens fremtidige emissioner og opstil mål for at håndtere og kontrollere dem
12. Få en ekstern verifikation af, at emissionsopgørelserne er korrekte

Andre aktiviteter

13. Deltag i et frivilligt handelssystem for drivhusgasser
14. Indkøb eller udvikl fornyelige energikilder

(Cogan, 2003, s. 2)

I analysen er det vurderet, i hvor høj grad hver af de 20 virksomheder har gennemført de 14 aktiviteter. Resultatet af undersøgelsen viste, at der var store forskelle inden for branchen. De europæisk baserede olievirksomheder havde implementeret alle 14 punkter, imens deres konkurrenter i USA kun havde fulgt fire eller fem. Bilvirksomhederne gik fra fem punkter og op til ti, så også her var der en vis forskel, men billedet var ikke så tydeligt rent geografisk.

Som eksemplet viser, er der ikke forskel på den potentielle risiko, som virksomhederne udsættes for, men der er stor forskel på, om risikoen håndteres, og dermed hvad den risiko bliver for den enkelte virksomhed.

Tiltagene, der er vist i de 14 punkter, går også igen i Nørby-udvalgets rapport, der blandt andet anbefaler, ”at bestyrelsen sørger for, at direktionen etablerer effektive risikostyringssystemer, og at bestyrelsen løbende følger op på disse med henblik på at sikre, at de til enhver tid fungerer effektivt i lyset af selskabets behov.(...) Risikostyringssystemet skal definere risikoen og beskrive, hvorledes den løbende elimineres, kontrolleres eller afdækkes.” (Nørby-udvalget, 2001, s. 62)

Og så er det naturligvis vigtigt at fortælle investorerne, at virksomheden styrer sine miljøforhold. Flere og flere virksomheder indarbejder da også miljøinformation i deres finansielle rapportering.

10.3 Adgang til særlige fonde

Ud over at investorer i al almindelighed vurderer risikoen ved en given investering, giver god miljøstyring også adgang til særlige etiske fonde, der lægger vægt på, at de virksomheder, der investeres i, er de mest miljøvenlige eller lever op til et særligt kodeks.

11 Value Growth Duration

Value Growth Duration vedrører den fremtidige værdiskabelse i virksomheden. Ved værdisætningen af aktier sætter markedet implicit en tidsperiode for, hvor længe virksomheden vil skabe Shareholder Value. Det vil sige den periode, hvor indtjeningen fra en investering eller et produkt er højere end kapitalomkostningerne. Denne periode kaldes Value Growth Duration (VGD), og ifølge Rappaport (2002) kan perioden variere fra 15-25 år for virksomheder med en klar konkurrencemæssig fordel til 0 år for virksomheder med en dårlig konkurrencemæssig situation eller i brancher med høj intern konkurrence. Et meget tydeligt eksempel på en VGD-periode kan være en patentperiode, hvor konkurrencefordelen forsvinder, når patentet udløber.

11.1 Miljørisici og muligheder

VGD vil ligesom WACC være afhængig af fremtidige risikomomenter. Det kan igen være fremtidig miljølovgivning eller ændringer i forbrugerholdninger, der kan ændre på produktionsomkostningerne eller indtjeningen.

Virksomheder, der ikke inddrager miljøforhold i deres risikostyring, risikerer således at blive overhalet af virksomheder, der har forberedt sig på disse risici.

Da VGD omhandler fremtiden og dermed mange ukendte faktorer, er det vanskeligere at kvantificere miljøets indflydelse på Shareholder Value, men der findes eksempler på vurderinger af fremtidig lovgivnings indflydelse på de konkurrencemæssige forhold i en branche.

Repetto & Austin (2001) har udarbejdet en metode til at analysere kommende lovgivnings indvirkning på virksomheders økonomi og konkurrencesituationen i branchen. Metoden har været anvendt i den amerikanske papirindustri (Repetto & Austin, 2001) og olieindustri (Austin & Sauer, 2001). På en række miljøområder inden for hver industri opstilles der scenarier for mulige lovgivningsmæssige tiltag, og det vurderes, hvilke omkostninger sådanne tiltag vil medføre i de enkelte virksomheder. Analyserne viser et tydeligt billede af, hvilke virksomheder der er bedst forberedt på at håndtere kommende lovgivning og dermed deres fremtidige risikoprofil.

