

# **Opsjoner - et effektivt virkemiddel for å tiltrekke, binde og motivere til innsats?**

**Av Tonje Steingrimsen**

**Veileder: Jarle Møen**

Siviløkonomutredning innen Regnskap og Økonomisk Styring

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## SAMMENDRAG

Oppgaven søker å belyse om opsjoner er et effektivt virkemiddel for å tiltrekke, binde og motivere ledelse og nøkkelpersoner innenfor IKT-bransjen. Bransjen er valgt ut fra avhengighet av humankapital og historie for bruk av opsjoner.

Jeg starter med en kort beskrivelse av IKT- og venturebransjen for å sette leseren inn i sektorene som er utgangspunktet for oppgaven. Deretter presenteres teorier som kan kaste lys over opsjoners positive egenskaper og virkninger.

Studieobjektet er børsnoterte selskaper og oppstartsselskaper finansiert av venturekapital, som er valgt for å kartlegge likheter og eventuelle forskjeller mellom små og store selskaper, samt for å sikre at agentproblemet eksisterer.

Resultatet av mine undersøkelser tilsier at opsjoner er et effektivt virkemiddel for å tiltrekke, binde og motivere ledelse og nøkkelpersoner i oppstartsselskaper og ledelsen i børsnoterte selskaper innen IKT-sektoren.

### **Takk**

*Jeg vil benytte anledningen til å takke min veileder Jarle Møen for nyttige innspill og god veiledning underveis i arbeidet. Jeg er også takknemlig ovenfor personene i venture- og de børsnoterte selskapene som tok seg tid til å besvare mine spørsmål. Uten deres bidrag, hadde ikke denne oppgaven vært mulig.*

## INNHOLDSFORTEGNELSE

1 INNLEDNING .....	4
1.1 Formål med oppgaven .....	5
1.2 Problemstilling .....	6
1.3 Avgrensning av oppgaven .....	6
1.4 Oppgavens struktur .....	6
2 BAKGRUNNSINFORMASJON .....	8
2.1 Presentasjon av IKT-bransjen .....	8
2.2 Presentasjon av venture-bransjen .....	9
3 TEORI .....	10
3.1 Prinsipal-agent-teori .....	10
3.2 Tilknytning til oppgaven .....	11
3.3 Alternative avlønningssystemer .....	11
3.4 Opsjoner .....	12
3.5 Teori om humankapital .....	19
3.6 Andre faktorer som kan påvirke utbredelsen av opsjoner .....	20
4 EMPIRI .....	23
4.1 Utbredelsen av opsjoner .....	23
4.2 Hva forskningen sier om opsjoners virkning på motivasjon, tiltrekning og binding på nøkkelpersonell .....	24
4.3 Case: Intel .....	27
5 HYPOTESER .....	28
5.1 Hypotese 1 .....	28
5.2 Hypotese 2 .....	28
5.3 Hypotese 3 .....	29
5.4 Hypotese 4 .....	29
6 METODE .....	30
6.1 Studieobjekt .....	30
6.2 Forskningsdesign .....	30
6.3 Metode for datainnsamling .....	31
6.4 Evaluering av datainnsamling .....	31
7 RESULTATER .....	32
7.1 Funn i gruppen for ventureselskaper .....	32
7.2 Funn i gruppen for børsnoterte selskap .....	34
8 ANALYSE .....	37
8.1 Hypotese 1 .....	37
8.2 Hypotese 2 .....	37
8.3 Hypotese 3 .....	38
8.4 Hypotese 4 .....	38
9 KONKLUSJON .....	40
10 FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING .....	41
11 KILDER .....	42
12 VEDLEGG .....	45
Vedlegg A .....	45
Vedlegg B .....	46
Vedlegg C .....	47

## 1 INNLEDNING

Opsjoner fikk mye oppmerksomhet i mediene i 2006. Overskrifter som ”Usmakelig opsjonsfest”, ” Håver inn på gavepakke”, og ”Folket vil ha slutt på toppenes opsjonsfest” prydet forsider ikke bare i finansaviser, men også i den mer vanlige pressen. Som overskriftene tyder på var de store opsjonsgevinstene til topplederne i norsk næringsliv årsaken til interessen. Spesielt fikk topplederne i selskaper der staten er inne på eiersiden gjennomgå, ettersom disse lederne tidligere var tildelt opsjoner som, i enkelte tilfeller, nå var verdt titalls millioner. Diskusjonen toppet seg da administrerende direktør i Telenor, Jon Fredrik Baksaas, innløste opsjoner for tolv millioner kroner i november 2006. Da var den samlede verdien på hans opsjoner på over 37 millioner kroner. Flere politikere, med statsminister Jens Stoltenberg og næringsminister Dag Terje Andersen i spissen, rykket ut og varslet at regjeringen i fremtiden ville stemme mot opsjonsprogrammer i selskaper der staten er eier. Stoltenberg argumenterte for at opsjoner er en dårlig måte å kompensere lederen for innsats, da det er mange andre faktorer som påvirker aksjekursen. LO gikk enda lenger og definerte opsjoner som rene vinnerlodd til toppledelsen. Andre sentrale politikere og fagforeningsledere talte for at Baksaas skulle levere tilbake opsjonsgevinsten til Telenor og mente han var grådig som tok imot alle millionene. Baksaas selv mente han gjorde en bedre jobb enn han hadde gjort uten opsjoner, men henviste til Telenors styre å kommentere saken. Det var tross alt de som hadde vedtatt å gi ham avtalen.

Diskusjonen i media har vært unyansert og ensidig fokusert på opsjoner til toppledere i store selskaper. Debatten har i liten grad tatt for seg de antatte fordelene med opsjoner. Opsjoner har generelt tre positive egenskaper dersom de utformes fornuftig. Den første er tiltrekning. Dyktige mennesker, som tror at deres innsats kan øke selskapets verdi, tiltrekkes av muligheten til gevinst. Positivt er det også at det er en resultatbasert kostnad. Dersom det ikke skapes verdier betales det heller ikke. Spesielt interessant er det for nystartede selskaper med dårlig likviditet, ettersom dette muliggjør konkurransemessig avlønning uten at det påvirker kortsiktig kontantstrøm. Den andre positive egenskapen er at opsjoner kan bidra til å binde ansatte til selskapet. Ved å utforme opsjonsprogram som går over flere år, vil ansatte bli værende i selskapet for ikke å miste opsjonene og fremtidig gevinst. Den tredje positive egenskapen er at de motiverer til høy innsats fordi betalingen øker med innsatsen. Viktige elementer er redusert agentproblem og økt risikovilje.

Spesielt tiltrekning og binding tilsier at opsjoner bør være spesielt nyttig i bransjer som er avhengige av humankapital. IKT-bransjen må antas å være en slik bransje ettersom de ansattes kompetanse skaper verdien. Hvis dette er riktig, bør relativt flere IKT-selskaper bruke opsjonsordninger enn andre selskaper. Ifølge Gaarud og Nilsen (2004) hadde 26 av 33 selskaper på Oslo Børs innenfor IKT-sektoren opsjonsordninger i 2002. Mens 79 prosent av noterte IKT-selskaper hadde opsjoner, var prosenten for andre selskaper mellom 25 og 65. Brede opsjonsordninger er også mer vanlig innenfor IKT-bransjen. Thoresen (2001) finner at 70 prosent av IKT-selskapene gir opsjoner til andre ansatte enn ledelsen, mens bare 25 prosent av selskap med opsjonsordninger i andre bransjer bruker brede opsjonsordninger.

En interessant tendens er at selskaper med opsjoner synes å være fallende. Av selskapene notert på Oslo Børs som hadde opsjonsordninger i 2002, finner Hole (2006) at kun 40 prosent har beholdt ordningen, eller kommer til å fortsette. Årsaker til nedgangen kan være mindre tro på opsjoners virkning eller eksterne faktorer, som endrede skatt- og regnskapsregler, og den negative oppmerksomheten i media.

### **1.1 Formål med oppgaven**

I denne oppgaven ønsker jeg å undersøke hvorvidt opsjoner er et effektivt virkemiddel for å motivere, tiltrekke og binde ledelse og nøkkelpersonell i en humankapitalintensiv bransje. Jeg vil fokusere på IKT-selskaper på grunn av avhengigheten av humankapital og historie for bruk av opsjoner. Jeg vil ta for meg både oppstarts- og børsnoterte selskapet for å avdekke likheter og eventuelle forskjeller i praksis mellom små nye og store modne selskaper.

En viktig forutsetning for at opsjoner skal ha noe for seg vil være tilstedeværelse av prinsippal agent problemstillingen. I børsnoterte selskaper har en nettopp denne problemstillingen, da det ofte er en fragmentert eierstruktur og en profesjonell ledelse. Det er også relativt lett å finne informasjon, siden regnskapsregler stiller krav til å opplyse om toppledelsens godtgjørelse og hvem som har opsjoner i selskapet.

I mange oppstartsselskaper eier daglig leder hele selskapet, og da vil det ikke være et agentproblem. Når derimot ventureselskaper investerer i oppstartsselskaper, blir de den profesjonelle eieren (prinsippalen), mens lederen/gründer blir agenten. Venturebransjen er

relativt lukket, og informasjonstilgjengeligheten er derfor begrenset. Jeg har fått tilgang til subjektiv informasjon ved å intervjuere partnere i ventureselskaper.

## **1.2 Problemstilling**

Mitt forskningsspørsmål er:

*”Er opsjoner et effektivt instrument for å tiltrekke, binde og motivere ledelse og nøkkelpersoner i IKT-bransjen?”*

I likhet med Key Resources Consulting definerer jeg en nøkkelperson som ”en person som i særlig grad innehar kompetanse, holdninger og verdiskapende evner av vesentlig betydning for verdien av virksomhetens intellektuelle kapital”.

## **1.3 Avgrensning av oppgaven**

Jeg har valgt å konsentrere meg om Norge og norske IKT-selskaper. Utvalget består av ni børsnoterte og ti oppstartsselskaper som er finansiert med venturekapital.

Ettersom oppgaven undersøker om opsjoner er effektivt for å tiltrekke, binde og motivere ledelse og nøkkelpersonell, forutsetter jeg at ansatte mister sine opsjoner når de slutter i selskapet. Hvis ikke kan opsjoner umulig gis med begrunnelse i at det er et effektivt insentivinstrument.

## **1.4 Oppgavens struktur**

Oppgaven starter i kapittel 2 med en kort presentasjon av IKT- og venturebransjen, som ble valgt på grunn av antatt avhengighet av humankapital og et eksisterende agentproblem. Bransjene presenteres for å sette leseren inn i spesielle trekk ved IKT-selskaper, og for å forklare virksomheten til ventureselskaper for lesere som ikke er kjent med bransjen. I kapittel 3 tar jeg for meg noen aktuelle teorier. Først prinsipal-agent-teorien som forklarer at partene har ulike målsetninger, deretter noen alternativer til resultatavhengig avlønning før jeg går over til opsjonsteori. Ettersom oppgaven dreier seg om opsjoner, vil dette bli den mest omfattende teoridelen. Til slutt presenterer jeg teori om humankapital, siden dette er en viktig forutsetning for at en skal gi opsjoner for å tiltrekke og binde medarbeidere. I kapittel 4 følger

empiri, som presenterer funn fra forskningsartikler samt et case om Intel, et IT-selskap som etter sigende har hatt suksess med bruk av opsjoner. I kapittel 5 presenteres hypotesene, og bruk av metode og feilkilder følger i kapittel 6. Kapittel 7 er viet resultatene, og analysen av resultatene ligger under kapittel 8. Konklusjonen følger i kapittel 9, og forslag til videre forskning finnes i kapittel 10.

