

PETER JENNERGREN  
BERTIL NÄSLUND\*

## Företagsledaroptioner

*Företagsledaroptioner förekommer i åtskilliga svenska företag. Det är inte helt klart vad företagen uppnår genom att utställa sådana instrument, skriver Peter Jennergren och Bertil Näslund. Eftersom de måste utställas på marknadsmässiga villkor är det inte heller klart varför en företagsledare skulle vilja köpa sådana optioner.*

Personliga aktieoptioner utställda till ledande befattningshavare förekommer i åtskilliga företag. I USA har personliga aktieoptioner utställts till ledare och även till andra medarbetare i flertalet större företag. I Sverige utställs sådana optioner normalt bara till ledande befattningshavare. En uppsats vid Handelshögskolan i Stockholm (Olsson, Sundling & Wärn [1990]) nämner ett 30-tal företag på Stockholmsbörsens A1-lista, där ledningarna har (eller har haft) företagsledaroptioner.

I denna artikel diskuterar vi tre frågekomplex i samband med företagsledaroptioner: Vad avser företagen uppnå med sådana optioner, hur bör de värderas, och vad uppnår företagsledarna genom att köpa dem? Eftersom vår artikel speciellt avser svenska förhållanden, vill vi omedelbart namna några institutionella omständigheter som är relevanta i sammanhanget.

Svenska företag får inte utställa optioner på sina egna aktier. Företagsledaroptioner på aktier i ett bestämt företag utställs därför av något annat, "vanligt sinnat" företag. Exempelvis har Custos och

SPP utställt 4000 köpoptioner på Volvoaktier till Volvos VD, Christer Zetterberg (*Veckans Affärer* [1990]). Svenska företagsledaroptioner har typiskt en löptid på fem år och kan bara lösas vid utgången av löptiden. Vid utställandet erlägger mottagarna av optionerna ett pris per styck, som ska vara marknadsmässigt (vad detta innebär är en i sammanhanget intressant fråga, som kommer att framgå nedan). Optionerna är *personliga* och kan således bara användas av de befattningshavare som ursprungligen förvärvat dem. Ifall en företagsledare lamnar sin befattning i företaget i fråga, blir hans/hennes personliga optioner ogiltiga. De inlöses i så fall av det utställande företaget efter någon i kontraktet angiven formel. Se även Samuelsson [1992] för en utförligare diskussion av konstruktion av avtal om företagsledaroptioner.

### Varför utställs företagsledaroptioner?

I ekonomisk litteratur, och även i ekonomisk journalistik, anges vissa grunder till att ett företag kan vilja förse sina ledande befattningshavare med företagsledaroptioner. Vissa av dessa grunder kan antagligen avfardas rätt snabbt, vad det gäller situationen i Sverige i dag. Exempelvis

*PETER JENNERGREN och BERTIL NÄSLUND är professorer i företagsekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm.*

\* Vi tackar Ragnar Lindgren och Staffan Viotti för vardefulla synpunkter.

har det hävdats att företagsledaroptioner skulle vara en skattemässigt fördelaktig metod att avlöna toppchefer. Enligt det nya svenska skattesystemet ska dock skillnaden mellan pris vid förvärvande och "beräknat marknadsvärde" (uttrycket är taget från Regeringens proposition [1989/90:50, s 72], upptas till förmånsbeskattning, så detta kan numera inte vara någon trovärdig anledning till att utfärda företagsledaroptioner i Sverige. En liknande grund skulle vara att företagsledaroptioner är ett bra sätt att "maskera" en sammanlagd kompensationsnivå som annars skulle kunna uppfattas som stötande. Med den uppmärksamhet som företagsledaroptioner under senare år tilldragit sig, inte minst genom insatser från Sveriges Aktiesparares Riksförbunds sida (se Aktiemarknadsnämndens uttalanden 1990:2 och 1990:3), kan man sakert utgå från att sådana försök skulle genomskådas ganska snabbt.

Mer seriösa argument för företagsledaroptioner har att göra med *principal-agent*-problematiken. Kort sagt skulle ägarna gärna vilja styra företagsledningens agerande, så att den träffar beslut som maximerar värdet på ägarnas aktier. Emellertid är det svårt för ägarna att i detalj övervaka vad ledningen sysslar med. Ett alternativt sätt att förmå ledningen att ta beslut som är gynnsamma för ägarna är att göra ledningen delaktig i ägandet genom att förse den med företagsledaroptioner. Därigenom skulle ägarna i bästa fall kunna uppnå tre saker. För det första skulle företagsledningen verkligen intressera sig för vinstmaximering i stället för exempelvis omsättningsmaximering. För det andra skulle företagsledningen förmås att ta affärsrisker som är önskvärda från ägarnas synpunkt. Här föreställer man sig uppenbarligen att ägarna, som har diversifierade aktieportföljer, kan bortse från den osystematiska risken hos olika projekt. Företagsledningen, däremot, kan inte utan vidare bortse från den risken, exempelvis därför att ett spektakulärt