12 Tjek på Shareholder Value og miljø i virksomheden

I kapitel 7 til 11 er der nu tegnet et billede af de sammenhænge, der generelt set er imellem Shareholder Value og virksomhedens miljø. Nedenstående spørgsmål kan være en indgangsvinkel til at kortlægge, hvor godt kendskab der er til sammenhængen i virksomheden, og om det er noget, der arbejdes struktureret med. Hvis ikke kan spørgsmålene bruges som en tjekliste over de punkter, der kan sættes fokus på i en kortlægning. Virksomheden kan stille spørgsmålene til sig selv, eller investorer og andre interessenter kan stille dem til virksomheden.

Anlægsinvesteringer

- *Tages der højde for miljøbesparelser og omkostninger i forbindelse med investeringsvurderinger?*
- *Tages der højde for miljøforhold i forbindelse med vurderingen af eksempelvis ny teknologi?*

Driftsomkostninger

- *Ved ledelsen, hvilken økonomisk betydning miljøforhold har for virksomheden?*
- *Hvilke miljørelaterede omkostninger har virksomheden?*
- *Hvilke miljørelaterede indtægter eller besparelser har virksomheden?*

Salgsvækst og overskudsgrad

- *Kender virksomheden sit marked miljømæssigt?*
 - *Er miljø en parameter i den eksisterende konkurrence på markedet?*
 - *Findes der miljømæssige adgangsbarrierer for nye konkurrenter?*
 - *Er kunderne interesseret i miljøforhold?*
 - *Er der flaskehalse for miljøvenlige leverancer?*
 - *Er der en trussel fra substituerende produkter, der er mere miljøvenlige?*
- *Inddrages miljøhensyn i produktudviklingen?*
- *Fortæller virksomheden om de miljøforhold, der interesserer virksomhedens interessenter i bred forstand og kunder i særdeleshed?*

Kapitalomkostninger

- *Risikostyring:*
 - *Hvordan sikrer ledelsen, at virksomheden opfylder lovgivningen på miljøområdet?*
 - *Kender ledelsen virksomhedens miljørisici?*
 - *Får ledelsen løbende informationer om miljøudviklingen, så den kan styre denne?*
 - *Kender virksomheden sine interessenter og deres holdninger?*
 - *Indgår virksomheden i dialog med sine ejere og interessenter?*
- *Inddrages miljø i vurderingen ved køb og salg af afdelinger eller andre virksomheder?*
- *Rapporterer virksomheden om de miljøforhold, der interesserer investorerne?*

- *Illustrerer virksomhedens rapportering sammenhængen imellem miljø og Shareholder Value?*

Value Growth Duration

- *Hvordan følger ledelsen med i kommende miljølovgivning og sikrer virksomheden i forhold til denne?*
- *Har ledelsen udarbejdet en strategi for kommende miljølovgivning*
- *Er der udarbejdet økonomiske vurderinger af fremtidig miljølovgivnings indvirkning på Shareholder Value?*

13 Beregningseksempel for samspillet imellem miljø og Shareholder Value

I dette kapitel gives der tre eksempler på, hvordan virksomhedens miljøforhold kan indvirke på Shareholder Value, og hvordan dette kan fremhæves i de finansielle nøgletal.

Alle eksemplerne omhandler den fiktive virksomhed ESV A/S, der har en produktion af elektriske produkter.

Nedenstående viser nøgletal fra ESV A/S' årsrapport fra 2003. Nøgletallene er beregnet på baggrund af resultatopgørelsen og balancen, der kan ses i bilag A. Det er disse tal, der er udgangspunktet for beregningerne af miljøets betydning for ESV A/S' Shareholder Value.

Virksomhedens nøgletal	1999	2000	2001	2002	2003
EBITDA (%)	10%	9%	9%	9%	9%
NOPAT (mio. kr.)	30,4	32,6	44,6	46,1	48,7
ROCE - return on capital employed (%)	19%	18%	20%	17%	16%
Economic Profit, EP (mio. kr.)	17,3	17,8	26,7	24,7	24,6

Tabel 1: Finansielle nøgletal for ESV A/S, som de fremstår uden miljøøkonomiske beregninger

13.1 Investering i renere teknologi og effekten på EP

I 2002 foretager ESV A/S en investering i renere teknologi på 6 mio. kroner. Formålet med den renere teknologi er at sænke ESV's udledning af CO₂ pr. år med ca. 10%. Da ESV A/S har en stor egenproduktion af energi, vil virksomheden blive underlagt EU's CO₂-kvotehandling. Det forventes, at ESV A/S får en CO₂-kvote for årene 2005 og fremefter, der medfører en reduktionsforpligtelse på ca. 10%. Såfremt investeringen ikke var foretaget, måtte det påregnes, at ESV skulle købe kvoter eller i værste fald betale en kvoteafgift på 40 Euro pr. ton for hvert af årene 2005-2007 og på 100 Euro pr. ton for årene 2008-2012.