## 2 BAKGRUNNSINFORMASJON

### 2.1 Presentasjon av IKT-bransjen

IKT er forkortelse for Informasjons -og Kommunikasjons Teknologi. Ifølge Statistisk Sentralbyrå defineres IKT-sektoren som næringer som produserer varer og tjenester for informasjonssamfunnet, som består av IKT-industri, IKT-varehandel, telekommunikasjon og IKT-konsulentvirksomhet.

Ifølge Bråten og Langeland (2003) er IKT-selskaper ofte høyteknologiske selskap som ble etablert i 1990-årene. De har identifisert tre faktorer som skiller dem fra andre, mer tradisjonelle bedrifter. For det første har IKT-selskapene generelt sett færre årsverk. Dette er altså små og unge selskaper. For det andre brukes en større andel av inntektene på forskning og utvikling fordi verdiskapningen er avhengig av kontinuerlig utvikling. For det tredje er arbeidsstokken annerledes. De ansatte er i hovedsak unge og har høy utdanning. Etter ”dot.com-bølgen” i 2000 har det vært mye restrukturering, fusjoner og oppkjøp innenfor IKT-bransjen. Både de ansattes alder og endringene i bransjen har vært grunnen til en turnover på mellom 20 og 25 prosent.

IKT-bransjens spesielle faktorer har resultert i et eget arbeidsmiljø. Ifølge Bråten og Langeland (2003) er et eksempel på dette at fagforeninger nesten er helt fraværende i bransjen. Det er usikkert om dette skyldes den generelt høye utdannelsen eller den uformelle tonen mellom lederen og de ansatte. I tillegg har det bevisst blitt lagt til rette for en annerledes bedriftskultur, som prøver å få samlet alle ansatte ”i samme båt”. Både høy turnover i bransjen, samt at dette dreier seg om kunnskapsbedrifter hvor de ansattes humankapital er viktig, kan være årsaker til dette. Det er dermed avgjørende at dyktige ansatte blir værende. Også det faktum at selskapene ofte er små og har begrenset likviditet, kan tale for opsjonsbaserte, eller andre resultatavhengige lønnsmetoder. Bakken og Enoksen (2000) mener at krav til avlønning også er globalt betinget. Teknologi-selskaper i USA har lenge hatt delvis resultatbaserte avlønninger, og da vil det være naturlig å sammenligne seg med andre selskaper i samme bransje.



## **2.2 Presentasjon av venture-bransjen**

Ettersom venture-bransjen er relativt ukjent for mange, velger jeg å presentere den kort. Lesere som er fortrolig med bransjen, kan hoppe over kommende avsnitt.

Ventureselskaper kan sees på som bindeleddet mellom gründer og investorer. Ventureselskapene setter opp fond som investerer i mange unge selskaper med stort vekstpotensial. Fondet sikrer diversifisering og kompenserer for alle de selskapene som ikke blir noe av. På grunn av den høye risikoen krever også venture-selskapene høy avkastning. Avkastningen prøves sikret gjennom tett oppfølging, som oftest styrerepresentasjon, gode insentivordninger for ledelse og nøkkelpersonell, tilgang til mer kapital og ventureselskapets kontaktnettverk. Ventureselskapene har alltid en begrenset tidshorisont for investeringen, som ofte er 5-10 år. Exiten oppnås gjennom det å ta selskapet på børs, selge det til et annet ventureselskap eller en industriell aktør refinansiere selskapet eller avvikle det. Først etter exit kan ventureselskapet realisere ”carried interest”, som er en del (ofte 20 prosent) av meravkastningen utover en ”hurdle rate” (ofte 8 prosent) til investorene i fondet. (Rønningen og Øen 2005)

Ifølge Arntsen og Aasmyr (2006) investerer ventureselskapene hovedsakelig innenfor IT/telekom, olje/energi og bioteknologi/lifescience. Dette er bransjer hvor humankapital er en svært viktig suksessfaktor. Dette påvirker selskapets finansieringsform med hensyn til kapitalinnsprøytning. Selskap uten betydelige eiendeler og med en svak eller negativ kontantstrøm de første årene kan som oftest ikke finansieres med gjeld og må dermed ha egenkapital. Dette betyr at gründerne med begrenset finansielle ressurser ofte må selge deler av selskapet for å skaffe kapital til videre utvikling. Det er på dette tidspunktet at ventureselskapene kommer inn, og krever kontroll og innflytelse i selskapet de er involvert i.

## 3 TEORI

I teoridelen vil jeg ta for meg interessemotsetninger mellom prinsipal og agent i prinsipal-agent-teorien. Deretter vil jeg kort se på alternative belønningsmetoder for deretter å fokusere på opsjoner. Jeg presenterer opsjoner generelt før jeg går over på fordeler og ulemper og andre faktorer som kan påvirke utbredelsen av opsjoner. Tilslutt definerer jeg humankapital.

### **3.1 Prinsipal-agent-teori**

Prinsipal-agent-teorien tar utgangspunkt i at det er interessemotsetninger mellom prinsipal og agent. Ifølge Pindyck og Rubinfeld (2005) kan en prinsipal defineres som et individ som ansetter en eller flere agenter for å oppfylle et mål. En agent er et individ som er ansatt av prinsipalen for å oppfylle prinsipalens mål. Det vil si at agenten er prinsipalens stedfortreder og beslutningstaker. Hvis denne ordningen skal fungere optimalt, er prinsipalen avhengig av at agenten har de samme målene og handler i overensstemmelse med prinsipalens beste interesse.

Teorien forutsetter imidlertid at agenten søker å maksimere sin personlige nytte, og at han ikke har noen moralske skrupler i forhold til å forfølge mål som ikke nødvendigvis er ønskelig for prinsipalen. En løsning på dette problemet kan være at prinsipalen overvåker agenten, noe som i beste fall vil være vanskelig og kostbart, og i tilfeller med asymmetrisk informasjon helt umulig. Asymmetrisk informasjon vil si at agenten vet mer gjennom sitt arbeid enn prinsipalen, og derfor har et bedre beslutningsgrunnlag. Begrensede muligheter for overvåkning leder til moralsk hasard, som betyr at agenten legger ned innsats og tar beslutninger etter egne interesser. I tillegg oppstår ugunstig utvalg fordi agenten er den eneste som vet om han er en god eller dårlig arbeidstaker. Prinsipalen kan ikke på forhånd vite om det vil være lurt å ansette agenten.

Ifølge prinsipal-agent-teorien er prinsipalen dermed prisgitt en som gjerne tar beslutninger mot hans vilje. Utfordringen er derfor å overkomme agentproblemet og motivere agenten til å ta samme beslutninger som prinsipalen ville gjort. Dette kan gjøres ved å gi agenten insentiver som belønner ønsket atferd og resultat.

### **3.2 Tilknytning til oppgaven**

Det er nærliggende å tro at agentproblemet finnes i næringslivet. Børsnoterte selskaper har aksjonærer som eiere, men styres av toppledelsen. I denne konteksten er derfor aksjonærene prinsipalen og topplederen agenten. Andre som har innvirkning på aksjekursen, for eksempel nøkkelpersoner, er også agenter. I oppstartsselskaper finansiert med venturekapital, er ventureselskapet prinsipalen og ledelsen/gründeren agenten.

### **3.3 Alternative avlønningssystemer**

Ut fra prinsipal-agent-teorien ser vi at fastlønn ikke fungerer for å samkjøre interessene til prinsipalen og agenten. Ved bruk av fastlønn vil agenten motta lønn samtidig som han handler etter egne interesser, ikke jobber, noe som ikke er gunstig for prinsipalen. Som alternativ til fastlønn kan nevnes variabel resultatavhengig lønn. Formålet med denne avlønningssystemen er ifølge Bragelien (2005) å påvirke de ansattes måte å jobbe på, tiltrekke seg de dyktigste medarbeiderne og beholde de beste. Ved bruk av variabel avlønning vil de ansatte jobbe hardere for å få høyere lønn, fokusere på det de måles etter og også ta bedre beslutninger i tråd med prinsipalens ønsker. Dermed vil variabel avlønning redusere problemet med moralsk hasard og ugunstig utvalg ved at agenten handler etter samme mål som prinsipalen. Dette forutsetter at målene er utformet slik at det har den ønskede effekten på de ansatte.

#### **3.3.1 Resultatbonus**

Ifølge Colbjørnsen (2000) er resultatbonuser engangsbeløp som gis i tilknytning til oppnådde resultater. Bonusene knyttes som oftest til årsregnskapet, men kan også ha et lengre tidsperspektiv. Utformingen av bonusavtalene avhenger av formålet med ordningen. Hvis man ønsker å motivere til maksimal innsats, er forholdsvis korte tidsintervaller ønskelig fordi man da får rask tilbakemelding og belønning. Er det derimot ønskelig med oppnåelse av langsiktige mål, eller at bonusordningene brukes som insentiv for å få de ansatte til å bli værende i bedriften, bør tidsintervallet være på mer enn ett år.

Et problem ved bruk av bonus kan være at de ansatte kun fokuserer på å oppfylle det ene målet de måles etter og dermed nedprioriterer arbeidsoppgavene som ikke påvirker bonusen. I mange tilfeller er også bedriftens suksess avhengig av faktorer som ikke kan måles. Disse problemene kan begrenses ved å ta i bruk balansert målstyring. Da knyttes belønningen til flere styringsmål, både finansielle og ikke-finansielle. For at bonusordninger skal være

effektive, må det være en klar sammenheng mellom den ansattes ytelse og belønningen. I tillegg må belønningen knyttes til faktorer som den ansatte kan påvirke. Ved utforming av bonusprogrammer etter balansert målstyring er det viktig at formålet med programmet står i fokus. Hvis det skal motivere de ansatte, må det være enkelt å forstå effektene av det. Derfor kan det virke mot sin hensikt å inkludere for mange styringsmål. Det kan også skjule effekten av programmet for ledelsen. Hvis dette ikke følges, kan bonusprogrammet bli dyrt og påvirke selskapets resultat negativt.

### **3.3.2 Aksjer**

En annen måte å samordne lederens og eierens interesser på, kan være å gi leder aksjer som en del av lønnen. Da vil lederen ønske å maksimere selskapets aksjeverdi for å få en høyest mulig lønn selv. I og med at dette også er aksjonærenes mål, vil eiere og ledere ha samme interesser. Hvis det derimot går dårlig med selskapet vil det også reflekteres i lederens lønn, og dette øker sannsynligheten for at han streber etter å gjøre en god jobb. Leder og eiere sitter begge med aksjer, og begge parter er med på både oppturer og nedturer.

Imidlertid kan det være et problem at lederen får aksjer. Ifølge Kaplan (1998) er en av ulempene med aksjer at ledere og eiere ikke kommer på samme risikovillighetsnivå. Dette er fordi aksjeeierne er investorer med en diversifisert portefølje. Hvis lederen får deler av sin lønn utbetalt i aksjer, har han en svært stor aksjeandel i eget selskap og er dermed ikke diversifisert. Dette vil føre til at lederen er mer risikoavers enn investorene på grunn av manglende diversifisering. Lederen vil også være opptatt av sitt rykte i næringslivet som leder. Dette taler også for at han er mer risikoavers enn eierne.

Risikoaversjonen kan reduseres ved bruk av opsjoner. Dette kommer jeg tilbake til i neste kapittel.