misslyckande vad det gäller ett nytt projekt kan leda till förlust av de egna jobben. Men om ledningen blir delaktig i ägandet via optioner, skulle den alltså vara villig att ta risker som kan öka värdet på ägarnas aktier (värdet av en option stiger när osäkerheten ökar). För det tredje skulle företagsledaroptioner medföra större grad av överensstämmelse mellan ledningens och ägarnas tidshorisonter. Ägarna antas ha långa horisonter för sina placeringar, medan företagsledare ibland påstås vara mer kortsiktiga i sitt beslutsfattande.

Denna typ av *principal-agent*-argument har ibland diskuterats i Sverige under benämningen "pilotskolan", ett begrepp som även har förekommit i officiella sammanhang (Ds Fi 1986:21).

En annan typ av argument har att göra med *signaler*. Genom att köpa företagsledaroptioner signalerar ledningen, att den har information om goda utsikter för företaget och/eller stark tilltro till den egna förmågan att framgångsrikt leda det samma.

### Några invändningar

Ett viktigt syfte med företagsledaroptioner är således att åstadkomma överensstämmelse i synen på företagets affärsmöjligheter mellan ägare och ledning. I synnerhet hävdas det ibland att företagsledaroptioner skulle leda till överensstämmelse i riskaversion. Det är dock lätt att föreställa sig att en sådan överensstämmelse inte alls behöver uppstå. Exempelvis har en företagsledning med optioner ett incitament att företa helt desperata chansningar i ett läge där företaget går mycket dåligt och befinner sig nära konkurs. Ett lyckat utfall på en sådan chansning gynnar nämligen ledningen i dess egenskap av optionsinnehavare, medan ett misslyckande inte kan göra situationen värre än vad den redan är (dvs företaget går i konkurs och ledningen avskedas).

Strängt taget är det främst i en enda, ganska speciell situation som företagsledaroptioner kan förväntas medföra sammanfallande riskaversion mellan ledning och ägare: i familjeföretag där ägarna av eget val underlåter att hålla diversifierade aktieportföljer. I en sådan situation kan företagsledaroptioner medföra att såväl ägare som ledning håller odiversifierade innehav i det aktuella företaget (till ledningens innehav kan här räknas det humankapital som är bundet i företaget genom anställning där). Det finns då större anledning att förvänta en sammanfallande syn på företagets affärsmöjligheter mellan ägare och ledning.

Dessutom kan företagsledaroptioner leda till nya motsättningar mellan ledning och ägare, exempelvis vad gäller utdelningspolitik. Optionsinnehavare ser helst att företaget inte betalar några utdelningar alls, eftersom sådana minskar värdet på optionerna. Här uppstår alltså en potentiell konflikt mellan aktieägare och optionsinnehavare. Men utdelningspolitiken är något som företagsledningen kan påverka. I en undersökning av amerikanska företag av Lambert, Lanen & Larcker [1989] kunde det påvisas att utdelningarna reducerades efter införande av företagsledaroptioner. En annan liknande möjlig motsättning mellan ägare och innehavare av optioner gäller företagets skuldsättningsgrad.

Ifall syftet är att lösa principal-agent-problem mellan ägare och företagsledare, är det kanske lämpligare att förse de sistnämnda med *aktier* snarare än personliga optioner. Aktier leder till större grad av sammanfallande intressen mellan ägare och ledare, utan att medföra några nya konflikter (exempelvis vad det gäller utdelningspolitik). Å andra sidan har dock aktier den nackdelen i jämförelse med optioner att företagsledarnas nödvändiga initialinvestering blir större (för ett givet antal aktier). Dessutom kan aktier leda till problem med övervakning av insiderhandel (som ju inte uppträder för före-

tagsledaroptioner, vilka är personliga och därför inte kan handlas).

## Empiriska undersökningar

Till sist är det en empirisk fråga i vilken utsträckning företagsledaroptioner gagnar aktieägarna. I några undersökningar av typen händelse-studier (*event studies*) granskas effekter på aktiepriserna av meddelanden om införande av företagsledaroptioner. Brickley, Bhagat & Lease [1985] kunde dokumentera positiva aktieprisreaktioner i amerikanska företag efter meddelanden om införande av olika nya belöningsystem, inklusive företagsledaroptioner. En senare amerikansk undersökning av enbart företagsledaroptioner (DeFusco, Johnson & Zorn [1990]) gav ett liknande resultat. Det är dock oklart vad dessa resultat egentligen betyder. De skulle kunna tolkas som att aktiemarknaden förväntar sig positiva effekter av företagsledaroptioner, men även som att marknaden uppfattar företagsledaroptioner som positiva signaler om goda framtidsutsikter (oberoende av system för att avlöna företagsledarna).