Det undersøges, hvad den fremtidige besparelse har af effekt på investeringen og Economic Profit (EP) for investeringsåret 2002. Da markedsprisen for CO₂-kvoter ikke er kendt, vælger ESV at regne med de kendte kvoteafgifter.

I nedenstående tabel er den forventede besparelse i kvoteafgiften tilbagediskonteret til en nutidsværdi i investeringsåret 2002.

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Forventet ton CO ₂ uden investering	11.700	12.400	12.500	12.600	13.000	13.000	13.500	13.500	14.000	14.000	14.500
Forventet besparelse ved investering målt i kvoter (ton CO ₂)	-	-	-	1.100	1.100	1.100	1.250	1.250	1.250	1.250	1.250
Værdi i besparet kvoteafgift (tkr.)	0	0	0	328	328	328	931	931	931	931	931
Diskonteringsfaktor 8%	1,000	0,926	0,857	0,794	0,735	0,681	0,630	0,583	0,540	0,500	0,463
Nutidsværdien af den sparede kvoteafgift (tkr.)	3.255	-	-	260	241	223	587	543	503	466	431

Tabel 2: Beregning af nutidsværdien af den sparede kvoteafgift

Den tilbagediskonterede værdi på 3.255 mio. kr. fratrækkes den investerede kapital, hvilket svarer til, at investeringen på 6 mio. kr. sættes til at være 2.645 mio. kr., idet der tages højde for besparelsen ved investeringen.

Afkastkravet til den investerede kapital i ESV A/S er 8%, og som det kan ses i virksomhedens nøgletal (tabel 1), er ESV A/S' driftsresultat efter skat (NOPAT) i 2002 46,1 mio. kr. Med udgangspunkt i disse tal fås følgende resultat:

	Opgørelse uden hensyn til den sparede kvoteafgift	Opgørelse med hensyn til den sparede kvoteafgift
Investeret kapital (mio. kr.)	268,0	264,7
Economic Profit (mio. kr.)	24,7	25,0

Tabel 3: Sammenligning af Economic Profit med og uden miljøbesparelse

Hvis man tager højde for besparelserne ved investeringen, bliver EP således 300 tkr. højere end ved den traditionelle beregning.

13.2 Ressourceeffektivitet og effekten på ROCE

I 2002 gennemfører ESV A/S en effektiviseringsproces, der medfører et fald i materialeforbrug på 2%. Endvidere medfører processen, at lagerbeholdningen af råvarer også falder med 2%.

For at vurdere, om resultatet har været indsatsen værd, beslutter ledelsen sig for at finde ud af, hvad effekten af processen har været på virksomhedens økonomi. Det beregnes, hvad ROCE og Economic Profit ville have været, hvis effektiviseringen ikke var gennemført.

<i>Nøgletal</i>	2002	2003
NOPAT med ressourceeffektivitet (mio. kr.)	46,1	48,7
NOPAT uden ressourceeffektivitet (mio. kr.)	43,5	46,0
Arbejdende kapital med ressourceeffektivitet (mio. kr.)	173,0	158,0
Arbejdende kapital uden ressourceeffektivitet (mio. kr.)	173,3	158,3
ROCE med ressourceeffektivitet	40%	47%
ROCE uden ressourceeffektivitet	38%	44%
EP med ressourceeffektivitet (mio. kr.)	24,7	24,6
EP uden ressourceeffektivitet (mio. kr.)	22,1	21,9

Tabel 4: Beregning af traditionelle nøgletal samt nøgletal, som de havde set ud, hvis miljøprojektet ikke havde været gennemført

Som det ses af tabel 4, har effektiviseringen medført, at:

- Driftsresultatet efter skat (NOPAT) er steget som følge af det mindre ressourceforbrug
- Den arbejdende kapital er faldet som følge af minimeringen af lagerbeholdningen
- Disse to effekter giver tilsammen en stigning i ROCE på henholdsvis 2% og 3% i 2002 og 2003
- I forbedret Economic Profit betyder dette en værdistigning på henholdsvis 2,6 mio. kr. og 2,7 mio. kr. i 2002 og 2003