## **3.4 Opsjoner**

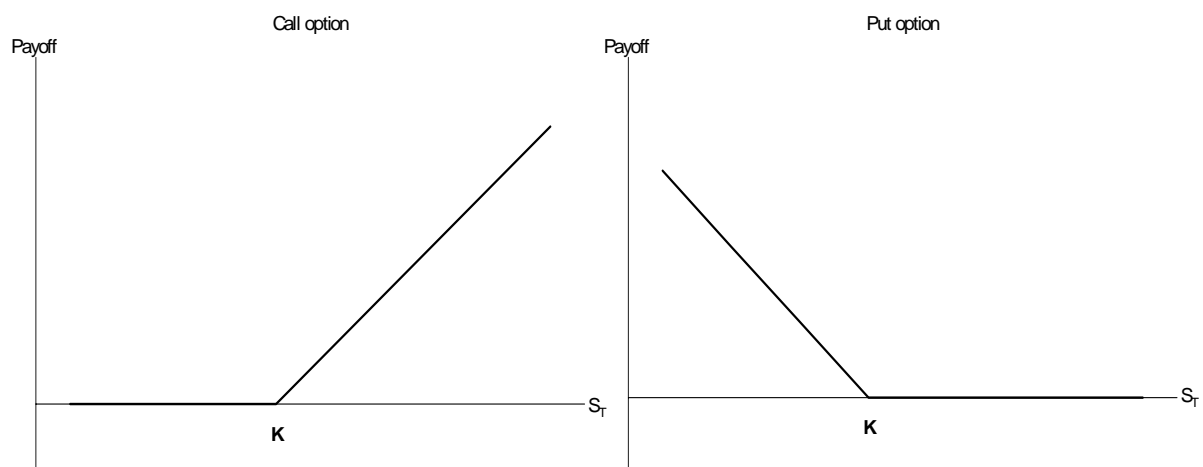
### **3.4.1 Definisjon**

En opsjon defineres ifølge Bøhren og Michaelsen (2006) som kontrakter som gir en rett, men ingen plikt, til å kjøpe eller selge et underliggende objekt til en fastsatt pris, innen (amerikansk) eller på et bestemt tidspunkt (europeisk) i fremtiden.

### 3.4.2 Opsjonsteori

Opsjoner har mange bruksområder. Ifølge Brealey, Myers og Allen (2006) brukes opsjoner særlig til tre finansielle formål. For det første brukes de til å redusere risiko i forbindelse med råvarer, valuta og renter. For det andre kan opsjoner sikre vekstmuligheter, for eksempel ved å investere i et patent som gir rett til å ta i bruk en ny teknologi. For det tredje kan opsjoner gi mulighet til å investere i fremtiden, for eksempel ved å kjøpe en eiendom med gullreserver. Eieren utvinner kun gullet hvis råvareprisen stiger slik at utvinningen er lønnsom. Det finnes to typer opsjoner; kjøpsopsjon (call) og salgsopsjon (put). En kjøpsopsjon gir eieren rett, men ingen plikt til å kjøpe aksjer til en forhåndsavtalt kontraktspris, mens en salgsopsjon gir eieren rett, men ingen plikt til å selge aksjer til en forhåndsavtalt kontraktspris. Det lønner seg dermed å benytte seg av kjøpsopsjonen når aksjeprisen er høyere enn kontraktsprisen (in-the-money), mens salgsopsjonen kun har verdi når aksjeprisen er lavere enn kontraktsprisen. Dette kan illustreres på følgende måte:

Figur 1: Opsjonsgevinster for put og call



Figuren over viser opsjonsgevinsten (payoff) for en call og en put ved forskjellige verdier på et underliggende aktiva  $S$  på innløsningsstidspunktet  $T$ .

Når det gjelder ansatteopsjoner, gir det kun mening å gi ansatte oppside ved økt aksjekurs. Derfor tar jeg kun for meg kjøpsopsjoner videre i oppgaven.

Prisen på en kjøpsopsjon er avhengig av flere faktorer (Brealey, Myers og Allen 2006):

Figur 2: Forhold som påvirker opsjonsverdien

Hvis økning i		Endring i pris på call
Aksjepris	$S_T$	+
Kontrakspris	$K$	-
Risikofri rente	$r_f$	+*
Tid til endelig forfall	$T$	+**
Aksjeprisens volatilitet	$\sigma$	+

\* Delvis analyse, i den virkelige verden ville aksjekursene falle og motvirke den positive effekten

\*\* Unntak eksisterer for europeiske opsjoner der det betales utbytte

Inntekten fra en opsjon er aksjeprisen når opsjonen utøves minus kontraksprisen. Hvis aksjeprisen øker, tjener man penger ved innløsning av opsjonen, og den øker dermed i verdi. Hvis derimot kontraksprisen øker og aksjeprisen er stabil, reduseres verdien fordi eierens inntekt blir mindre. Ved kjøp av opsjoner betales én del ved tildeling, mens kontraksprisen betales når man utøver opsjonen. Det å betale på kreditt er lønnsomt ved høy rente og når det er lang tid til opsjonen utløper. Derfor øker opsjonsprisen når renten øker. Dette er den direkte effekten. En indirekte effekt kan være at aksjeprisen går ned ved renteøkning, og dermed også aksjene man har opsjon på. Fremtiden er forbundet med usikkerhet. Jo lenger frem det er til opsjonen utløper, jo høyere blir opsjonsverdien. Det er forbundet med at økt risiko krever økt avkastning etter kapitalverdimodellen. Det faktum at opsjoner kun har en oppside fører til at opsjonen blir mer verdt jo mer volatil aksjeprisen er. Dette øker sjansen for en høy gevinst.

Fordi opsjonen er en rett, men ingen plikt kan den aldri bli negativ. Opsjonens minste mulige verdi er med kontrakspris lik eller høyere enn aksjekurs, da er opsjonens verdi null. På den andre siden kan opsjonen aldri bli mer verdt enn aksjekursen.

### 3.4.3 Verdsettelse av en opsjon

Ifølge Brealey, Myers og Allen (2006) kan flere forskjellige metoder brukes for å verdsette en opsjon. En måte er den binomiske metoden. Da tenker man seg at opsjonen erstattes med en kombinasjon av aksjer og lån som nøyaktig tilsvarer opsjonens payoff på forfallstidspunktet. Det forutsettes perfekt marked uten transaksjonskostnader og begrensninger på shorting,

ingen (eventuelt lik) skattesats på alle gevinster og tap, lån til risikofrirente og investorer som foretrekker mer fremfor mindre.

Aksjeprisen modelleres ved at den enten går opp eller ned i hver periode, hvor mye avhenger av periodens lengde og aksjens volatilitet. Ved hver endring må porteføljen med lån og aksjer justeres, noe som er uproblematisk ettersom porteføljen er selvfinansierende. Forutsetning om ingen arbitrasjemuligheter gjør at den porteføljen med aksjer og lån man kommer frem til må ha samme verdi som opsjonen ettersom de på forfallstidspunktet utbetaler det samme. Tiden mellom hver endring i aksjeprisen kan selvsagt deles opp i stadig kortere intervaller frem til aksjekursen endres kontinuerlig. Dersom det antas kontinuerlige endringer i aksjekursen kan en benytte Black-Scholes prisingsformel. Black-Scholes måler hva en ekstern investor ville betalt for en opsjon, og gir dermed et estimat på selskapets kostnad for å gi en opsjon. Teknisk forutsetter Black-Scholes at prisen på det underliggende følger en lognormal "random walk", det vil si at investorer kan justere "hegden" kontinuerlig, at den risikofrie renten er kjent og at det underliggende ikke betaler dividende. Black-Scholes har vist seg å være et teoretisk riktig (europeiske opsjoner) og svært fleksibelt prisingsverktøy og har derfor blitt normen for å verdsette opsjoner.

---

Figur 3: Black-Scholes prisingsformel for en call opsjon

$$f(t, S_t) = S_t \cdot N(d_1) - e^{-r(T-t)} K \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_t}{K} + (r + \frac{1}{2} \sigma^2)(T - t)}{\sigma \sqrt{T - t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T - t}$$

$N(x)$  er den kumulative normalfordelingen

---

Når det gjelder opsjoner i arbeidsforhold er aksjekursen det naturlige valget for underliggende aktiva. Prisen på opsjonen fastsettes på forhånd, med utgangspunkt i hva aksjekursen har vært det siste året. For å motivere de ansatte til å jobbe hardt for å bidra til at aksjekursen går opp, er det en fordel å fastsette kontraktsprisen høyere enn aksjekursen når opsjonene blir utstedt, hvis ikke vil en belønne medarbeidere uten at de har skapt verdi for eierne. Ifølge Thoresen (2001) er det vanlig at ledelsens opsjoner har en løpetid på to til tre år.

### **3.4.4 Innløsning av opsjonen**

På forfallstidspunktet kan en av tre ting skje; 1) opsjonen er ”out-of-the-money” (kontraktpris er høyere enn aksjeprisen) og verdiløs, 2) opsjonen er ”in-the-money” og eier av opsjonen mottar et kontantvederlag som tilsvarer differansen på aksjeprisen og kontraktsummen, 3) opsjonen er ”in-the-money” og eieren mottar en aksje mot å betale kontraktsummen. I tilfelle 3 må selskapet enten ut i markedet og kjøpe egne aksjer, benytte eksisterende beholdning eller trykke nye aksjer som medfører utvanning av eksisterende aksjonærer. Opsjoner av type 3 som krever trykking av nye aksjer kalles ofte frittstående tegningsretter eller warrants.

### **3.4.5 Positive og negative sider**

Opsjoner har hovedsakelig tre positive virkninger på de ansatte. De tiltrekker, binder og motiverer.

#### **3.4.5.1 Tiltrekning**

Opsjoner kan brukes til å tiltrekke seg en bestemt mennesketype (Hall og Murphy 2003). Bakgrunnen for dette finner vi i økonomisk teori. De som er risikoaverse, vil kreve en risikopremie for å godta opsjoner istedenfor kontanter som lønn. Dermed vil selskaper som tilbyr opsjonslønn tiltrekke seg risikovillige fremfor risikoaverse mennesker.

For små selskaper med dårlig likviditet er opsjonsordninger særlig fordelaktige (Thoresen 2001). I oppstartsfasen har selskaper behov for å knytte til seg dyktige mennesker, men disse er ofte kostbare. Finansielle begrensninger på grunn av dårlig likviditet gjør det vanskelig å kompensere disse menneskene. Ved å tilby betaling i opsjoner, gir dette et løfte om høy lønn i fremtiden dersom selskapet blir en suksess. Slik kan oppstartsselskaper klare å knytte til seg dyktige personer uten at det går utover likviditeten.

#### **3.4.5.2 Er opsjoner effektive for å tiltrekke ansatte?**

Hall og Murphy (2003) hevder at opsjoner ikke er en effektiv metode for å tiltrekke medarbeidere. Dette er gjort under forutsetning at de ansatte er risikoaverse og ikke diversifiserte. Da vil de kreve en risikopremie for å godta opsjoner, og dermed oppstår det et effektivitetstap i form av at mottaker vurderer verdien på opsjonen som mindre enn markedsprisen. Hall og Murphy argumenterer med at andre kompensasjonsformer er mer



effektive grunnet lavere effektivitetstap. Aksjer som ansatte må beholde en viss periode er et slikt eksempel, ettersom de krever en lavere risikopremie. De mener også at andre metoder som for eksempel bonusordninger er mer treffsikkert i forhold til å tiltrekke seg de riktige personene.

Oyer og Schaefer (2004) finner at opsjoner kun er en god måte å bruke i oppstartsselskaper hvis de ansatte er den billigste kapitalkilden. Med dette menes det at det er billigere å utstede opsjoner til ansatte enn for eksempel å låne penger til å betale høyere lønninger. Dette er kun tilfelle når ansatte er svært optimistiske til selskapets kursutvikling.

### **3.4.5.3 Binding**

Et opsjonsprogram går som oftest over flere år, det vil si at innløsningstidspunktet er flere år frem i tid (Thoresen 2001). Programmet vil fungere som "Golden Handcuffs" dersom man mister retten til å innløse sine opsjoner ved oppsigelse.

Hvis aksjekursen korrelerer med konjunktorene, vil opsjoner bidra til å binde ansatte ved høykonjunktur (Liang og Weisbenner 2002). Vanligvis er konkurransen om nye hoder sterkest ved høykonjunktur, og gitt at selskap i samme industri er de største konkurrentene om arbeidskraften, vil opsjonsprogrammene ha den ønskede effekten.

