

Optionsafløjning: Fejl, farer og faldgruber

Af Michael Møller og Niels Chr. Nielsen

Resumé

Optionsafløjning har vundet stor udbredelse. Blandt KFX-selskaberne er der kun tre, der ikke har optionsprogrammer. Formålet med sådanne programmer er at løse et principal-agent-problem og give ledelsen et økonomisk incitament

til større effektivitet og øget målrettethed. Optionsafløjning har imidlertid en række videregående konsekvenser for f.eks. informationsgivning og magtbalancer. Resultatet bliver derfor ikke nødvendigvis som tilsigtet.

Indledning

Optionsafløjning har vundet stor indpas i danske selskaber i de senere år. F.eks. har stort set alle KFX-selskaber optionsafløjning som en del af deres incitamentsstruktur. Gennemgående er optionsarrangementerne af moderat størrelsesorden, som ikke er sammenlignelige med de store programmer, der kan observeres i USA og også i en række europæiske lande. Der er dog en tendens til større programmer, og der har også i Norden været flere tilfælde, hvor optionsprogrammer for ledelsen er blevet afvist af aktionærerne med henvisning til deres størrelsesorden.¹ Det er derfor i høj grad af interesse i et bredere perspektiv at analysere, hvordan optionsafløjning virker som incitamentsstruktur, herunder om det kan give anledning til konflikter eller andre former for organisatoriske uhensigtsmæssigheder.

I det følgende tages seks temaer op:

- Strategiansvar
- Forandringshastighed

- Sociale normer
- Troværdighed
- Risikovillighed
- Magtbalance

Det interessante er ikke, når det fungerer godt, hvad det som hovedregel gør uanset incitamentsstrukturens udformning, men de tilfælde, hvor det går galt. Undertiden meget galt.²

Et principal-agent-problem

Hovedsigtet med optionsafløjning er at løse det, der i fagprofessionelle termer hedder et principal-agent-problem (PA), nemlig at sikre, at agenten gør det, som principalen har ansat ham til at gøre. I praktiske termer er sigtet at sikre, at ledelsen varetager aktionærernes interesser. Der er dog ingen dokumentation for, at optionsafløjning rent faktisk løser et PA-problem. Når man ser på de høje ledelsesløjninger, der kan konstateres specielt i angelsaksiske lande, er det måske nærliggende at konkludere, at optionsafløjning i stedet for at løse et PA-

problem, er resultatet af et PA-problem. Der har end så længe ikke kunnet verificeres nogen sikker sammenhæng mellem CEO's options- og aktiebesiddelser og virksomhedens performance eller mellem ledelsesaflønnings højde og virksomhedens performance.³ I øvrigt er det vanskeligt også konceptuelt at identificere den enkeltes bidrag til et resultat, der er en konsekvens af manges indsats. Hvis en toer-kajak vinder et løb, kan man naturligvis ikke tillægge hele resultatet til den ene roer ud fra den betragtning, at hvis han ikke havde roet, var de blevet nummer sidst.

Strategiansvar

Det er bestyrelsen, der overordnet har ansvaret for og hæfter for de endelige beslutninger vedrørende virksomhedens strategi. Det er direktionen, der implementerer strategien. Det er på ingen måde usædvanligt, at bestyrelse og direktion har forskellig opfattelse af, hvad der er den rigtige strategi.

Direktionen kan derfor meget let komme i den situation, at den skal gennemføre en strategi, den ikke er - fuldstændig - enig i. Det vil i så fald være at føje spot til skade, hvis direktionens aflønning knyttes til en strategi, den ikke selv mener er økonomisk optimal. Samtidigt vil det også være et økonomisk incitament til ikke at handle i overensstemmelse med den af bestyrelsen fastlagte strategi.

Forandringshastighed

Hovedsigtet med økonomiske incitamenter som optionsafløkning er at opnå bedre økonomiske resultater. Jo mere virksomheden og aktionærerne tjener, desto bedre aflønnes ledelsen. Virkeligheden er imidlertid væsentligt mere kompliceret. Her vil der ofte være gode grunde til, at ledelsen er tilbageholdende med at gennemføre hurtige forbedringer. Tre helt åbenbare problemstillinger skal påpeges:

- Bestyrelsen kan med rette forundres, hvis direktionen umiddelbart efter indfø-

relsen af optionsafløkning gennemfører en række forbedringer, der væsentligt forøger virksomhedens økonomiske resultater. Det er naturligt at spørge, hvorfor disse tiltag ikke allerede tidligere blev gennemført. Hurtige forbedringer indebærer derfor let en dokumentation af tidligere illoyalitet.