13.3 Produktansvar og effekten på EBITDA

I 2002 foretager ESV A/S en hensættelse på 8 mio. kroner til omkostninger forbundet med indførelsen af det kommende direktiv om tilbagetagelse af elektronikaffald. Direktivet betyder, at producenten får ansvar for at finansiere indsamling, behandling og bortskaffelse af udtjente og skrottede produkter. Direktivet forventes først at træde i kraft den 13. august 2005, men omfatter også indsamling af produkter, der er solgt før denne dato.

Hensættelsen bliver opgjort på basis af omsætningen i 2002. Forpligtelsen til at finansiere tilbagetagelse af produkter solgt før 2002 oplyses i årsregnskabet som en eventualforpligtelse grundet usikkerhed om forpligtelsens økonomiske omfang. I 2003 justeres hensættelsen til 10 mio. kr. som følge af omsætningen i 2003. ESV A/S forventer på længere sigt at kunne lægge en del af omkostningerne på salgsprisen, men det har ikke været muligt for 2002 og 2003.

Hensættelsernes betydning for indtjeningen, EBITDA og Economic Profit opgøres.

<i>Nøgletal</i>	2002	2003
EBITDA med produktansvar	9,2%	9,1%
EBITDA uden produktansvar	10,0%	10,3%
NOPAT med produktansvar (mio. kr.)	46,1	48,7
NOPAT uden produktansvar (mio. kr.)	51,4	55,3
EP med produktansvar (mio. kr.)	24,7	24,6
EP uden produktansvar (mio. kr.)	30,0	31,2

Tabel 5: Beregning af nøgletal med og uden produktansvar

Som det ses, ville EBITDA have været henholdsvis 0,8% og 1,2% højere, hvis virksomheden ikke skulle foretage denne hensættelse, og Economic Profit ville have været henholdsvis 5,3 mio. kr. og 6,6 mio. kr. højere i 2002 og 2003.

14 Få de tre elementer i spil

Miljø, Shareholder Value og Corporate Governance. Hvordan hænger det hele så sammen?

Både Shareholder Value og miljø er forretningsmål. Og som det er illustreret igennem rapporten, er der en sammenhæng imellem de to mål. Sammenhængen er nogle gange positiv og nogle gange negativ, men de er sjældent uafhængige.

Det er de færreste virksomheder, der på nuværende tidspunkt er klædt på til at kunne måle og styre disse sammenhænge. Indførelse af Corporate Governance-principperne med både Shareholder Value og miljømål for øje er den operationelle måde at få sammenhængene i spil på.

Kapitel 12 gav en række spørgsmål til at kortlægge sammenhængene imellem Shareholder Value og miljø. På samme måde kan der stilles spørgsmål til de konkrete udfordringer til virksomhedens Corporate Governance og sammenhængen til Shareholder Value og miljø. Spørgsmålene er opbygget om punkterne i Nørby-udvalgets rapport, der blev introduceret i kapitel 5. De kan således bruges til at kortlægge, om de grundlæggende forudsætninger for god ledelse af Shareholder Value og miljø er på plads i virksomheden.

Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen

Aktionærerne har en interesse i at have god adgang til informationer i virksomheden. De gives dermed muligheder for at udøve indflydelse på et informeret grundlag på generalforsamlinger. Aktionærerne efterspørger måske ikke umiddelbart miljøinformationer, hvis de ikke kan se den økonomiske relevans. Men den kan virksomheden illustrere gennem sammenstilling af Shareholder Value og miljø.

Interessenternes rolle og betydning for selskabet

Til god selskabsledelse hører også, at virksomheden bevarer et godt forhold til enhver, der berøres af selskabets dispositioner. Det kan eksempelvis være medarbejdere, naboer, kunder eller interesseorganisationer. Af konkrete tiltag nævnes udarbejdelse af en miljøpolitik samt løbende dialog med interessenterne.

Miljøpolitikken bør give de overordnede retningslinjer for miljøarbejdet. Politikken skal være realistisk og afspejle niveauet for virksomhedens miljøarbejde. Miljøpolitikken fortæller således, hvordan miljøarbejdet reelt er, og kan eventuelt suppleres med en vision for virksomhedens miljøforhold på længere sigt.