Ifølge Oyer og Schaefer (2004) kan også opsjoner virke som en naturlig lønnstilpasning etter konjunktorene. Det er svært vanskelig å redusere nominell lønn, men med opsjoner vil den totale lønnskompensasjonen gå naturlig ned i dårlige tider, når det er sannsynlig at heller ikke bedriften gjør det så bra sammenlignet med i gode tider.

### **3.4.5.4 Binding har begrenset virkning**

Hall og Murphy (2003) påpeker at opsjoner kun har bindingseffekt når den er "in-the-money". I andre tilfeller har den i beste fall ingen effekt, men kan også gi insentiv for de ansatte å slutte i selskapet. For eksempel i lavkonjunkturer kan det være attraktivt å bytte arbeidsgiver, for dermed å få et nytt opsjonsprogram med en lavere kontraktspris.

### **3.4.5.5 Motivasjon til innsats**

Ifølge Hall og Murphy (2003) er hovedargumentet bak opsjoner at lederne får insentiver til å handle i aksjonærenes beste interesse ved at opsjonsverdien er direkte knyttet til aksjekursen.

I økonomisk teori er det vanlig å anta at selskapenes virksomhet er styrt av målet om å maksimere lønnsomheten. Jeg forutsetter at også aksjonærene er profittmaksimerende, og dermed ønsker en høyest mulig økning i aksjekursen. Ved å gi ansatte opsjoner, får de et insentiv til å gjøre en større innsats og fokusere på verdiskapende aktiviteter.

I forhold til aksjer vil opsjoner gi en større oppside, økt risikovilje og de krever mindre investering fra medarbeiderne. Når det er ønske om at ledelsen skal ta større risiko er opsjoner et bedre virkemiddel enn aksjer.

#### **3.4.5.6 Sammenheng mellom belønning og innsats?**

Ifølge insentivteori må den som mottar prestasjonsbasert lønn, kunne påvirke nivået ved hjelp av egen innsats for at lønnsmetoden skal være effektiv (Osmundsen og Torgrimsen 2000) For de som har opsjonslønn, vil belønningen variere med aksjekursen. Problemet er at aksjekursen påvirkes av mange flere faktorer som ansatte har begrenset eller ingen innvirkning på. For sykliske selskaper har høykonjunktur generelt en positiv innvirkning på aksjekursen. Det er vanskelig å måle hvor mye av verdistigningen som er resultat av lederens innsats kontra hva som skyldes eksterne faktorer. Problemet her blir at selv dårlig innsats kan bli belønnet, og opsjonsgevinsten fortøner seg da som en gavepakke som skyldes flaks.

Hall og Murphy (2003) mener at det ikke kan være sammenheng mellom andre ansatte enn ledelsens innsats og aksjekursen, da disse har begrenset innflytelse på selskapet. Dersom mange i selskapet har opsjoner vil det oppstå problemer med gratis-passasjerer. Enkelte ansatte lar andre gjøre arbeidet.

#### **3.4.5.7 Suboptimale beslutninger**

Ved bruk av opsjoner er det også en fare for at ledelsen tar beslutninger som kun gir høyt resultat på kort sikt. Ledelsen kan blåse opp resultatet for de årene som er fordelaktig for dem. Ved bedre resultat øker aksjeprisen, og lederne kan løse inn opsjonene med en god gevinst. Et kunstig høyt resultat kan lages på flere måter, blant annet ved periodisering, oppblåsning av inntekter og restruktureringskostnader (Kaplan 1998). Dermed kan selskapets resultat ved opsjonsutstedelse gjøres kunstig lavt, mens resultatet i årene som opsjonene innløses, kan gjøres kunstig høyt.

Opsjoner kan også føre til lederne tar overdrevet risiko. Ved å ta stor risiko, er det sjans for at aksjekursen stiger radikalt, særlig hvis selskapet hører hjemme i en volatil industri. Da er det også sannsynlig at strategien mislykkes og at aksjekursen faller. For opsjonsmottakeren kan opsjonene enten gi gevinst, eller være verdiløse. Lederen kan aldri tape noe på opsjonene. Med bare oppside, vil det være fristende å ta stor risiko. For å unngå suboptimale beslutninger, bør derfor opsjonsmottakerne få andre typer kompensasjon som gir nedside.

### **3.5 Teori om humankapital**

Innen kunnskapsbaserte industrier, deriblant IKT-sektoren, fokuseres det på viktigheten av å beholde humankapital. Dersom humankapital defineres som generell kunnskap, vil de med høy utdanning ha mye humankapital, men ettersom de relativt enkelt kan erstattes av andre med samme kunnskap er de ikke spesielt verdifulle for selskapet. Så lenge arbeidsmarkedet ikke er for stramt, vil det ikke være nødvendig for selskapet å beholde sine ansatte, de kan like gjerne ansette nye.

Pakes and Nitzan (1982) forklarer humankapital ved å tenke seg at en bedrift utfører et forskningsprosjekt, som krever en god idé og betydelige investeringer for å komme fra idé til masseprodusert produkt. Ideen og investeringene er den mest kritiske informasjonen. Først identifiseres ideens sjanser til å lykkes i markedet. Forskeren som arbeider med prosjektet må nødvendigvis få kjennskap til resultatene. Kun forskeren og selskapet han jobber for, kjenner informasjonen. Forskeren kan enkelt ta med seg opparbeidet informasjon og starte konkurrerende virksomhet fordi informasjonen er enkel å reprodusere. Selskapet som forskeren jobber hos i løpet av prosjektarbeidet, må beskytte egne innovasjoner. De trenger derfor en kontrakt som binder forskeren til selskapet slik at informasjonen ikke lekker ut.

Forskerens arbeidskontrakt bør derfor bestå av fast lønn og en bonus som kun utbetales hvis forskeren blir i selskapet etter at ideens sjanser for å lykkes er identifisert. For at forskeren skal bli i selskapet, må han få bedre betalt enn det han ville fått ved å starte sin egen virksomhet eller gått over til et konkurrerende selskap.

Bonusen kan også deles ut som en aksjeopsjon. Det vil si at forskeren får en del av overskuddet som kompensasjon for å bli værende i selskapet etter at ideen er prøvd ut. Dette er bedre for selskapet enn å gi ren bonus, fordi forskerens betaling da avhenger av selskapets

resultat. Uavhengig av betaling har forskeren bundet seg til å bli i selskapet gjennom den kritiske perioden.

### **3.6 Andre faktorer som kan påvirke utbredelsen av opsjoner**

Andre faktorer som kan påvirke utbredelsen av opsjoner kan være skatte- og regnskapsregler, negativ oppmerksomhet og usikre kostnader i forbindelse med opsjonsprogrammer.

#### **3.6.1 Skattelegging av opsjoner**

I Norge har skatteleggingen vært svært varierende. De første reglene som spesielt gjaldt opsjoner kom i 1990. Da ble gevinsten ved innløsning eller salg av opsjoner skattlagt som lønnsinntekt, på samme måte som dagens regler. I 1996 ble reglene ytterligere skjerpet slik at mottaker også måtte skatte av opsjonsfordelen på utstedelsestidspunktet (Thoresen 2001). Ifølge Statistisk Sentralbyrå ble det i 1996 innrapportert mer enn 12.000 opsjoner i arbeidsforhold, mens det i 1998 kun ble innrapportert 1.000 nye opsjonsforhold (Aftenposten 25.05.2000). Det er dermed grunn til å anta at skatt er viktig for utbredelsen av opsjoner.

Etter dagens regler beskattes opsjonene på innløsningstidspunktet, altså når opsjonene byttes inn i aksjer eller kontantvederlag. Verdien som skattelegges er den ansattes fordel og defineres som følger:

$$\text{Fordel} = (\text{Markedspris} - \text{innløsningspris} - \text{kostpris for opsjonen} - \text{bunnfradrag})$$

Markedspris er prisen på aksjen når opsjonen innløses, innløsningsprisen er avtalt kontraktspris og kostpris for opsjonen er en eventuell opsjonskostnad. Bunnfradraget fremkommer siden skattefritaket i Skatteloven § 5-14 gjelder tilsvarende for fordelene ved innløsning av opsjon som for salg av aksjer. Dermed kan fordelene reduseres med 20 prosent, begrenset oppad til kr 1 500 så lenge opsjonene inngår i en generell ordning i bedriften. Fordelen regnes som arbeidsinntekt og beskattes derfor som lønn. Dette gjelder både børsnoterte og ikke børsnoterte opsjoner. (Sticos Oppslagsverk)

Fra og med inntektsåret 2002 kan skatten og arbeidsgiveravgiften i innløsningsåret beregnes som om opsjonsfordelen var blitt skattlagt i alle årene opsjonen har løpt, ikke bare det året opsjonen ble innløst. Da fordeles opsjonsfordelen likt over opsjonens løpetid. Dette medfører at det må foretas en omberegning av skatten, også trygdeavgift og toppskatt, for hvert år vedkommende har hatt opsjonen. (Sticos Oppslagsverk)

Lesere som ønsker å se et regneeksempel på beregning av opsjonsfordelen, henvises til Vedlegg C.

### **3.6.2 Regnskapsregler: IFRS 2**

Strengere opplysningsplikt og rapporteringsregler i regnskapet kan føre til at flere unngår å bruke opsjoner i arbeidsforhold. Blant annet Hole (2006) finner i sin undersøkelse at 12 av 20 selskaper notert på Oslo Børs, har sluttet med eller vil ikke fornye sine opsjonsprogrammer. Dette skjedde rett etter at det kom nye regnskapsregler (IFRS2).

EU vedtok at International Financial Reporting Standard (IFRS) skal brukes i konsernregnskapet i børsnoterte foretak fra 2005. Det samme ble vedtatt i Norge året etter. Dermed ble det pliktig for de fleste norske børsnoterte selskapene å bruke IFRS i konsernregnskapet fra 2005. Fra 2007 gjelder dette alle norske børsnoterte selskap. (Sticos Oppslagsverk). Hovedforskjellen mellom IFRS og Regnskapsloven gjelder dreiningen fra prinsippet om historisk kost mot virkelig verdi. (Forelesning BUS 400, høsten 2006).

Regnskapsføring av opsjoner har tidligere ofte vært mangelfull, enten ikke regnskapsført i det hele tatt eller vært regnskapsført direkte mot egenkapitalen (Forelesning BUS 424, høsten 2006). Konsekvensen av dette er at opsjonenes kostnader ikke har vært godt synlig i regnskapet. Etter Regnskapsloven § 7-31 skal det nå opplyses om godtgjørelse til styret og ledende personer i selskapet, samt selskapets forpliktelser når det gjelder tegningsretter, opsjoner og lignende. Dette synliggjør opsjonsordningene. IFRS 2 – Share-based payment – tar for seg hvordan aksjebaserte transaksjoner skal regnskapsføres, og krever at den totale verdien på opsjonsavtalen skal estimeres på tildelingsdatoen. Denne verdien skal periodiseres ut over opptjeningsperioden. (Hole 2006) Det vil si at selskapene får en opsjonskostnad i regnskapet så lenge opsjonen forventes å være in-the-money på innløsningstidspunktet. Siden dette kun er regnskapsteknisk, burde ikke overgang til IFRS ha betydning for bruk av opsjoner. Imidlertid er det flere som hevder det motsatte. Blant annet Hole (2006) mener at det er en sammenheng mellom innføringen av IFRS 2 og en markant nedgang i bruken av opsjonsprogrammer.

### **3.6.3 Signaleffekt – dårlig rykte**

Selskaper med store opsjonsordninger til ledelsen har fått mye negativ oppmerksomhet i mediene. Dette kan skade selskapene som bruker opsjoner. Andre ansatte enn ledelsen kan føle at de har for lav lønn, og stille krav om høyere lønn i lønnsforhandlingene. Det kan også skremme vekk potensielle investorer, siden fremtredende politikere går til angrep på opsjoner og selskaper som benytter seg av denne kompensasjonsformen.