- Dertil kommer, at det måske heller ikke er i ledelsens økonomiske interesse at gennemføre hurtige forbedringer. Ofte gennemføres optionsafløkning som flerårige optionsprogrammer, hvor der hvert år uddeles et vist antal optioner, som først kan udnyttes efter en vis "karenstid", f.eks. fem år, og hvor udnyttelseskursen f.eks. kan være dagskursen på udstedelsestidspunktet. Ledelsen har her to modstridende interesser. For de allerede udstedte optioner er det ønskværdigt, at selskabets aktiekurs er så høj som mulig. For de endnu ikke udstedte optioner er det ønskværdigt, at selskabets aktiekurs er lav. Så længe antallet af udstedte optioner er mindre end de endnu ikke udstedte optioner, incl. forventede, men endnu ikke aftalte fremtidige optionsudstedelser, har ledelsen for så vidt angår optionsafløningen isoleret betragtet en interesse i lav aktiekurs. M.a.o. er der kun udstedt få optioner, og ligger udnyttelsestidspunktet et godt stykke ud i fremtiden, har ledelsen ingen umiddelbar interesse i en høj aktiekurs.

Betragt f.eks. en virkelig dygtig nyudnævnt ledelse, og lad os for enkeltheds skyld gå ud fra, at virksomheden har valgt at tildele optioner at the money, dvs. at udnyttelseskursen svarer til den aktuelle kurs på udstedelsestidspunktet. Lad os antage, at selskabets aktier ligger i kurs 100. Direktøren får ved sin tiltrædelse en portion optioner og vil hvert år få en ny portion. Det optimale for virksomheden er helt klart, at direktøren øjeblikkeligt indfører alle de forbedringer, han kan. Men er det optimalt for direktøren? Ikke nødvendigvis. Hvis han øje-

blikkeligt sætter en lang række gevinstforøgende tiltag i gang, vil virkningen af disse øjeblikkeligt blive kapitaliseret i aktiekursen. Han vil således kunne opnå en meget stor kursstigning i år 1, men derefter vil aktiekursen – selv om han har overnormal dygtighed – i gennemsnit kun stige med udviklingen i det generelle aktieindeks. Efter år 1 vil han få tildelt optioner med en exercisekurs svarende til dagskursen på dette tidspunkt, dvs. han kan kun forvente en ret beskeden gevinst herpå set i forhold til hans dygtighed.

En alternativ strategi af direktøren ville være ikke at vise al sin dygtighed i starten, således at kursen ikke steg så meget de første år. Han ville så efter det første og det andet år få tildelt optioner med en forholdsvis lav exercisekurs (udnyttelseskurs). Hvis han så herefter indførte gevinstforøgende tiltag, ville han få gevinster på tre års optioner i stedet for på ét års optioner.

En bestikkende oplagt, men forkert, indvending mod argumentationen ovenfor er, at direktøren ved at vise stor dygtighed i starten vil få lønforhøjelse og få tildelt endnu flere optioner de følgende år, således at der ikke er noget incitament til ikke at gøre det bedste fra dag 1. Problemet ved denne argumentation er, at den forudsætter, at bestyrelsen kan bedømme hans dygtighed og aflønner ham herefter. Men hvis det er tilfældet, så har han jo helt uden optioner et incitament til at gøre sit bedste, fordi det giver ham større løn og større bonus.

- For det tredje kommer optionsprogrammer ikke som en tyv om natten. Direktionen kan derfor i et vist omfang disponere ud fra forventning om fremtidig optionsaflønnning eller fremtidig forøget optionsaflønnning. Dette indebærer et incitament til at udskyde forbedringer, samt et incitament til overdrevet forsigtig vurdering af virksomhedens økonomiske resultater.

Konklusionen er derfor, at optionsprogrammer eller forventninger om fremtidige optionsprogrammer kan lægge en dæmper på forbedringsaktiviteter, hvilket er præcist det modsatte af det tilsigtede.