Miljøpolitikken kan endvidere ses som det sted, hvor virksomheden over for samfundet formulerer og påtager sig et ansvar. Dette ansvar skal naturligvis gerne harmonere med de forventninger, der er fra investorer/ejere og samfundet generelt.

- *Harmonerer miljøpolitikken med ejeres og interessenters forventninger?*
- *Bakker direktionen op om miljøpolitikken?*
- *Bakker bestyrelsen op om miljøpolitikken?*

- *Ved direktionen, om miljøpolitikken afspejler det reelle miljøarbejde?*
- *Ved bestyrelsen, om miljøpolitikken afspejler det reelle miljøarbejde?*
- *Afspejler miljøpolitikken det reelle miljøarbejde?*
- *Kender virksomheden sine interessenter?*
- *Indgår virksomheden i en dialog med interessenterne? Og hvad bruges dialogen til?*

Åbenhed og gennemsigtighed

Rapportering er et centralt element i "åbenhed", som er en af nøgledeerne i Corporate Governance. Det skal være muligt for omverdenen at følge med i, om virksomheden lever op til sit samfundsansvar - såvel moralsk, økonomisk som juridisk. Endvidere er åbenhed og gennemsigtighed en forudsætning for kvalificeret feedback fra virksomhedens interessenter - herunder aktionærer.

- *Rapporterer virksomheden om de miljøforhold, der interesserer investorerne?*
- *Rapporterer virksomheden om de miljøforhold, der interesserer virksomhedens interessenter i bred forstand?*
- *Illustrerer rapporteringen sammenhængen imellem miljø og Shareholder Value?*

Bestyrelsens opgave og ansvar

I mange virksomheder har miljøaktiviteterne hovedsageligt været placeret hos en stabsfunktion på det operationelle niveau i virksomheden frem for hos virksomhedens topledelse.

Hvis bestyrelsen ikke er bekendt med de miljørisici og muligheder, kan beslutningerne træffes på et forkert grundlag. Den miljøviden betyder ikke nødvendigvis, at en beslutning vil falde anderledes ud. Men det betyder, at direktionen og bestyrelsen har truffet beslutningen på et kendt grundlag.

- *Kender bestyrelsen virksomhedens miljørisici og -muligheder?*
- *Hvordan foregår videndeling i organisationen i relation til miljø?*
- *Indgår miljø som en parameter i den interne ledelsesrapportering?*
- *Er der opstillet nøgletal for miljø og miljøøkonomi?*
- *Kortlægges miljørisici og -muligheder systematisk ved større beslutninger?*

Bestyrelsens sammensætning

Hvis bestyrelsen skal kunne forholde sig de miljømæssige risici og muligheder, kræver det, at der er bestyrelsesmedlemmer med denne kompetence.

- *Indgår viden om miljø som et kriterium ved sammensætning af bestyrelsen?*
- *Hvad er miljøkompetencerne i den eksisterende bestyrelse?*

Aflønning af bestyrelse og direktion

- *Indgår miljø som en parameter i incitamentsaflønning af bestyrelse og direktion?*