Samma typ av händelsestudier avseende den svenska aktiemarknaden har genomförts i två uppsatser vid Handelshögskolan i Stockholm. Olsson, Sundling & Wärn [1990] kunde påvisa positiva reaktioner på information om införande av företagsledaroptioner. En senare undersökning av Schayah & Ling [1991] gav dock ett annat resultat: ingen reaktion kunde påvisas. En anledning till detta sistnämnda resultat kan vara att ägandet i svenska företag ofta är mer koncentrerat än i företag utomlands. Därigenom är det lättare för ägarna att direkt övervaka företagsledningarna och således lindra principal-agent-problemen. Indirekta metoder för att hantera dessa problem, exempelvis företagsledaroptioner, skulle på så vis vara mindre betydelsefulla i Sverige (och detta är marknaden medveten om).

## Prissättning av företagsledaroptioner

Företagsledaroptioner utställs i Sverige mot betalning, så det måste därför göras en initial värdering. Det vore givetvis idealiskt att ha tillgång till marknadspriser. Men eftersom företagsledaroptioner är personliga och inte får omsättas på en marknad, följer det närmast definitions- mässigt att det inte existerar några marknadspriser på sådana optioner.

Prissättningen måste dock vara "marknads- mässig" (se exempelvis Aktiemarknads- nämndens uttalanden 1987:10 och 1987:11). En anledning till detta är att företagsledaroptioner, som tidigare nämnts, inte utställs av de arbetsgivande företagen utan av andra, närstående före- tag. Därigenom kan personliga optioner till villkor som inte är marknadsmässiga medföra risk för otillbörlig påverkan (se *Veckans Affärer* [1990, s 51] om person- liga optioner till Alfa-Lavals och MoDos VD:ar utställda av Lundberg-koncernen; se också Aktiemarknadsnämndens utta- lande 1987:11). Därutöver önskar aktie- ägarna i de utställande företagen givetvis bevaka att egendom som tillhör dem inte överförs alltför billigt till direktörer i andra företag.

Aktiespararnas Riksförbund har vid två tillfällen inlämnat klagomål över pris- sättning på företagsledaroptioner till Aktiemarknadsnämnden (Aktiemarknads- nämndens uttalanden 1990:2 och 1990:3; se också Viotti [1990]). De två fallen av- såg företagsledaroptioner på Gotabanken utställda av Proventus och på Databolin AB utställda av Nordstjernen. I bägge fal- len handlade klagomålen bl a om att op- tionerna hade sålts till alltför låga priser. Eftersom marknadspriser inte kunde ob- serveras, gällde Aktiespararnas synpunk- ter i själva verket valet av teoretisk värde- ringsmodell. Aktiespararna förordade *Black-Scholes-modellen*. Utställarna, å andra sidan, hade använt värdet av ett *ter- minskontrakt* (dagens aktiepris minus det

diskonterade lösenpriset och de diskonte- rade förväntade utdelningarna till lösen- tidpunkten) för att prissätta optionerna. Vad som skulle menas med marknads- mässigt pris blev på så vis en konfronta- tion mellan två konkurrerande värde- ringsmodeller. Möjligen som en konse- kvens av dessa två fall verkar det nu ha uppstått en viss samsyn hos en del be- rörda aktörer. Denna går ut på att ett *ge- nomsnitt* av de två nämnda modellernas värden ska anses utgöra ett marknads- mässigt pris.

Värdering av företagsledaroptioner är även aktuell i skattesammanhang. Som redan nämnts tidigare, förmånsbeskattas numera skillnaden mellan pris och "be- räknat marknadsvärde". Man kan för- moda att även skattemyndigheterna fram- över kommer att få anledning att över- väga fördelar och nackdelar hos olika teo- retiska värderingsmodeller.

Eftersom prissättningen av företagsle- daroptioner övervakas både av aktörer på finansmarknaderna (såsom Aktiesparar- nas Riksförbund) och av skattemyndighe- terna, har de utställande företagen givet- vis anledning att argumentera för att de framräknade priserna verkligen är mark- nadsmässiga. Samtidigt måste ett erbu- dande om att köpa företagsledaroptioner vara så pass attraktivt att företagsledarna är villiga att acceptera. I denna situation letar företagen antagligen efter respek- tabla argument som kan användas för att reducera de framräknade marknadsmäs- siga priserna. Exempelvis kan man åbe- ropa *mean reversion* (Poterba & Summers [1988]), som tenderar att reducera aktie- volatiliteten för långa löptider och där- med även *Black-Scholes*-värdet.