Økonomiske incitamenter og sociale normer

Økonomiske incitamenter, når de anskues isoleret, forudsætter, at de pågældende agents adfærd alene er bestemt af økonomiske drivkræfter. Det, ved vi naturligvis godt, er forkert. Folk kan yde en stor og god arbejdsindsats af mange grunde, f.eks. fordi det forventes, at de gør deres bedste, fordi de betragter ordren som legitime og fair, fordi det bidrager til social anerkendelse, fordi de føler, det – samfundsmæssigt – er en væsentlig sag, de arbejder for, og at det bidrager til et bedre samfund (arbejdet er meningsfuldt, som det ofte udtrykkes) etc.⁴ Dertil kommer drivkræfter, der mere nærmer sig de økonomiske, som f.eks. ønsket om forfremmelse og ønsket om at blive headhunted. Og ikke mindst væsentligt, ønsket om at udvikle sine egne kompetencer og kvalifikationer. Så der er meget andet end umiddelbare økonomiske incitamenter, der driver den enkelte til at gøre en god arbejdsindsats.

Økonomernes modeller er baseret på alt andet lige betragtninger. D.v.s. alt andet lige vil større økonomiske incitamenter bidrage til bedre arbejdsindsats og større økonomiske resultater. Men hvad nu hvis alt andet ikke er lige i den faktiske verden, når de økonomiske incitamenter ændres, kan man så være helt sikker på, at de økonomiske incitamenter fungerer som tilsigtede?

Herom er det vanskeligt at sige noget generelt. Men der er en række eksempler på, at når man forsøger at styre med økonomiske incitamenter, ændrer holdningen til arbejdet sig så meget, at nettoresultatet bliver ringere.⁵

Når folk bruger deres tid på velgørehedsaktivitet, gør de det i den gode sags tjeneste. En række undersøgelser indikerer, at hvis de får betaling for dette arbejde -

evt. bonus af det indsamlede beløb - kan arbejdsindsatsen falde. Nu er det blot et dårligt betalt arbejde.⁶

Tilsvarende er det fundet, at bøder til forældre, der hentede deres børn for sent i børnehaven, ikke medførte, at færre forældre hentede deres børn for sent. Tværtimod. Nu er det jo næsten "legitimt" med sen afhentning.⁷

Andre har fundet tilsvarende effekter af miljøafgifter. Når disse bliver væsentlige, kan incitamentet til miljøvenlig adfærd, fordi det i sig selv er godt, blive reduceret. Nettoresultatet kan blive en mindre miljøvenlig adfærd.⁸

Tilsvarende må det på arbejdsmarkedet tages i betragtning, at når man øger de økonomiske incitamenter, kan en af konsekvenserne heraf være, at en række andre "arbejdsincitamenter" reduceres.

Det er et stort set helt åbent spørgsmål, hvordan optionsaflønning påvirker disse andre arbejdsincitamenter.

Troværdighed

Tillid til information er af afgørende betydning for enhver organisations funktionssevne. En uhensigtsmæssig udformning af de økonomiske incitamenter kan imidlertid forvride informationen.

F.eks. er det en ofte fremført kritik af optionsaflønning, at det ved at være baseret på aktiekursens udvikling stimulerer til kortsigtethed, hvor horisonten ikke går længere end til aktiekursen næste år, eller i bedste fald aktiekursen om tre år. Denne kritik er uberettiget, hvis informationen er troværdig. Aktiekursen om tre år afhænger af, hvad der sker i principiel al fremtid efter de tre år. Dvs. selv om man fokuserer på aktiekursen om tre år, er interessehorisonten principielt uendelig lang.

Den relevante kritik er derfor ikke, at aktiekursen er et kortsigtet aflønningskriterium, hvilket er ukorrekt, men at der sker misinformation, og at der søges manipuleret med aktiekursen. Letfærdig omgang med sandheden er noget ganske andet end et kortsigtet belønningskriterium.

Ser man på den måde, verden rent faktisk udfolder sig, forekommer det desværre en ganske berettiget mistanke, at der ofte sker en letfærdig omgang med sandheden. Det er derfor i høj grad relevant at se på, hvordan de økonomiske belønningsmekanismer kan være bidragende til en sådan letfærdighed.

Aktiekursen afhænger ikke af virksomhedens rent faktiske indtjeningsevne, men af den opfattelse aktiemarkedet har af virksomhedens indtjeningsevne. Personer, hvis indtjening afhænger af aktiekursen, har derfor et incitament til informationsmæssigt at manipulere med aktiekursen. Denne manipulation kan gå begge veje. Lave aktiekurser er attraktive, når der skal udstedes nye optioner. Høje aktiekurser er attraktive, når der skal indfris optioner. I denne forbindelse skal det beagtes, at den sidste form for manipulation lettere kommer for dagens lys, når aktiekurserne så efterfølgende falder. Ingen brokker sig over, at aktiekursen efterfølgende stiger kraftigt.