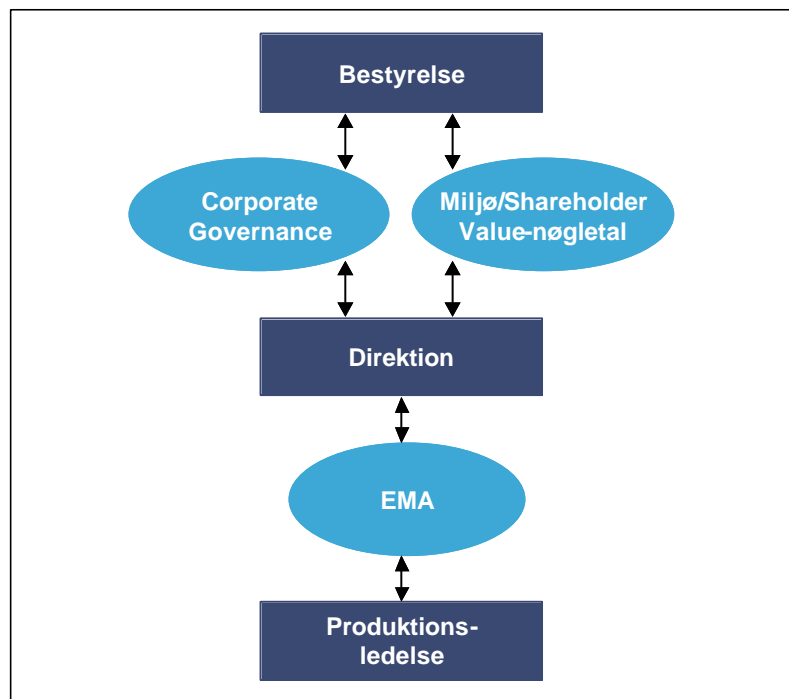
Risikostyring

- *Hvordan sikrer ledelsen, at virksomheden opfylder lovgivningen på miljøområdet - nu og i fremtiden?*
- *Kender ledelsen virksomhedens miljørisici?*
- *Inddrages miljø i vurderingen ved køb og salg af afdelinger eller andre virksomheder?*
- *Kender virksomheden sit markeds miljøprofil?*

Rammerne er til stede for at få sat miljø og Shareholder Value i sammenhæng og dermed forbedre virksomhedens grundlag for at træffe beslutninger og se værdien af miljøarbejdet.

På bestyrelses- og direktionsniveau ligger redskaberne i Corporate Governance-principperne og en sammenstilling af miljø og Shareholder Value i udvalgte nøgletal. På direktionsniveau og i den daglige produktionsledelse er redskabet til integration af miljø og driftsøkonomi Environmental Management Accounting (EMA).

Da miljø påvirker virksomheder forskelligt, er det i første omgang en ledelsesopgave under Corporate Governance at kortlægge betydningen af miljø for den enkelte virksomhed, så virksomheden kender sine risici og muligheder.



Figur 7: Værktøjer til virksomhedens miljøøkonomi

Redskaberne til at kombinere miljø og økonomi er der. Det er et spørgsmål om at bryde faggrænser og vælge at bruge dem.

15 Ordforklaring

Aktiver	Ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden
Corporate Governance	Sætter rammerne for ansvarsfuld virksomhedsledelse
EBITDA	Earnings Before Interest Depreciations and Amortizations Resultatet før finansielle poster og afskrivninger
EBITDA%	Overskudsgraden før afskrivninger Beregnes som resultatet før finansielle poster og afskrivninger divideret med nettoomsætning
EP	Economic Profit $EP = NOPAT \div (Investeret\ kapital * WACC)$
Ikke-rentebærende passiver	Egenkapital og hensatte forpligtelser
Kapitalomkostninger	$Kapitalomkostninger = investeret\ kapital * WACC$
Kapitalværdi	Beregnet nutidsværdi af fremtidige aktiver og passiver
Markedsværdi	Salgsprisen på et givent tidspunkt
NOPAT	Net Operating Profit After Tax Driftsresultatet efter skat
Passiver	Samlet betegnelse for egenkapital og forpligtelser
ROCE	Return On Capital Employed Resultat før finansielle poster divideret med arbejdende kapital
Shareholder Value	Er den værdi, som virksomheden skaber til aktionærene. Den består af udviklingen i virksomhedens markedsværdi (børskurs) og det løbende udbytte, der udbetales til aktionærene
WACC	Weighted Average Cost of Capital Investorerens vægtede afkastkrav

Resultatopgørelse og balance for ESV A/S 2003

Resultatopgørelsen

mio. kroner

	1999	2000	2001	2002	2003
Nettoomsætning	470	600	870	900	950
Produktionsomkostninger	410	523	759	785	828
Bruttoresultat	60	77	111	115	122
Distributionsomkostninger	9	12	17	18	19
Administrationsomkostninger	11	18	26	27	29
Kapacitetsomkostninger i alt	20	30	43	45	48
Resultat før finansielle poster	40	47	68	70	74
Finansielle indtægter	2	2	6	4	4
Finansielle udgifter	3	4	4	5	6
Finansielle poster	-1	-2	2	-1	-2
Resultat efter finansielle poster	39	45	70	69	72
Resultat før skat	39	45	70	69	72
Selskabsskat	9	14	24	24	25
Årets resultat	30	31	46	45	47
Skatteprocent	24%	30%	34%	34%	34%

Balancen

Aktiver mio. kroner

	1999	2000	2001	2002	2003
Goodwill	3	3	2	2	1
Udviklingsprojekter	1	5	0	0	5
Immaterielle anlægsaktiver	4	8	2	2	6
Grunde og bygninger	29	28	27	26	25
Produktionsanlæg og maskiner	19	25	30	32	30
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	43	40	56	67	70
Materielle anlægsaktiver*	91	93	113	125	125
Værdipapirer	8	17	20	42	33
Finansielle anlægsaktiver	8	17	20	42	33
Anlægsaktiver	103	118	135	169	164