### **3.6.4 Usikre kostnader og utvanning**

Usikkerhet knyttet til fremtidig aksjekursutvikling gjør det svært vanskelig å beregne den totale verdien på opsjonsprogrammet og dermed den reelle kostnaden til selskapet. Siden omfattende opsjonsprogrammer kan gi store kostnader for selskapet når opsjonene er dypt in-the-money, bør dette tas hensyn til når det gjøres verdivurdering av selskapet. Opsjonsutbetalinger til ledelsen reduserer resultatet og dermed aksjonærenes verdi.

Ved bruk av frittstående tegningsretter, utstedes nye aksjene som opsjonsinnehaverne har til gode. Det gjør at eksisterende aksjer blir mindre verdt og selskapets aksjeverdi utvannes.

## 4 EMPIRI

Empiridelen søker å besvare forskningsspørsmålet ut fra sekundære kilder. Ettersom det eksisterer begrenset med norsk forskning rundt temaet opsjoner, er de fleste funnene som nevnes i dette kapitlet gjort ved å studere utenlandske, og særlig amerikanske, selskapers bruk og effekt av opsjoner. Det kan derfor være at ikke alt er direkteoverførbart til norske selskaper og deres opsjonsprogrammer.

### **4.1 Utbredelsen av opsjoner**

I løpet av 1990-tallet har bruk av opsjoner økt betraktelig i USA. Ifølge Hall og Murphy (2002) ga 97 prosent av alle Standard & Poor's 500-selskapene opsjoner til toppledelsen, mot bare 82 prosent i 1992. Ikke bare har flere selskaper tatt i bruk opsjoner, men opsjoner er blitt en stadig viktigere del av kompensasjonspakken, målt som andel av totallønn, til administrerende direktører. I 1992 utgjorde opsjonsandelen av lønnen kun 25 prosent, mot 40 prosent i 1998. Det er ikke bare toppledelsen som mottar oftere og flere opsjoner. Også mellomledere har i større grad blitt inkludert i opsjonsprogrammene. Ifølge Core og Guay (2001) har andelen selskaper som gir opsjoner til minst halvparten av sine ansatte økt fra 17 prosent i 1993 til 39 prosent i 1999. Bransje og størrelsen på selskapet er signifikante faktorer for om selskapet har opsjonsprogram. Ifølge Liang og Weisbenner (2002) gir små teknologiselskaper oftere opsjoner enn store, mer tradisjonelle selskaper.

I Norge har vi også sett økt bruk av opsjoner. I 2002 hadde 58 prosent av alle selskapene på Oslo Børs opsjonsordninger, mot 42 prosent i 1999 (Gaard og Nilsen 2004). Det er også mer vanlig å gi opsjoner til nøkkelpersonell innen IKT-bransjen. 42 prosent av IKT-selskapene gir opsjoner til nøkkelpersonell, mens gjennomsnittet av de børsnoterte selskapene som brukte opsjoner til nøkkelpersoner kun utgjorde 24 prosent. Dette stemmer godt med hva teorien sier om at små selskaper avhengige av humankapital benytter avlønning som binder nøkkelpersoner til selskapet.

## **4.2 Hva forskningen sier om opsjoners virkning på motivasjon, tiltrekning og binding på nøkkelpersonell**

Det er gjort flere empiriske undersøkelser på effekten av opsjonsprogrammer, men resultatene spriker. Mens noen forskere hevder at opsjoner har en virkning, mener andre at de ikke finner noen empiriske bevis på at opsjoner verken motiverer, tiltrekker eller binder de ansatte.

### **4.2.1 Tiltrekning**

Ifølge teorien brukes opsjoner som et middel for å tiltrekke dyktige mennesker, som ellers kanskje ikke ville startet i selskapet. Hall og Murphy (2003) mener at opsjoner kan benyttes for å tiltrekke en viss type mennesker, men at dette ofte er ineffektivt. Andre avlønningsmetoder, som bonusprogrammer, kan ved riktig utforming ha mer effekt både for tiltrekning og motivasjon. Ifølge Hall og Murphy kan effekten av opsjoner på andre enn toppledelsen kun være tiltrekning, da den direkte sammenheng prestasjon og belønning ofte er liten.

Oyer og Schaefer (2004) finner at opsjoner kan være en effektiv kompensasjonsform dersom mottaker er tilstrekkelig optimistisk. Da vil mottakeren være villig til å godta reduksjoner i annen kompensasjon som mer enn oppveier for opsjonenes verdi.

### **4.2.2 Binding**

Teorien sier at opsjoner kan binde mennesker til selskapet, slik at kritisk kompetanse ikke går tapt. Ifølge Hall og Murphy (2003) må gitte kriterier være oppfylt for at opsjoner skal kunne binde medarbeiderne til selskapet. Det må være restriksjoner på når de kan innløses, samt at de ikke kan innløses etter oppsigelse. Selv om disse to kriteriene er oppfylt, er det ikke gitt at opsjoner har en bindingseffekt. Effekten er selvfølgelig høyest når opsjonen er deep in-the-money, mens når opsjonen er out-of-the-money er effekten mindre. Hall og Murphy (2003) er kritiske til opsjoners bindingseffekt fordi de mener at andre belønningsmetoder er mer effektive på grunn av mottakers risikoaversjon. I tillegg kan out-of-the-money opsjoner virke mot sin hensikt, motivere til jobbyte, dersom en stor del av kompensasjonspakken oppfattes som uten verdi.

Oyer og Schaefer (2004) finner at opsjoner er effektive til å binde i gode tider når konjunktur og aksjemarkedet korrelerer. Som oftest stiger aksjekursene i høykonjunkturer, og da er det



også flest jobber på markedet. Dette gjør at de ansatte bindes til selskapet når arbeidsmarkedet er stramt.

### 4.2.3 Insentiv til innsats

Ifølge teorien gir opsjoner et insentiv til innsats siden opsjonsgevinsten øker med utviklingen i aksjekurs. Hall og Murphy (2002) konkluderer derimot med at sammenhengen mellom betaling og lederens innsats er sterkt overdrevet. De finner at jo mer risikoavers lederen er, jo lavere verdsettes opsjonen. I tillegg blir opsjonen mindre verdsett når den er out-of-the-money. Det er grunn til å tro at jo lavere lederen verdsetter opsjonen, desto lavere blir hans insentiv til innsats. Derfor mener Hall og Murphy at opsjoner er en ineffektiv form for avlønning.

Hall og Murphy (2003) finner heller ikke gode empiriske bevis på at opsjoner motiverer verken vanlige ansatte eller toppledere. Siden det ikke er mulig å se en direkte sammenheng mellom medarbeideres handlinger og utvikling i aksjekurs, mener Hall og Murphy at opsjoner ikke nødvendigvis gir insentiver til innsats. Aksjekursen påvirkes av mange andre faktorer som lederen ikke har kontroll over. For å kunne måle sammenhengen mellom resultat og innsats, mener Hall og Murphy at kontraktsprisen skal indekseres etter markedet. Det vil si at lederen kun blir belønnet for det aksjene overgår markedet. Dermed reflekterer målingen i større grad lederens innsats. Ved bruk av indeksering belønnes gode ledere både i gode og dårlige markedsomgivelser, mens man slipper å betale dårlige ledere. I realiteten benyttes nesten aldri indekserte opsjoner. Dette fordi disse vil være vanskeligere å administrere og måle. I tillegg vil lederen i gode tider få dårligere betalt ettersom innløsningskursen vil bli såpass høy. Utsikter til dårligere betalt vil gi topplederne dårligere insentiv til innsats.

Oyer og Schaefer (2005) har gjort undersøkelser på effekten av opsjoner på andre enn toppledelsen i selskapet, og de finner ikke empiriske resultater som tilsier at mellomledere får insentiver til innsats gjennom å få opsjoner. Dette er fordi mellomledere typisk har mindre innflytelse på verdiskapingen i selskapet. Observerte opsjonsprogrammer er ofte for små for å tilføre meningsfulle insentiver til mellomledere, da oppsiden uansett blir for liten.

Liang og Weisbenner (2002) finner at sammenhengen mellom innsats og opsjoner er sterkere for mellomledere enn toppledere. Dette er i strid med agentteoriens antakelse om at

toppledere har større innvirkning på aksjekursen, er mindre risikoaverse og derfor burde ha bedre insentiver til innsats. Liang og Weisbenner har ikke funnet en spesifikk forklaring, men nevner i artikkelen mange faktorer som kan bidra til å forklare funnet. De viktigste er at toppledere har større eierandel i selskapet, at toppledere oftere får restrukturert opsjonsavtalene og at i teknologiselskaper kan ofte mellomledelsen være en større kilde til verdiskapning enn topplederen. Liang og Weisbenner kommer også inn på atferdsteorien som en mulig forklaring. Mellomledelsen forventer høye inntekter på opsjoner med bakgrunn i tidligere erfaringer og tommelfingerregler. Dette gjør at de overvurderer opsjonenes verdi, særlig i høykonjunkturer. Mellomledelsen er ikke rasjonell, og har dermed en annen forventning til aksjeprisen enn markedet. De ser på opsjoner som en mulighet til å bli rik, krever ikke risikopremie og verdsetter dem høyere enn markedet.

Core og Guay (2001) finner at opsjoner til ledere gir insentiveffekt, mens den er mer usikker for andre ansatte, fordi de har mindre påvirkningsmuligheter enn toppledelsen. De finner også at opsjoner er effektivt for å gi insentiver til andre enn toppledelsen når selskapet har store overvåkningskostnader, stort vekstpotensial og humankapital er en betydningsfull produksjonsfaktor.

#### **4.2.4 Lønnsalternativ for oppstartsselskaper**

Teorien sier også at opsjoner er en god måte å lønne ansatte på når selskapet har dårlig likviditet. Ifølge Oyer og Schaefer (2005) er dette kun optimalt når ansatte er den laveste kostnadskilden. For selskapet er opsjoner kun effektive som kompensasjonsmiddel når de ansatte er svært optimistiske til selskapets fremtid. Da kan selskapet spare kompensasjonskostnader ved å erstatte andre, mer kostbare kompensasjonsformer med opsjoner. I tillegg vil de optimistiske ansatte lettere godta opsjoner når firmaets størrelse, volatilitet og antall opsjoner øker.

Resultatene til Core og Guay (2001) viser at selskaper som har stram likviditet, stort kapitalbehov, store kapitalkostnader og interesse av å tiltrekke seg risikovillige ansatte, i større grad benytter opsjoner som kompensasjonsform.

### **4.3 Case: Intel**

Intel er et amerikansk IT-selskaper som begynte å bruke aksjeopsjoner på 1980-tallet, tilsynelatende med stor suksess. Jeg vil derfor ta dette med i oppgaven som et eksempel, og se på hva som kan forklare aksjeopsjonenes suksess. Caset er basert på boken *Inside Intel* av Tim Jackson.

Intel ble etablert i 1968 og spesialiserte seg på minnebrikker og mikroprosessorer, som blant annet brukes i datamaskiner. Selskapet startet i Silicon Valley i California, et samlingspunkt for høyteknologiske selskaper. Intel var tidlig ute med nye produkter i tillegg til at selskapet hadde lave kostnader. Dette ga dem gode marginer, som muliggjorde forskning og utvikling, og dermed nyvinninger. Etableringen i Silicon Valley førte til hard konkurranse i hjemmemarkedet og forberedte selskapet på den globale konkurransen.

Arbeidsstokken bestod hovedsakelig av ingeniører. De ansatte var ikke engasjert i fagforeninger, noe som gjorde det enklere for bedriftene å bestemme individuell lønn. Lønnen ble bevisst satt til under gjennomsnittet i bransjen siden selskapet var svært attraktiv arbeidsgiver blant ingeniørene.