At dette ikke er akademiske problemstillinger, men i høj grad relevante problemstillinger i den virkelige verden, kan der nævnes utallige eksempler på. Enron og Skandia er to eklatante eksempler. Men mange andre kunne nævnes. Dertil kommer, at de fleste tilfælde af moderate kursmanipulationer slet ikke kommer for dagens lys.

Mange andre belønningsmekanismer hører til i den samme kategori, jf. f.eks. Percy Barneviks eksorbitante pensionsaftale med ABB, hvor pensionen udmåltes på basis af resultatet i de to bedste år.

Ukorrekt information står imidlertid ikke alene. Det kan i høj grad influere på de reelle dispositioner. Dispositioner med kortsigtet afkast kan blive fremmet, fordi de har en "højere informationsværdi" på bekostning af mere langsigtede dispositioner med et større afkast. Med andre ord, muligheden for at manipulere med information kan bevirke, at også forretningspolitikken bliver mere kortsigtet, end hvad der er optimalt.

Det kan fremføres, at man har både en bestyrelse og en revision til at sikre korrekt information. I praksis er det imidlertid ikke altid en lige let sag.

For det første skal man være opmærksom på, at både bestyrelsen og revisionens belønningsmekanisme er asymmetrisk. De straffes, hvis det går dårligere end forventet, men straffes sjældent, hvis det går bedre end forventet. De vil derfor være tilbageholdende med at kritisere, hvad der med et pænt udtryk kan kaldes "forsigtige vurderinger" fra direktionens side. Ofte vil direktionen selv have en interesse i sådanne forsigtige vurderinger, f.eks. før udstedelse af aflønningsoptioner, eller fordi det "ligger i luften", at der kan blive mulighed for et management buy out. Desuden har direktionen naturligvis i almindelighed en interesse i, at der kan vises fremgang fra år til år.

Misinformation går derfor langt fra altid ud på at overvurdere virksomhedens kvaliteter og økonomiske resultater. Men det gør det naturligvis også. Og det er den efterfølgende mest synbare form for misinformation.

Det er velkendt, at de fleste virksomheder, der går konkurs, ofte rent regnskabsmæssigt ser ganske sunde ud umiddelbart før konkursens indtræden. Indtjeningen er måske ikke så god, men ofte er kapitalforholdene forbløffende gode. Det er naturligvis ikke overraskende. Er man på konkursens rand, men der er stadig væk en - om end lille - sandsynlighed for, at man kan overleve, har såvel virksomheden som ledelsen en klar interesse i at udsende positive informations signaler for at sikre virksomhedens og deres egen overlevelse. Ind imellem kan man dog undre sig over, at revisionen, i så høj grad som tilfældet er, "lukker øjnene" i sådanne situationer.

Bestyrelsens mulighed for at sikre korrekt information er svagere end for revisionen. Bestyrelsen har ikke adgang til "grundmaterialet" og må derfor i et betydeligt omfang forlade sig på direktionens information, fortolkninger og vurderinger

og på revisionens "autorisation" af direktionens informationer.

At misinformation er et stort problem i praksis er uomtvisteligt. Hvor stort et problem, det er, er af gode grunde vanskeligt at afgøre. Det er imidlertid en temmelig åbenbar hypotese, at jo større ledelsens økonomiske interesse er i informationen, desto større er sandsynligheden for, at informationen er utroværdig. Det er derfor med god grund, at informationen fra virksomheder med store optionsaflønningsprogrammer for ledelsen ofte betragtes med stor skepsis af de finansielle markeder. Erfaringerne viser, at denne skepsis ofte har været berettiget.

Med andre ord, så er incitamentsaflønning ikke alene et incitament til performance, men også et incitament til svindel. I USA er der for perioden 1992 til 2001 konstateret en sammenhæng mellem incitamentsaflønnings andel af den samlede aflønning for CEO og økonomisk svindel. The Securities and Exchange Commission (SEC) identificerede i denne periode 43 "svindelvirksomheder". Sammenlignes disse 43 firmaer med de 2.500 S&P "uskyl-dige virksomheder", kan det konstateres, at medianændringen for ledelsens aktie- og optionsbeholdning ved en 1000\$ ændring i virksomhedens markedsværdi var mere end dobbelt så høj for de 43 virksomheder som for kontrolgruppen af virksomheder.⁹ Det kan også konstateres, at efterfølgende regnskabsreguleringer i perioden 1997 til 2002 for børsnoterede virksomheder i USA ifølge General Accounting Office (GAO) var mest hyppig for virksomheder med en høj optionsandel i aflønning af CEO.¹⁰