Varebeholdninger	75	96	139	144	152
Tilgodehavender fra salg	50	64	70	80	90
Andre tilgodehavender	10	12	15	14	19
Tilgodehavender	60	76	85	94	109
Likvide beholdninger	5	6	6	2	15
Omsætningsaktiver	140	178	230	240	276
Aktiver i alt	243	296	365	409	440

Passiver <i>mio. kroner</i>	1999	2000	2001	2002	2003
Aktiekapital	10	10	10	10	10
Overført overskud tidligere år	62	87	113	154	194
Overført overskud	30	31	46	45	47
Udloddet udbytte for regnskabsåret	5	5	5	5	5
Egenkapital	97	123	164	204	246
Udskudt skat	12	10	12	13	15
Hensættelser	20	21	15	19	20
Hensatte forpligtelser	32	31	27	32	35
Gæld til realkreditinstitutioner	23	21	19	17	15
Langfristede gældsforpligtelser	23	21	19	17	15
Kortfristet del af langfristet gæld	2	2	2	2	2
Bankgæld	15	14	17	15	17
Leverandører af varer og tjenesteydelser	40	61	101	89	73
Selskabsskat	4	9	13	24	23
Anden gæld	30	35	22	26	29
Kortfristede gældsforpligtelser	91	121	155	156	144
Gældsforpligtelser	114	142	174	173	159
Passiver i alt	243	296	365	409	440

*Årlige afskrivninger på materielle anlægsaktiver

10%

Litteratur

Austin & Sauer (2001): Austin, Duncan & Sauer, Amanda: *"Changing Oil - Emerging Environmental Risks and Shareholder Value in the Oil and Gas Industry"*, World Resources Institute, Washington, 2001.

Bennett et al (2002). *Environmental Management Accounting: Informational and Institutional Developments*. Dordrecht: Kluwer.

Blumberg et al. (1996): Blumberg, Jerald; Korsvold, Åge og Blum, Georges: *"Environmental Performance and Shareholder Value"*, World Business Council for Sustainable Development, 1996.

Cogan (2003): Cogan, Douglas G.: *"Corporate Governance and Climate Change: Making the Connection"*, CERES, Boston, 2003.

Elling et al. (1998): Elling, Jens O.; Krogholt Hansen, Carsten og Sørensen, Ole: *"Strategisk regnskabsanalyse"*, Forlaget FSR, Danmark, 1998.

Hasselager et al. (2001): Hasselager, Olaf; Runge Johansen, Aksel; Damgaard, Jens Otto og Steffensen, Henrik: *"Årsrapporten - Kommentarer til årsregnskabsloven"*, Forlaget Thomson A/S, København 2001.

Lægaard & Vest (2003): Lægaard, Jørgen & Vest, Michael: *"Strategi i vinder virksomheder"*, JPBøger, København, 2003.

Madsen & Barslev (2002): Madsen, Anders C. og Barslev, Lars: *"Sådan skabes langsigtet værditilvækst - Implementering af Economic Profit som ledelsesværktøj"*, PricewaterhouseCoopers, 2002.

Nørby-udvalget (2001): *"Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark - Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark"*, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, Danmark, 2001.

Porter, Michael E. (1980): *"Competitive Strategy"*, Free Press, New York, 1980.

Porter, Michael E. (1985): *"Competitive Advantage"*, Free Press, New York, 1980.

Rappaport (1986): Rappaport, Alfred: *"Creating Shareholder Value"*, The Free Press, New York, 1986.

Rappaport (2002): Rappaport, Alfred: *"Why competitive advantage and shareholder value dovetail"*, The Business Times, 09 November 2002.

Repetto & Austin (2001): Repetto, Robert & Austin, Duncan: *"Quantifying the Impact of Corporate Environmental Performance on Shareholder Value"*, side 33-44, Environmental Quality Management, Summer 2001.

Schaltegger & Figge (2000): Schaltegger, Stefan & Figge, Frank: *"Environmental Shareholder Value: Economic Success with Corporate Environmental Management"*, side 29-42 *Eco-Management and Auditing* nr. 7, John Wiley & Sons, 2000.