Det vokste frem en unik bedriftskultur i Intel, både på grunn av engasjement blant de ansatte og selskapets organisasjonsstruktur. Intel opererte med et flatt hierarki og verdsette selvstendighet for enklere å kommunisere og spre kunnskap i bedriften. Samtidig var styring og kontroll svært viktig. Det ble brukt en rekke tiltak for å kontrollere og måle de ansatte. Dette la en demper på kreativiteten, og egen forskning måtte gjøres utenfor arbeidstiden. Flere ansatte følte seg urettferdig behandlet.

Det argumenteres i boken for at Intels bruk av aksjeopsjoner førte til økt innsats og binding. Det siste skyldtes særlig utformingen av opsjonsordningen, der kun en fjerdedel av gevinsten kunne realiseres det første året. Resten ble først utdelt tre år senere og det ble utstedt nye opsjoner hvert år. Dette gjorde at medarbeiderne var lojale tross av lange arbeidsdager og sterk overordnet kontroll. Blant de ansatte var slagordet ”en økende aksjepris leger alle sår”.

## 5 HYPOTESER

Følgende fire hypoteser er utarbeidet for å belyse mitt forskningsspørsmål ”Er opsjoner et effektivt instrument for å tiltrekke, binde og motivere ledelse og nøkkelpersoner i IKT-bransjen?” De tre første omhandler om opsjonene har de ønskede effektene, og den siste hvorvidt opsjoner er effektivt og brukes bevisst.

### 5.1 Hypotese 1

*Selskaper avhengig av humankapital benytter opsjoner for å tiltrekke seg ressurspersoner.*

Begrunnelse:

- Selskaper er avhengige av å tiltrekke seg de beste hodene for å lykkes, spesielt i bransjer hvor de ansatte er det viktigste aktiva. Opsjoner er attraktivt for dyktige personer ettersom de kan høste fruktene av egen innsats og ta direkte del i selskapets verdiskapning.
- Opsjoner er også kostnadseffektivt i forhold til andre kompensasjonsformer som må til for at dyktige mennesker skal bytte jobb.

### 5.2 Hypotese 2

*Selskaper avhengig av humankapital benytter opsjoner for å binde ledelse og nøkkelpersoner.*

Begrunnelse:

- Nøkkelpersoner innehar verdifull kompetanse som er en kritisk suksessfaktor for selskapet, og bør derfor gis insentiver til å bli værende. Opsjoner er en økonomisk kompensasjon som ligger frem i tid, og som krever at personen fortsatt er i selskapet.
- Det er grunn til å tro at bindingseffekten av opsjoner er sterkest i gode tider, da den også er viktigst, ettersom turnover også ofte er størst i gode tider. I dårlige tider er effekten mindre, men til gjengjeld er nødvendigheten av binding tilsvarende lavere.

### **5.3 Hypotese 3**

*Selskaper benytter opsjoner for å insentivere ledelse og nøkkelpersoner til økt innsats.*

Begrunnelse:

- Opsjoner gir insentiver til innsats ved at høy innsats øker aksjekursen og dermed opsjonsgevinsten.
- Sett fra eierens side vil dette også motivere til fokus i tråd med eierens interesse.

### **5.4 Hypotese 4**

*Opsjonsordninger er et effektivt og bevisst virkemiddel fra eierens side.*

Begrunnelse:

- Opsjoner bør være det mest effektive virkemidlet for å oppnå tiltrekning, binding og motivasjon, ellers kunne selskapene tjent på bruke andre virkemidler for samme eller bedre effekt.
- Det er grunn til at bruken av opsjoner påvirkes av eksterne faktorer som for eksempel skatte- og regnskapsregler.
- Bruk av opsjoner kan også være et resultat av arv og miljø fremfor et bevisst forhold til hva som oppnås ved bruk.

## 6 METODE

### 6.1 Studieobjekt

Oppgaven søker å finne svar på om opsjoner bidrar til at ledelse og nøkkelpersonell tiltrekkes, bindes og motiveres til innsats. Jeg vil ta for meg en bransje som er avhengig av humankapital ettersom viktigheten av å tiltrekke og binde medarbeidere er stor – IKT-bransjen er en slik bransje. Det er også en fordel at denne bransjen historisk har vært en av de mest aktive brukerne av opsjoner.

Jeg ønsker også å undersøke om selskapenes størrelse og modenhet er avgjørende for om opsjoner benyttes. Jeg vil derfor studere både små nye oppstartsbedrifter og store mer modne børsnoterte selskaper.

Av oppstartsselskaper har jeg valgt selskaper som er finansiert med venturekapital. Dette har jeg gjort for å sikre at agentproblemet eksisterer. I tillegg gir det et ”best practice”-perspektiv, gjennom at disse ventureselskapene er profesjonelle eiere. Utgangspunktet for utvalget er medlemmer av Norsk Venture som investerer i IT/telekom. Datainnsamlingen skjedde gjennom å intervjuer ventureselskapene som står bak utformingen av insentivordningene.

Selskaper innenfor IKT-sektoren på Oslo Børs som oppgir i årsrapporten for 2005 at de har opsjonsprogrammer, utgjør utvalget av børsnoterte selskaper. Selskaper i gråmarkedet er ekskludert på grunn av dårlig informasjonstilgjengelighet. Siden børsnoterte selskaper er store og modne, antas de å være profesjonelle. Jeg intervjuer selskapets kontakter for investorrelasjoner (IR-kontakt), som skal besvare aksjonærenes spørsmål og derfor bør kjenne eiernes begrunnelse for bruk av opsjoner. I selskapene jeg intervjuet var det som oftest administrerende direktør eller finansdirektøren.

### 6.2 Forskningsdesign

Oppgaven er skrevet etter eksplorativt design siden jeg som student har begrensede forkunnskaper om opsjoners virkning, det finnes lite litteratur om emnet og resultatene fra empiriske undersøkelser spriker. Det at børsnoterte selskaper er informasjonspliktige, men

tilbakeholdne med å utdype årsaker og virkninger av opsjonsprogrammer, og at venturebransjen på sin side er svært lukket taler også for denne designen.

### **6.3 Metode for datainnsamling**

Datainnsamlingen er av en kvalitativ natur ettersom oppgaven søker å belyse selskapenes rasjonale for bruk av opsjoner.

Datainnsamlingen har blitt utført ved hjelp av dybdeintervjuer over telefon i oktober og november 2006. Utvalget består av ti ventureselskaper og ni børsnoterte selskaper. Ventureselskapene ble intervjuet med utgangspunkt i intervjuguiden i Vedlegg A, og de børsnoterte etter intervjuguiden i Vedlegg B. Hovedspørsmålene søker å være åpne, for å unngå ledende spørsmål. Underpunktene ble brukt til å stille oppfølgingsspørsmål. Intervjuene er halvstrukturerte, så lengden på besvarelsene varierer, men samme intervjuguide ble brukt for hver gruppe for å sikre pålitelighet. Intervjuguidene er laget med bakgrunn i teori- og empiridelen for å sikre relevans. Intervjuene dreier seg hovedsaklig om årsaken for og virkning av opsjonsbruk, og er konfidensielle for å sikre ærlige svar.

### **6.4 Evaluering av datainnsamling**

De viktigste svakhetene i datamaterialet er følgende:

- Datainnsamlingen baserer seg på subjektive svar.
- Opsjoner analyseres individuelt, selv om det brukes som en del av en kompensasjonspakke.
- Definisjon av nøkkelpersonell er forskjellig, og virker tilfeldig innad i flere selskaper.
- Begrenset utvalg tilsier lav signifikans av eventuelle funn.
- Tilfeldig utvelgelse av selskap, som blant annet ikke tar hensyn til for eksempel intensitet av humankapital.
- IR-kontakten i de børsnoterte selskapene var ofte administrerende- eller finansdirektør, og dermed en av agentene. Vedkommende kan ha interesse i å overdrive effekt og virkning av opsjoner.

## 7 RESULTATER

I dette kapitlet presenteres først de generelle resultatene fra intervjuene av ventureselskapene, og deretter de børsnoterte selskapene. Siden utvalgene til sammen består av 19 selskaper, presenteres resultatene etter tema for å gjøre det mest mulig oversiktlig. Analysen av hypotesene gjøres i neste kapittel.

### ***7.1 Funn i gruppen for ventureselskaper***

#### **7.1.1 Utbredelse av opsjoner**

Åtte av de intervjuede ventureselskapene oppga at opsjoner ble brukt som en del av insentivordningen til selskapene de investerer i, men to av disse brukte alternative insentiver som aksjer når det var mulig. Insentivpakkene selskapene benyttet bestod av fastlønn, bonus og frittstående tegningsretter i tillegg til opsjoner.

Av de som benyttet seg av opsjoner, svarte samtlige at det ble gitt opsjoner til ledelsen. Gründeren fikk opsjoner så lenge han satt i ledelsen og dermed arbeidet i selskapet. Et av selskapene oppga at de ga opsjoner til alle ansatte, men ledelsen fikk den klart største andelen. Kun tre av åtte sa spesifikt at de ga opsjoner til nøkkelpersonell. Dette betyr ikke nødvendigvis at få nøkkelpersoner får opsjoner. Selskapene som ventureselskapene investerer i er små, det er ofte ikke så mange andre ansatte enn ledelsen. I disse selskapene kan både ledelsen og gründeren tenkes å være nøkkelpersoner, da de er kritiske for selskapets utvikling. Dette underbygges av at en av respondentene ikke hadde noe klart svar på hva som var forskjellen mellom ledelsen og nøkkelpersonell.

#### **7.1.2 Argumenter for og imot bruk av opsjoner**

Hovedargumentet for opsjonsordningen var at insentiver var nødvendig for å redusere agentproblemet. Ventureselskapene løper en stor risiko ved å investere tidlig i selskapets levetid. For å lykkes ble det sagt at selskapet raskt måtte bygges opp og de beste folkene ansettes. Ledelsen har mye å si for selskapets suksess. Når gründeren er en del av ledelsen, er det dermed viktig at han får insentiver slik at han tar del i verdiskapningen. Ved bruk av opsjoner tjener både ledelsen og ventureselskapet på at selskapet leverer.



Opsjoner var også kompensasjon for utvanning av gründeren når de var utformet som frittstående tegningsretter. Ventureselskapene ga ofte opsjoner til andre i ledelsen enn gründeren og i noen tilfeller til styremedlemmer. Det var fordi at når det utstedes flere aksjer og andres eierandel øker, blir gründerens andel utvannet. Opsjoner kompenserer for denne effekten.

Argumentene mot opsjoner var at det var dyrt skattemessig og en respondent mente at det ikke var nødvendig med opsjoner fordi gründeren allerede hadde aksjer, og dermed samme interesser som eierne.

### **7.1.3 Argumenter for og imot opsjoner til styret**

Fire av de ti ventureselskapene ga opsjoner til styret. Selskapene understreket at det i små selskaper ofte er en glidende overgang mellom ansatte og styre, og at det derfor er mer naturlig med opsjoner for styremedlemmer enn i børsnoterte selskaper. To av ventureselskapene brukte opsjoner til styrene for å trekke til seg eksperter på spesielle fagfelt. Særlig for utenlandske eksperter ble det oppgitt at opsjoner var kritisk for deltakelse i styret.

De som ikke ga opsjoner til styrene begrunnet dette med at selskapenes styrer representerer eierne eller tidligere eiere som allerede har nok insentiver.

### **7.1.4 Opsjonenes løpetid**

Opsjonens løpetid var avhengig av lengden på ventureselskapenes investering. Dette henger sammen med at ventureselskapene kun er inne i selskaper en viss periode før selskapet selges, tas på børs eller avvikles. Det vanligste var at løpetiden lå mellom tre og fem år.

### **7.1.5 Andre faktorer som kan påvirke utbredelse**

Meningene var delt i to når det gjaldt skattereglens påvirkning på utbredelse av opsjoner. Gruppen som mente at strengere skatteregler ville påvirke utbredelsen, nevnte en dreining fra rene opsjoner mot frittstående tegningsretter eller aksjer som en sannsynlig tilpasning.