Et særligt spørgsmål er, om bestyrelser bør aflønnes med optioner. I vurderingen af, om optioner er et hensigtsmæssigt aflønningsinstrument for bestyrelsen, er der en afvejning af to hensyn. Umiddelbart er det endnu mere væsentligt end for direktionen, at bestyrelsen orienteres mod at varetage aktionærernes interesser. Det taler for, at det først og fremmest er bestyrelsen, der skal aflønnes med optioner. På den

anden side er bestyrelsen også en kontrolinstans, og det ville være betænkeligt, om såvel direktionen som bestyrelsen havde en fælles interesse i, hvad der pænt kan udtrykkes som manipulation med økonomiske data.

Risikovillighed

Tanken er, at ledelsen har en stor del af deres fremtidige indkomst knyttet til den enkelte virksomhed og derfor er mere risikovillige i deres adfærd, end diversificerede aktionærer ønsker det. Dette er et af hovedargumenterne for optionsafløbning, at det er et instrument til at stimulere ledelsens risikovillighed.

Der er imidlertid to væsentlige problemer med dette argument. Det første er den implicite forudsætning om, at ledere er som alle andre mennesker. Ser man ud på den faktiske verden, vil det kunne observeres, at mange ledere er overordentlig risikovillige. Det er derfor en rimelig hypotese, at ledere i forvejen gennemsnitligt - fra naturens hånd - er mere risikovillige, end deres aktionærer er. Risikovillighed er en måde at blive synbar på, og risikovillighed i kombination med lidt held - som ofte blot er en vellykket timing - er givetvis fremmende for karrieren. Ledere er derfor næppe en ubiased stikprøve af den samlede befolkning m.h.t. risikovillighed. Og det er derfor et åbent spørgsmål, om det er i aktionærernes interesse i almindelighed at stimulere lederes villighed til at tage risici. Det er det måske i visse tilfælde. Men i mange andre tilfælde er det snarere det modsatte, der er problemet.

Det andet problem er, at optioner i virkeligheden er et ganske uegnet instrument at styre risikovilligheden med. Lad os for eksemplets skyld antage, at optionerne udstedes med en indfrielseskurs svarende til markedskursen på udstedelsestidspunktet. Stiger aktiekursen meget, vil optionerne være "deep in the money" og stort set fungere som aktier. Dvs. ledelsen er endnu mere økonomisk bundet til den enkelte virksomhed og vil blive endnu mere risiko-

uvillig. Falder aktiekursen omvendt, kommer ledelsen i en "spilsituation", hvor der er alt at vinde og intet at tabe ved at tage risici, dvs. ledelsen bliver meget risikovillig. Problemet er, at man ikke på forhånd kan vide, om optionerne vil stimulere eller reducere risikovilligheden. Det afhænger helt af den fremtidige aktiekursudvikling. Hvad værre er, så synes tendensen heraf at være, at gode ledelser (aktiekursstigning) bliver mere risikovillige, og at dårlige ledelser (aktiekursfald) bliver mere risikovillige. Det er måske ikke de bedste kombinationer.

Magtbalance

Samspelet mellem en bestyrelsesformand og en administrerende direktør er delikat. Der skal være en god kemi, men også en vis afstand. En formand, der er bonkammerat med den administrerende direktør, er ikke optimal set fra en aktionærsvinkel. F.eks. indebærer det stor risiko for, at krisesituationer ikke vil blive håndteret optimalt, og stor risiko for, at inkompetente ledelser ikke vil blive udskiftet tilstrækkelig hurtigt.

Ikke alene skal der være en vis afstand. Det skal også være klart, at det - reelt - er den administrerende direktør, der refererer til formanden. Og ikke omvendt. I denne sammenhæng er det økonomiske indhold af den administrerende direktørs ansættelseskontrakt væsentlig.

Først og fremmest skal kontraktens indhold være af en sådan art, at den tåler offentlighed. Dette er ikke en banalitet. Tre hurtige eksempler på kontrakter, der helt klart ikke tålte offentlighed, er Percy Barneviks kontrakt med ABB, Grassos kontrakt med New York Stock Exchange og Skandialedelsens bonus- og optionskontrakter. Konsekvensen af sådanne økonomiske eksorbitante kontrakter, der ikke kan forsvares over for offentligheden og over for aktionærerne, er, at magtbalancen forskydes fra formanden til den administrerende direktør. Kontrakten er jo helt klart bestyrelsens - i praksis ofte bestyrelsesformand-

dens – ansvar. Omkostninger ved sådanne kontrakter er ikke bare kontraktens betydelige økonomiske indhold. I mange tilfælde vil det være en langt større omkostning, at formandens indflydelse reduceres på bekostning af større magt til den administrerende direktør. Dvs. et allerede eksisterende principal-agent-problem bliver endnu større.

