

## Lederavlønning og opsjoner

av

Steinar Holden

Finansavisen 13. mai 2000

Skyhøye lønninger til ledere er et hett tema i mange land. I Norge er lønnsforskjellene mindre enn i de aller fleste andre land, men temaet er ikke mindre aktuelt her. LOs streik i privat sektor ble av mange oppfattet som en protest nettopp mot manglende moderasjon blant ledere i næringslivet. I denne kommentaren skal jeg imidlertid ikke ta opp lederlønninger i Norge eller årsakene til streiken. Derimot skal jeg se på lederavlønning i USA - landet som har ledet an i utviklingen mot stadig høyere avlønning av ledere. Jeg skal fokusere på opsjoner i store selskaper, som i og for seg har "råd" til å betale høy fast lønn, og ikke opsjoner i små firmaer med høy forventet vekst, selv om det siste har vært en viktig del av debatten her hjemme.

Avlønning av ledere har i økende grad skjedd i form av aksjeopsjoner. Og dette har skjedd i et omfang som monner. De 200 største amerikanske selskapene ga i løpet av ett år, frem til juni 1998, aksjer og opsjoner til sine ansatte tilsvarende 2 prosent av selskapets egenkapital (the Economist, 7. august, 1999). Ved utgangen av 1998 utgjorde aksjer og opsjoner med bakgrunn i avlønning til de ansatte 13,2 prosent av selskapenes egenkapital. Selv om aksjer og opsjoner også gis til "vanlige" ansatte, er det toppledelsen som mottar hoveddelen. I 1998 mottok topplederne i 92 av disse selskapene "mega-opsjoner", dvs. opsjoner som har en verdi på minst \$10 millioner, dersom de blir brukt.

Tallene over innebærer at selskapenes eiere har overført 13 prosent av eierskapet til selskapet til de ansatte, i forventning om at selskapets verdi skal stige så mye at de selv også får mer. To spørsmål er åpenbare. Hvem har bestemt at dette skal skje, og har opsjonene den ønskede effekt, slik at selskapets eiere er tjent med ordningen?

Avlønning til ledelsen i et selskap bestemmes av selskapets styre. I USA har de fleste store selskaper en avlønningskomite ("compensation committee") som består av to eller flere av de eksterne styrerepresentantene (K. Murphy "Executive compensation", kap 38 i Handbook of Labor Economics, O.C. Ashenfelter og D. Card (red), North-Holland, 1998). Avlønningskomiteen har imidlertid sjelden ressurser eller ekspertise til å utarbeide avlønningssystemer, slik at dette vanligvis blir gjort i personalavdelingen i selskapene. Forslagene blir sendt til toppledelsen for godkjenning og evt. revidering, før den oversendes avlønningskomiteen. Avlønningskomiteen kan anbefale forslaget for styret, eller den kan sende forslaget tilbake til revidering. Avlønningskomiteens oppgave er altså ikke å lage avlønningssystemet, men definere selskapets mer overordnede "avlønningsstrategi", og kontrollere at avlønningssystemet er i overensstemmelse med denne.

Er avlønningskomiteen bare en formsak - "naive sjeler" eller "gutteklubben grei" - slik at det reelt sett er toppledelsen som bestemmer sin egen lønn? Om dette er det trolig flere oppfatninger, og vanskelig å finne sikre svar. Kevin Murphy, en av de ledende amerikanske økonomene på feltet, neppe naiv, og så langt jeg vet ikke medlem av "gutteklubben grei", mener svaret er nei. Hans observasjoner, og omfattende diskusjoner med aktørene i spillet, tyder på at avlønningskomiteene med få unntak gjør sin jobb med dyktighet og integritet. Likevel er Murphys konklusjon at hele beslutningsordningen gir en betydelig skjevhet til fordel for toppledelsen. Toppledelsen har initiativet, og ved den store usikkerhet som er om hvilket avlønningssystem som er rimelig, vil avlønningskomiteen og styret ha en tendens til å akseptere ledelsens forslag. Murphy konkluderer dermed at beslutningsordningen har bidratt til utviklingen i retning av stadig mer opsjoner.

Det viktigste spørsmålet er imidlertid om opsjonene virker - bidrar opsjonene til at selskapene drives mer effektivt, slik at selskapets markedsverdi økes til fordel for selskapets

eiere? En utbredt oppfatning er trolig at opsjoner burde være helt unødvendig, fordi toppledelsen uansett får godt nok betalt til å gjøre en "god jobb". En slik oppfatning er forståelig, men neglisjerer imidlertid et sentralt poeng, nemlig at det ikke alltid er enighet om hva som er en "god jobb". En leder som mottar en høy fast lønn, kan f.eks. stilltiende arbeide med en målsetting om at selskapet skal vokse, fordi dette øker lederens prestisje. Selskapets eiere, derimot, ønsker at selskapet skal øke i verdi, noe som ofte kan være noe annet enn størst mulig vekst. Hensikten med opsjoner er å endre ledelsens målsetting, slik at ledelsen, som eierne, først og fremst skal tenke på selskapets overskudd og markedsverdi.

Men tilbake til spørsmålet - bidrar opsjonsordninger til mer effektiv drift og økt markedsverdi? Det vet vi ikke, tross betydelig forskning på feltet i de senere årene. Noen få studier finner denne virkningen. Men i oversiktsartikkelen til Kevin Murphy, som var en av de første økonomene som argumenterte for å gi aksjeopsjoner til ledelsen, konkluderes likevel med at "there is surprisingly little direct evidence that higher pay-performance sensitivities (f.eks. ved opsjoner) lead to higher stock performance". Murphy viser videre til at det finnes mange eksempler på at dårlig utformede avlønningssystemer faktisk kan føre til at toppledelsen gjør tiltak som selskapet ikke er tjent med.

Andre økonomer har pekt på at opsjoner kan føre til at ledelsen har en helt annen holdning til risiko enn det selskapets eiere har. I noen tilfeller kan opsjoner føre til overdreven forsiktighet. Gjennom opsjonsordninger har toppledelsen i mange tilfeller bundet hovedparten av sin formue til selskapet, og fordi de ikke har samme mulighet til å diversifisere som aksjonærene, kan de velge en mer forsiktig strategi enn det aksjonærene er tjent med. I andre tilfeller kan opsjoner føre til overdreven gambling. Dersom prisen i opsjonsordningen settes høyt, slik at opsjonen bare er verdifull dersom selskapet går veldig godt, kan ledelsen velge en meget risikabel strategi for å ha en mulighet til gevinst, selv om dette også øker sannsynligheten for store tap for selskapet.

Opsjonsordningene kan også ha virkning på stabiliteten i hele aksjemarkedet. I USA har lobbyister forhindret at kostnadene ved en opsjonsordning trekkes fra overskuddet på vanlig måte i regnskapet (the Economist, 7. august, 1999). Profesjonelle investorer er selvfølgelig klar over dette, men den vanlige sparer har neppe samme oversikt. I 1996, da overskrifter i finanspressen om økende overskudd i amerikanske selskaper bidro til stigende aksjekurser, var den faktiske situasjonen at overskuddene sank, dersom en hadde tatt hensyn til kostnadene ved opsjonsordningene. The Economist påpeker også at selskapenes strategi med å kjøpe egne aksjer til opsjonsordningene kan bidra til å gjøre selskapene mer sårbare, ved at gjeldsgraden øker.