Flertallet av de spurte mente at de nye regnskapsregler (IFRS 2) ikke ville påvirket utbredelsen av opsjoner i selskapene de investerte i. Dette ble begrunnet med at disse ikke var

på børser, og reglene dermed ikke gjaldt for dem. Flere kommenterte at det heller ikke ville påvirket utbredelsen av opsjoner hvis de hadde vært berørt av IFRS, siden man da kunne benyttet aksjer med rabatt eller en mer belånt struktur for å unngå å vise kostnadene.

### **7.1.6 Tiltak mot suboptimale beslutninger**

Alle ventureselskapene var enige om at suboptimale beslutninger ikke var noe stort problem for dem. Det ble begrunnet med at ventureselskapene gjennom styrerepresentasjon og ofte majoritetsandel fører streng kontroll med selskapet, som forhindrer asymmetrisk informasjon. Siden aksjene er relativt lite likvide er mulighetene for å tjene penger på kursmanipulasjon også svært begrenset. Ventureselskapenes investeringshorisont og opsjonenes løpetid settes ofte likt for dermed å unngå kortsiktige tilpasninger fra ledelsen, slik at de ikke kan maksimere verdien av opsjonene på bekostning av eiernes interesser.

## **7.2 Funn i gruppen for børsnoterte selskap**

### **7.2.1 Utbredelse av opsjoner**

Av de selskapene som ble intervjuet hadde seks opsjonsprogrammer, mens tre hadde avvirket det. Fire selskaper ga opsjoner til ledelsen og nøkkelpersonell, mens to selskaper ga opsjoner til alle ansatte.

### **7.2.2 Argumenter for og imot bruk av opsjoner**

Hovedgrunnen for bruk av opsjonsprogram var å knytte de ansatte til seg og beholde dem over tid. Det ble også nevnt at ansatte ble lengre enn ellers forventet, særlig i turbulente tider. Fire av selskapene i utvalget begrunnet opsjonsprogrammet med at ansatte skulle ta del i verdiskapningen og assosiere seg med aksjonærene, samt at toppledelsens opsjonsprogram ble brukt for å tiltrekke gode kandidater. Et av de to selskapene som ga opsjoner til alle ansatte brukte opsjonsordningen bevisst i rekrutteringsøyemed til alle nivåer, mens det i det andre selskapet kun ble snakket om på toppledernivå. To selskaper oppga at opsjonsordningene til noen grupper sannsynligvis ikke hadde noen særlig effekt. Det ene selskapet ga opsjoner til alle ansatte, selv om de ikke trodde at alle ansatte kunne påvirke aksjekursen. De fortsatte med opsjonsprogrammet på grunn av tradisjon. Det andre hadde lagt om insentivordningene, slik at bare konsernledelsen og nøkkelpersonene fikk opsjoner.

De tre som tidligere hadde hatt opsjonsprogram, men som nå hadde avviklet det, begrunnet dette med de nye regnskapsreglene (IFRS), selv om opsjonsprogrammene ikke blir dyrere likviditetsmessig. Det kreves kun registrering i resultatregnskapet. Et av disse selskapene oppga at opsjonskostnadene tidligere ikke ble registrert.

### **7.2.3 Argumenter for og imot opsjoner til styret**

To selskaper ga også opsjoner til styremedlemmer, og begge hadde forskjellige begrunnelser. En respondent forklarte dette med at det var en praksis man hadde valgt å fortsette med. I tillegg mente han at det hjalp til med å holde styrehonorarene nede. Det andre argumentet var at opsjoner til styremedlemmer bidro til vekst og utvikling ved at alle jobber mot samme mål. Selskapene som ikke hadde opsjoner til styret begrunnet dette med Corporate Governance, som ikke anbefaler å gi opsjoner til styret siden det svekker styrets uavhengighet.

### **7.2.4 Opsjonenes løpetid**

Alle opsjonsprogrammene hadde en varighet på mellom to og fem år. Halvparten av selskapene lot aksjekursen på et bestemt tidspunkt være lik kontraktsprisen, mens den andre halvparten la til en andel på kontraktsprisen i forhold til aksjekursen.

Valg av kontraktspris lik aksjekurs ble begrunnet med at aksjen kunne gå både opp og ned. Hvis lederne fikk innløst opsjoner på grunn av høykonjunkturer i markedet, kunne de like gjerne bli straffet ved lavkonjunktur. I tillegg ble det argumentert med at ikke alle selskaper fulgte konjunktorene, og opsjoner var dermed et godt insentivmiddel. De som brukte påslag på aksjekursen mente at dette styrket opsjonsprogrammets troverdighet, siden gevinsten på opsjonene er avhengig av at aksjekursen øker mer enn forventningene. Dermed ble en eventuell opsjonsgevinst kompensasjon for en ekstraordinær prestasjon.

### **7.2.5 Andre faktorer som kan påvirke utbredelse**

Det var delte meninger om skatteregler påvirker utbredelsen av opsjoner. Noen ville tatt opsjonsordningene opp til vurdering ved endrede skatteregler, mens andre mente at skatteregler er uinteressant for utbredelsen. Et selskap oppga at de ville fortsatt med opsjonsordninger uansett, fordi de mente at opsjonsordningen fungerer hos dem. De pekte på at andre insentivordninger som bonus og aksjer også skattelegges.

Selskapene var uenige om registrering av opsjonskostnaden i resultatregnskapet påvirket bruken av opsjonsordninger. En tredjedel av de intervjuede selskapene oppga at nettopp IFRS var grunnen til at de sluttet med opsjonsordninger. De resterende syntes ikke IFRS var noe problem, fordi deres opsjonskostnader også ble registrert tidligere. En respondent mente at selskapet og aksjonærer måtte gjøre en kost-nytte-vurdering for å avgjøre om opsjonsprogrammet var verdt å beholde. I deres tilfelle hadde opsjonsordningen blitt tatt godt imot i markedet, og selskapet definerte den som vellykket.

### **7.2.6 Tiltak mot suboptimale beslutninger**

Bare to selskaper oppga at de hadde klare tiltak for å unngå ulemper opsjonsordningen kan føre med seg. Kontinuerlig opsjonsprogram og konsistent utøvelse var tiltak begge mente sikrer programmet. Et av selskapene mente også at en åpen policy rundt opsjonsprogrammet, både når det gjaldt opptjeningstid og hvem som får antall opsjoner, var viktig.

Det var flere av selskapene som hadde begrensninger på når opsjonene kunne innløses og hvordan kontraktsprisen ble bestemt, og dette kan fungere som hinder mot regnskapsmanipulering. Hos et av selskapene kunne opsjonene kun innløses en gitt periode etter kvartalsfremleggelse, slik at markedet hadde mulighet til å sende kursen ned hvis forventningene ikke ble oppfylt. Ved bestemmelse av kontraktspris var det vanlig å ta utgangspunkt i kursen en viss periode før og etter generalforsamling eller resultatfremleggelse slik at aksjekursen ikke ble bestemt tilfeldig.

## 8 ANALYSE

### 8.1 Hypotese 1

Jeg finner at både venture- og børsnoterte selskaper oppga at de benyttet opsjoner aktivt for å tiltrekke seg medarbeidere. Mens ventureselskapene benyttet opsjoner for å tiltrekke ledere, nøkkelmedarbeidere og i enkelte tilfeller styremedlemmer, brukte de børsnoterte opsjoner primært til nye ledere.

Forskjellen mellom oppstart- og børsnoterteselskaper kan ha sammenheng med at oppstartselskapene er umodne selskaper og nye medarbeidere/styremedlemmer kan kreve en ekstra kompensasjon for å jobbe for selskapet. Det at de ofte er små, og dermed at resultat lettere kan påvirkes av andre enn toppledelsen, gjør opsjoner mer attraktivt for andre enn ledere.

I de børsnoterte selskapene krever ikke nødvendigvis nye ansatte den ekstra kompensasjonen siden selskapet er mer etablert enn oppstartselskaper. Muligheten til å påvirke verdien av opsjonene er ofte såpass liten, for alle unntatt ledelsen, at verdien av å bli tildelt opsjoner er liten i forhold til andre kompensasjonsformer. Børsens krav til Corporate Governance kan legge begrensninger på styremedlemmers deltagelse i opsjonsprogrammer. Børsnoterte selskaper begrenser seg ofte til kun å tilby nye ledere opsjonsprogram.

### 8.2 Hypotese 2

Jeg finner at samtlige selskaper, både venture- og børsnoterteselskaper, hadde bindingstid på opsjonene i den hensikt å binde ressurspersoner til selskapet.

Ventureselskapene var spesielt opptatt av å beholde ressurspersoner ettersom de ofte var svært avhengig av noen få personer som vanskelig kunne erstattes. Det er grunn til å tro at særlig gründeren får opsjoner for at han skal bli værende i selskapet til tross for at han har fått utbetalt betydelige gevinster. Det kan også være nødvendig å kompensere for loss-of-control, ettersom han ikke lenger kan styre selskapet etter eget ønske.

Det kan argumenteres for at gründere ofte har en emosjonell binding til selskapet, og at opsjoner dermed ikke er nødvendig. Det at det finnes ”seriegründere” tilsier at ikke dette er et generelt trekk ved gründere.

Dyktige ledere i børsnoterte selskaper er ofte populære for andre børsnoterte selskaper. Opsjonsordninger er med på å gi økonomiske insentiver for slike ledere til å bli værende i selskapet.

### **8.3 Hypotese 3**

Jeg finner at både venture- og børsnoterteselskaper benyttet opsjoner for å insentivere ledelse og nøkkelpersoner til innsats og å ha riktig fokus – maksimering av eiernes verdi.

Ventureselskapene var mer opptatt av insentivene til innsats, da de selv mente de kunne unngå feil fokus gjennom streng kontroll og styrerepresentasjon. I tillegg vil ledelsen ofte ha en betydelig eierandel i oppstartsselskapene, og dermed selv ha nedside.

For børsnoterte selskaper som ofte har en spredt eierstruktur og med en profesjonell ledelse som ikke har en betydelig eierandel, er derimot faren for feil fokus en viktigere grunn til å ha opsjonsordninger enn for oppstartsselskaper. Opsjoner er imidlertid en kilde til suboptimale beslutninger som for eksempel manipulasjon av aksjekurs og økt risikotagning (mer volatilitet som øker verdien på opsjonen).

### **8.4 Hypotese 4**

Jeg finner at ventureselskapens bruk av opsjoner synes å være mer bevisst og at det er mer effektivt enn for de børsnoterte selskapene.

Samtlige ventureselskaper svarte at bruk av opsjoner og aksjer var for å sikre at ledelsen og eierne skulle ha sammenfallende interesser. De hadde også gode begrunnelser på hvorfor det ikke var fare for suboptimale beslutninger, og hvordan opsjoner kunne beholdes selv med strengere skatte- og regnskapsregler. Ettersom ventureselskapene er profesjonelle investorer, må de antas å inneha ”best practice”. Når de da benytter opsjoner er det grunn til å tro at dette er effektivt, hvis ikke hadde de valgt andre metoder.

De børsnoterte selskapene begrunnet bruken av opsjoner med de samme argumentene som ventureselskapene, men svarene på hva de gjorde for å hindre suboptimale beslutninger og hvordan de ville forholde seg til endrede skatte- og regnskapsregler virket mindre gjennomtenkt. I tillegg oppga enkelte selskaper tradisjon og at markedet reagerte positivt på nye opsjonsprogrammer som argumenter for å ha opsjoner. Når det gjelder hvor effektivt opsjonsprogrammer er for børsnoterte selskaper er svarene tvetydige. De flests selskapene begrenset opsjonsbruken til kun toppledelsen, noe som indikerer at opsjoner ikke er effektivt på andre nøkkelpersoner. Det at flere av selskapene også hadde sluttet med opsjonsprogrammer, betyr at effektiviteten av opsjoner åpenbart ikke kan ha vært for stor i forhold til andre virkemidler. Samtidig er det eksterne faktorer som regnskapsregler som ble oppgitt som grunnen til at de hadde gått vekk fra opsjoner.