Det er sagt om amerikanske direktører, at enten skal man være vældig dygtig eller også ganske uduelig. I første tilfælde belønnes man med afkastet af store optionsarrangementer. I andet tilfælde kompenseres faldet fra tinderne af meget gyldne faldskærme. Begge dele kan bevirke principal-agent-problemer, specielt hvis kontrakterne ikke er fuldt oplyste over for offentligheden. Bestyrelsesformanden bringes herved i en defensiv position p.g.a. risikoen for, at de kan komme til offentlighedens kendskab.

Der er argumenter både for og imod, at hovedindholdet i ledelsens ansættelseskontrakter skal være offentlig. Det er i den forbindelse interessant at notere, at offentlige lønninger er offentligt tilgængelige for så vidt angår den faste løn. Men for så vidt angår incitamentstillæg til f.eks. offentlige direktører, så er der fortrolighed om kriterierne. Der kan anføres to væsentlige argumenter for offentlighed omkring ledelsens ansættelseskontrakter:

- Det bidrager i sig selv til at sikre, at det økonomiske indhold og kriterierne er rimelige.
- Det bidrager til at sikre, at der ikke sker en magtforskydning fra formanden til den administrerende direktør ved, at der eksisterer kontrakter (som er bestyrelsesformandens ansvar), der ikke tåler offentlighed.

Desuden bidrager det til at sikre, at det også er direktionens ansvar at sikre, at kontrakterne og deres konsekvenser er korrekt oplyste over for bestyrelsen (og

bestyrelsesformanden). Såvel i ABB som i Skandia, for at nævne to eksempler, efterlodes man med det klare indtryk, at der var en række forhold i forbindelse med ansættelseskontrakterne og deres konsekvenser, som direktionen var vidende om, men som bestyrelsen/bestyrelsesformanden var mere eller mindre uvidende om. At det kan gå således, er ikke overraskende. Direktionen har naturligvis en mere direkte interesse i kontrakten og et større økonomisk incitament til at beskæftige sig med detaljerne, og måske ikke et stort incitament til at betro bestyrelsen de ”detaljer”, der kan udmønte sig i særligt store økonomiske fordele for direktionen. Omvendt kan bestyrelsen/bestyrelsesformanden måske i for høj grad lade sig lede af tillid til direktionen og overse risikoen for, at direktionen vil forsøge at tiltage sig særlige økonomiske fordele.

Et inefficiet aflønningsinstrument?

Optioner er isoleret betragtet et inefficiet aflønningsinstrument. De er komplekse og behæftet med en lang række restriktioner, eksempelvis vedrørende afhændelse (karenstid, insiderregler m.v.). Desuden er de udiversificerede og korrelerede med humankapital. Dvs. der er ingen grund til, at de ansatte skal anse det som attraktivt at blive aflønnet med optioner. Det er tværtimod noget, de skal kompenseres for i form af en højere samlet aflønning. Virksomhederne - og aktionærerne i det omfang, de er blevet spurgt - har åbenbart ofte været villige til at betale denne merkostning, dels p.g.a. forventede gunstige incitamenteffekter, dels p.g.a. en gunstig regnskabsmæssig behandling af lønudgifter i form af optioner.

Den gunstige regnskabsmæssige behandling er på vej ud både i Europa og i USA. Incitamenteffekterne drages i stigende grad i tvivl. Muligvis er de helt anderledes, end man havde forestillet sig. Det omkostningsmæssige aspekt kommer herved til at veje relativt tungere.

Det er i den forbindelse sigende, at verdens formentlig største bruger af optionsaf-

lønning, Microsoft, er på vej væk fra anvendelse af dette isoleret betragtet inefficente aflønningsinstrument i sin rene form. Microsoft har lavet en aftale med investeringsbanken J. P. Morgan om et secondary market for virksomhedens aflønningsoptioner. De ansatte har fået et engangstilbud om at kunne afhænde deres optioner til J. P. Morgan, og et flertal har benyttet sig af denne mulighed. På et secondary market er optionerne mere værd end for de ansatte. De ansatte får derfor ved afhændelsen en "merpris". Til gengæld forsvinder de forestillede incitamentseffekter ud i luften.