## 9 KONKLUSJON

Resultatet av mine undersøkelser tilsier at opsjoner er et effektivt virkemiddel for å tiltrekke, binde og motivere ledelse og nøkkelpersoner i oppstartsselskaper og ledelsen i børsnoterte selskaper innen IKT-sektoren.

Spesielle egenskaper ved oppstartsselskaper som er eid av ventureselskaper synes å gjøre opsjoner mer anvendelig, kan benyttes til andre enn ledelsen, og mer effektivt enn i børsnoterte selskaper. Spesielt vil jeg trekke frem størrelse og antall ansatte i oppstartsselskaper som en slik egenskap. Størrelsen gjør at sammenhengen mellom innsats og resultat blir klarere, dermed vil tildelte opsjoner tilordnes en høyere verdi som i sin tur gir sterkere tiltrekning, binding og motivasjon til innsats. Samtidig er også den enkelte ansatte viktigere, slik at selskapets betalingsvilje er større.

I tillegg reduseres noen av svakhetene ved opsjoner som suboptimale beslutninger ved at ventureselskapene fører streng kontroll med selskapet og har løpetid på opsjonene som harmonerer med investeringshorisonten.

Som private selskaper med konsentrert eierskap er oppstartsselskapene ofte unntatt medias søkelys og kan enkelt forholde seg til sine eiere. Det kan derfor være enklere å benytte opsjoner enn børsnoterte selskaper som må tåle nøye granskning av media og må tilfredsstille en fragmentert eierstruktur.



## 10 FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING

I løpet av arbeidet med oppgaven har jeg kommet over flere interessante momenter. Dette gir følgende forslag til videre forskning:

- Jeg analyserer opsjoners effektivitet og virkning isolert, til tross for at opsjoner normalt kun utgjør en del av en total kompensasjonspakke. Det kunne vært spennende å analysere den totale kompensasjonspakken og opsjonenes bidrag i en slik sammenheng.
- Det kunne også vært interessant å tilnærme seg årsaken til bruk av opsjoner på en litt mer kvantitativ måte. For eksempel gjennom en faktoranalyse kunne man satt bruk av opsjoner opp mot spesifikke egenskaper ved selskaper som størrelse, eierskapsstruktur, alder og så videre.

## 11 KILDER

Arntsen, André og Aasmyr, Øyvind (2006): ”Gründere med venturekapital. Hvordan opplever norske gründere prosessen frem mot og gjennom venturekapital?” Siviløkonomutredning i finans og finansiell økonomi, Norges Handelshøyskole

Bakken, Terje og Morten Enoksen (2000): ”Opsjoner i internetselskaper”, Praktisk økonomi og finans, 16: 32-49

Bragelien, Iver (2005): ”10 bonustabber Hvordan lære av teori og praksis?”, Praktisk økonomi og Finans 2

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. og Allen, Franklin (2006): Corporate Finance, McGraw-Hill Companies, Inc., 1221 Avenue of the Americas, New York

Bråten, Mona og Langeland, Ove (2003): ”Lønner det seg? Belønningssystemer og organisasjonseffekter i tradisjonelle og kunnskapsbaserte bedrifter.” Fafo-rapport 423

Bøhren, Øyvind og Michaelsen, Dag (2006): Finansiell økonomi: teori og praksis, Bærums Verk: Skarvet forlag

Colbjørnsen, Tom (2000): ”Resultatavhengig belønning. En utredning skrevet for Kreditkassen.” SNF-rapport nr 25/00

Core, John og Guay, Wayne (2001): ”Stock Option Plans for Non-Executive Employees”, Journal of Financial Economics 60

Gaarud, Anders og Nilsen, Ole Jørgen Grøneng (2004): ”Ansatteopsjoner ved Oslo Børs. En analyse av anvendelse og strukturering av opsjoner for ansatte i selskapet notert på Oslo Børs.” Siviløkonomutredning i Finans og finansiell økonomi, Norges Handelshøyskole

Hall, Brian J. og Murphy, Kevin J. (2002): ”Stock Options for Undiversified Executives”, Journal of Accounting and Economics 33

Hall, Brian J. og Murphy, Kevin J. (2003): "The Trouble with Stock Options", Journal of Economic Perspectives, vol 17, 3

Hole, Inger Karin (2006): "Brede opsjonsordninger blant selskaper på Oslo Børs. En analyse av virkningen av IFRS 2." Siviløkonomutredning innen Regnskap og Økonomisk Styring, Norges Handelshøyskole

Jackson, Tim (1997): Inside Intel: how Andy Grove built the world's most successful chip company, London: Harper Collins Publishers

Jordfald, Bård og Olberg, Dag (2002): "IKT-sektoren: perspektiver på sysselsetting, arbeidsmiljø og interesseorganisering." Fafo-rapport 391

Kaplan, Robert S. og Atkinson, Anthony A. (1998): Advanced Management Accounting, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey

Liang, Nellie og Weisbenner, Scott (2002): "Who Benefits from a Bull Market? An Analysis of Employee Stock Option Grants and Stock Prices", University of Illinois Working Paper.

Osmundsen, Petter og Torgrimsen, Bjørn (1999): "Aksjeopsjoner som insentivinstrument for ledere under skiftende skatteregler." SNF-rapport

Oyer, Paul og Schaefer, Scott (2004): "Compensating Employees Below the Executive Ranks: A Comparison of Options, Restricted Stock, and Cash." National Bureau of Economic Research, Working Paper 10221

Oyer, Paul og Schaefer, Scott (2005): "Why do some firms give stock options to all employees? An empirical examination of alternative theories." Journal of Financial Economics 76

Pakes, Ariel og Nitzan, Shmuel (1982): "Optimum contracts for research personnel, research employment and the establishment of rival enterprises." National Bureau of Economic Research, Working Paper 0871

Pindyck, Robert S. og Rubinfeld, Daniel L. (2005): Microeconomics, Pearson Education Inc., Upper Saddle River, New Jersey

Rønningen, Tore og Øen, Kenneth (2005): ”Another look at the puzzle of optimal capital structure: Entering the world of private equity buyouts”. Siviløkonomutredning innen finans, Norges Handelshøyskole

Thoresen, Hilde (2001): ”Opsjoner i arbeidsforhold”, Makt og demokratiutredningen 1998 – 2003, nr 27, januar 2001

### **Avisartikler**

Adresseavisen, 10.11.2006: ”Usmakelig opsjonsfest”

Aftenposten 24.05.2000: ”Skatteregler sørget for at opsjonene forsvant”

Bergens Tidende 15.05.2007: ”Håver inn på gavepakke”

Dagsavisen 12.12.2006: ”Folket vil ha slutt på toppenes opsjonsfest”

### **Web-sider**

Key Resources Consulting: <http://www.key-resources.no/key.html>

Norsk venture: <http://www.nvca.no/>

Statistisk Sentralbyrå: <http://www.ssb.no/emner/10/03/ikt/>

### **Annet**

Sticos Oppslagsverk

Telefonsamtaler med venture-selskaper i uke 42/43

Telefonsamtaler med børsnoterte IKT-selskaper i uke 44/45

## 12 VEDLEGG

### **Vedlegg A**

1. Hvordan sørger dere for at prinsipal (dere) og agent (gründer/leder i selskapet) jobber mot samme mål?
2. Bruker dere opsjonsprogram til dette?
3. Hvem omfattes av programmet?
  - a. Opsjoner til styret?
    - i. Hvorfor/hvorfor ikke?
    - ii. Hvis ja: Hva med styrets uavhengige stilling? Fare for at styret prioriterer egne interesser fremfor aksjonærenes?
  - b. Opsjoner til nøkkelpersonell?
    - i. Definisjon av nøkkelpersonell?
4. Hvorfor opsjonsprogram?
  - a. Hvis belønningssystem: Hvordan skille mellom innsats og markedet?
  - b. Hvordan kan nøkkelpersonell påvirke selskapets aksjeverdi?
  - c. Hjelper dette til å binde de ansatte til selskapet?
    - i. Observert noen forskjell på turnover-rate?
    - ii. Virker det?
    - iii. Hvis ja: Hvilke kriterier baseres dette på?
  - d. Valgte dere bevisst å bruke opsjoner pga kapitalintensiv bransje?
5. Påvirker skattereglene; vil dere fortsette med opsjonsprogram?
6. Påvirker nye regnskapsregler? Fortsette med opsjoner i fremtiden?
7. Hvor lang løpetid har opsjonene?
8. Begrensninger dere har satt for at opsjoner ikke skal virke mot sin hensikt?

## **Vedlegg B**

1. Bruker dere opsjonsprogram?
2. Hvem omfattes av deres opsjonsprogram?
  - a. Opsjoner til styret?
    - i. Hvorfor/hvorfor ikke?
    - ii. Hvis ja: Hva med styrets uavhengige stilling? Fare for at styret prioriterer egne interesser fremfor aksjonærenes?
  - b. Opsjoner til nøkkelpersonell?
    - i. Definisjon av nøkkelpersonell?
    - ii. Hvorfor?
3. Hvorfor opsjonsprogram?
  - a. Hvis belønningssystem: Hvordan skille mellom innsats og markedet?
    - i. Kontraktspris i forhold til aksjepris?
  - b. Hvordan kan nøkkelpersonell påvirke selskapets aksjeverdi? Klar måling?
  - c. Hjelper dette til å binde de ansatte til selskapet?
    - i. Observert noen forskjell på turnover-rate?
    - ii. Virker det?
    - iii. Hvis ja: Hvilke kriterier baseres dette på?
    - iv. Hvor lenge bindes de ansatte til selskapet? Ved innløsning av opsjoner til aksjer, hvor lenge beholder de eventuelt aksjene?
  - d. Valgte dere bevisst å bruke opsjoner pga kapitalintensiv bransje?
4. Påvirker skattereglene; vil dere fortsette med opsjonsprogram?
5. Påvirker nye regnskapsregler (IFRS 2)? Vil dere fortsette med opsjoner i fremtiden?
6. Hvor lang løpetid har opsjonene?
7. Begrensninger dere har satt for at opsjoner ikke skal virke mot sin hensikt?  
(F.eks unngå suboptimale beslutninger)

## Vedlegg C

Talleksempel som viser beregning av opsjonsfordelen (Sticos Oppslagsverk):

Ansatte i et selskap får i april 2004 hver tildelt 500 opsjoner som innebærer at de innen 30. juni 2008 kan kjøpe 500 aksjer i selskapet de arbeider i. Det betales kr 10 pr opsjon og innløsningsprisen pr aksje er satt til kr 1500. Markedsverdien på tildelingstidspunktet er kr 2000 pr aksje. Opsjonene innløses i desember 2006 og da er markedsverdien på aksjene steget til kr 3000 pr aksje. Skattepliktig fordel beregnes som følger:

Markedsverdi ved innløsning kr 3000 * 500 aksjer	1 500 000
- Avtalt innløsningsverdi kr 1500 * 500 aksjer	750 000
- Kostpris for opsjonen kr 10 * 500 aksjer	5 000
<hr/>	
= Brutto skattepliktig fordel	745 000
- Skattefritt bunnfradrag	1 500
<hr/>	
= Skattepliktig fordel på innløsningstidspunktet	743 500

Skatten beregnes ved at den skattepliktige fordelen multipliseres med gjeldende skattesats. Denne avhenger av opsjonsmottakers fastlønn og eventuelle andre lønnsinntekter.

Opsjonsmottakeren kan alternativt velge at opsjonsfordelen skal fordeles på alle år opsjonen har løpt, altså over år 2004, 2005 og 2006. Det må da gjøres en omberegning av skatten.