J. P. Morgan arbejder på mere generelt at organisere et egentligt marked for sådanne "transferable stock options".

Konklusion

Optionsaflønning beskrives ofte som om, det er en tilfældig person, der kommer ind fra gaden og bliver ansat som administrerende direktør. Gør han det godt, tjener både han og aktionærerne penge. Gør han det dårligt, går det ud over både ham selv og aktionærerne.

Sådan er virkeligheden naturligvis ikke. Den person, der ansættes som administrerende direktør, vurderes af markedet. Har markedet høje forventninger til den pågældendes kvalifikationer og evner, vil det afspejle sig i en tilsvarende højere aktiekurs her og nu, og det bliver derfor vanskeligt at få aktiekursen til at stige yderligere. Det er ikke nok, at han gør et godt job som leder. Har markedet omvendt lave forventninger til den pågældendes kvalifikationer og evner som leder, vil det afspejle sig i en

tilsvarende lavere aktiekurs her og nu, og det bliver derfor lettere at gøre det bedre end forventet og herved få aktiekursen til at stige. Selvom han er en dårlig leder, vil aktiekursen stige, blot han er mindre dårlig end forventet.

Det værktøj, man arbejder med, nemlig aktiekursen som udtryk for performance, skal derfor vurderes med overordentlig stor forsigtighed. Dette gælder så meget desto mere, da aktiekursen også afspejler ændrede ydre forhold, som intet som helst har med ledelsens performance og dygtighed at gøre.

Det er på denne baggrund, optionsaflønnings organisatoriske konsekvenser skal vurderes. Konflikter og en forvredet incitamentsstruktur opstår f.eks., hvis en direktion skal arbejde efter en strategi fastlagt af bestyrelsen, og som direktionen - i et vist omfang - er uenig i. Virksomhedens forandringshastighed kan af en række forskellige årsager blive lavere end ønskeligt, både før og efter indførelse af optionsaflønning. Den informationsmæssige troværdighed såvel internt som i forbindelse med eksternt information kan blive reduceret. Risikovilligheden vil med al sandsynlighed blive påvirket, men ikke nødvendigvis i den ønskede retning; eksempelvis vil der let ske det, at de gode ledere bliver mere forsigtige, og de dårlige ledere bliver mere risikovillige. Den allerstørste overordnede risiko er formentlig den forskydning i magtbalancen mellem bestyrelse og direktion, der meget let kan ske. Det kan i værste tilfælde bringe hele virksomhedens eksistens i fare.

Summary

Option pay has become extremely popular. Among KFX companies, only three do not have option schemes. The objective of such schemes is to solve a principal-agent problem and provide management with financial incentive to improve

efficiency and enhance dedication. Option pay, however, has a number of far-reaching implications for the provision of information and power balances. Hence, the outcome is therefore not necessarily as intended.

Noter

1. F.eks. Nordea og Skandia.
2. Møller & Nielsen (2004c) viser, hvordan de økonomiske incitamentter kan virke anderledes end tiltænkt. I denne artikel fokuseres også på betydningen af andre incitamentter end de økonomiske.
3. Jf. f.eks. Murphy (1999), Barkema m.fl. (1998), Dalton m.fl. (2003), Core m.fl. (2003) og Møller & Nielsen (2004a).
4. Se f.eks. Tyler (1999), Tyler & Blader (2000) og Organ (1988).
5. Se f.eks. Deci & Ryan (2000) og Deci m.fl. (1999). Jf. også Akerlof (1982).
6. Stukas m.fl. (1999), Frey & Götte (1999) og Gneezy & Rustichini (2000b).
7. Gneezy & Rustichini (2000a).
8. Baumol & Oates (1979), Hahn (1989) og Kelman (1981).
9. Johnsen m.fl. (2003).
10. Harris & Bromiley (2004).

Litteratur

- Akerlof**, G.A.: Labor Contracts as Partial Gift Exchange. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500, 1982.
- Barkema**, H.G. & Gomez-Mejia, L.R.: Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Management Journal*, 41, 2, 135-145, 1998.
- Baumol**, W.J. & Oates, W.E.: *Economics, Environmental Policy and the Quality of Life*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1979.
- Bebchuk**, L.A., Fried, J.M. & Walker, D.I.: Executive Compensation in America: Optimal Contracting for Extraction of Rents? NBER Working Paper 8611, 2001.
- Becht**, M., Bolton, P. & Röell, A.: Corporate Governance and Corporate Control. ECGI Working Paper Series in Finance 02/2002, 30 September 2002. Also in G. Constantinides, H. Milton & R. Stulz (Eds.), *Handbook of Finance*, North Holland 2002.
- Bertrand**, M. & Mullainathan, S.: Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals are. *The Quarterly Journal of Economics*. 116, 901-932, 2001.
- Core**, John E., Guay R. Wayne and Larcker, David: Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. FRBNY Economic Policy Review, April 2003.
- Dalton**, D.R., Daily, C.M., Certo, S.T. & Roengpitya, R.: Meta-analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion? *Academy of Management Journal*, 46, 13-26, 2003.
- Deci**, E.L. & Ryan, R.M.: The "What" and "Why" of Goal Pursuits: Human Needs and the Self-Determination of Behavior. *Psychological Inquiry*, 11 (4), 227-268, 2000.
- Frey**, B.S. & Götte, L.: Does Pay Motivate Volunteers? Institute for Empirical Research in Economics, University of Zürich, Working Paper, No 9, 1999.
- Frey**, Bruno S. & Osterloh, Margit. : Yes, Managers Should be Paid Like Bureaucrats. Working Paper No. 187, Institute of Empirical Research in Economics, University of Zurich 2004.
- GAO 2002** Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges. GAO-03-138. General Accounting Office: Washington DC.
- Gibbons**, R.: Incentives in Organizations. *The Journal of Economic Perspectives*, 12, 4, 115-132, 1998.
- Gneezy**, U. & Rustichini, A. (2000a): A Fine Is a Price. *Journal of Legal Studies*, 29, 1-18, 2000.
- Gneezy**, U. & Rustichini, A. (2000b): Pay Enough or Don't Pay at All. *Quarterly Journal of Economics*, 115, (2), 791-810, 2000.
- Hahn**, R.W.: Economic Prescriptions for Environmental Problems: How the Patient Followed the Doctor's Orders. *Journal of Economic Perspectives*, 3, 9-114, 1989.
- Hall**, B.J.: Six Challenges in Designing Equity-Based Pay. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15 (3), 21-33, 2003.

- Hall, B. J. & Liebman, J. B.:** Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113, 653-691, 1998.
- Harris, J. & Bromiley, P.:** Incentives to Cheat: the Influence of CEO Incentive Compensation and Relative Firm Performance on Financial Misrepresentation. Mimeo Carlson School of Management, University of Minnesota 2004.
- Johnson, S.A., Ryan Jr., H.E. & Tian, Y.S.:** Executive Compensation and Corporate Fraud. Working Paper, E.J. Ourso College of Business Administration, Louisiana State University 2003.
- Kahneman, Daniel:** A Psychological Perspective on Economics. *American Economic Review*, 93, 162-168, 2003.
- Kahneman, Daniel:** Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *American Economic Review*, 93, 1449-1475, 2003.
- Kelman, S.:** What Price Incentives? *Economists and the Environment*. Boston: Auburn House 1981.
- Møller, Michael & Nielsen, Niels Chr. (2004a):** Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed, København: Handelshøjskolen Forlag, 2004.
- Møller, Michael & Nielsen, Niels Chr. (2004b):** Stærke ejere – er det godt? I: Krenchel, Jens Valdemar og Steen Thomsen: *Corporate governance i Danmark*, Dansk Industri 2004.
- Møller, Michael & Nielsen, Niels Chr. (2004c):** Ti udbredte misopfattelser vedrørende aflønningsoptioner. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 464-478, 2004.
- Murphy, K.J.:** Executive Compensation. In: O. Ashenfelter & D. Card (Eds.) *Handbook of Labour Economics*, 2485-2563. Amsterdam: Elsevier 1999.
- Organ, D.W.:** *Organizational Citizenship Behavior: The Good Soldier Syndrome*. Lexington: Lexington Books 1988.
- Rabin, M.:** Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature*, 36, 11-46, 1998.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. :** Power in a Theory of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 113, 387-432, 1998.
- Stukas, A.A., Snyder, M. & Clary, E. G. :** The effects of "mandatory volunteerism" on intentions to volunteer, *Psychological Science*, 10, (1), 59-64, 1999.
- Tyler, T.R.:** Why people cooperate with organizations: An identity-based perspective. In: R.I. Sutton and B.M. Staw (Eds.) *Research in Organizational Behavior*, 201-246, Greenwich, CT: JAI-Press 1999.
- Tyler, T.R. & Blader, S. :** *Cooperation in Groups: Procedural Justice, Social Identity, and Behavioral Engagement*. Philadelphia: Psychology Press 2000.