## Några principiella synpunkter på värdering

En viktig distinktion när det gäller värde- ring av företagsledaroptioner är mellan värde för det utställande *företaget* och värde för *innehavarna*. Dessa två värden

sammanfaller inte, vilket kommer att framgå av den följande diskussionen.

Från det *utställande företags synpunkt* är en företagsledaroption en option med *stokastisk löptid*. En företagsledaroption har visserligen en kontrakterad löptid. Det är dock fullt möjligt att den kommer att förfalla i förtid, exempelvis om innehavaren lämnar sin anställning i det företag vars aktier avses med optionen. Ett annat fall, som också kan utlösa förtida förfall, är att det aktuella företaget blir uppköpt av ett annat företag. Om optionskontraktet bryts i förtid inlöses optionen i enlighet med någon formel i kontraktet. Formeln är i regel så utformad att förtida förfall inte ska löna sig för en företagsledare. Denna egenskap hos företagsledaroptioner, alltså att de har stokastisk löptid, reducerar deras värde i jämförelse med i övrigt identiska optioner (alltså vanliga optioner med samma lösenpris, löptid etc, som kan köpas och säljas utan begränsningar). Modellberäkningar som vi har utfört tyder på att denna egenskap kan medföra en reduktion i värde på i storleksordningen 5–10 procent för kontrakt som i dag förekommer i Sverige, jämfört med det vanliga Black–Scholesvärdet (Jennergren & Näslund [1992]).

Från *innehavarens synpunkt* är löptiden hos en företagsledaroption likaledes stokastisk, och detta reducerar dess värde, liksom för det utställande företaget (företag och innehavare kan dock ha olika uppfattningar om sannolikheten för förtida förfall och därigenom olika uppfattningar om värde). Därtill kommer emellertid ännu en egenskap hos en företagsledaroption, som ytterligare reducerar dess värde för innehavaren (men inte för företaget), nämligen att den är personlig och inte får överlätas. En företagsledare har ofta en stor del av sitt humankapital och kanske även finansiella kapital bundet i det företag som han eller hon arbetar för, utan att kunna diversifiera på samma sätt som aktieägarna kan (företagsledaroptioner syftar i själva verket till att förhindra

sådan diversifiering). Med hjälp av enkla portföljvalsmodeller är det lätt att visa att företagsledarens värde av en personlig option kan vara mycket lägre än det utställande företags (Lambert, Larcker & Verrecchia [1991]). Något annorlunda uttryckt skulle man kunna säga att en företagsledaroption är extremt *illikvid*, eftersom den överhuvudtaget inte kan säljas. Avsaknad av likviditet leder till lägre värde, men exakt hur mycket lägre är mycket svårt att säga. (Värdet av likviditet är i själva verket ett av "tio olösta problem inom finansiering", enligt Brealey & Myers [1991, s 923].)

### Varför vill en direktör köpa företagsledaroptioner?

Eftersom företagsledaroptioner förvärvas till marknadsmässiga priser, kan man fråga sig varför en direktör överhuvudtaget skulle vilja köpa sådana. Ett certifikat som säljs på marknadsmässiga villkor innebär ju ingen självklar fördel för köparen. I själva verket medför den just omtalade bristen på likviditet hos företagsledaroptioner att deras värde för en köpare antagligen är *lägre* än vad som framkommer som resultat av någon värderingsformel, exempelvis Black–Scholes-formeln (eventuellt korrigerad för stokastisk löptid).

Ett tänkbart motiv för ledande befattningshavare att ändå vilja förvärva företagsledaroptioner skulle kunna vara att dessa personer har helt andra, och mer positiva, bedömningar av företags framtidsutsikter (och den egna ledarförmågan) än vad som kommer till uttryck i priset på optionerna. Personerna i fråga agerar alltså på basis av privat information om det egna företaget. En annan möjlighet är att företagsledare endast motvilligt förvärvar sådana optioner efter påtryckning från utställarna. Rent hypotetiskt skulle det faktiskt kunna förhålla sig så att de ledande befattningshavarna får kompensation på annat sätt (exempelvis ge-

nom högre lön) för att gå med på att anskaffa företagsledaroptioner. Ett motiv till ett sådant agerande, som dock måste koordineras mellan det företag som utställer optionerna och det företag där personerna i fråga är anställda, skulle kunna vara att signaleffekten av att ledningen skaffar sig företagsledaroptioner bedöms som mycket positiv.

## Slutsatser

Denna artikel har diskuterat användning och värdering av företagsledaroptioner i svenska företag. Beträffande användningen av sådana optioner tvingas man nog konstatera att de är komplicerade instrument. I varje fall verkar det föreligga någon osäkerhet om vad de egentligen syftar till, och vad svenska företag uppnår genom att använda dem. Det är likaledes oklart varför ledande befattningshavare i svenska företag egentligen skulle vara intresserade av att förvärva företagsledaroptioner, eftersom sådana numera pris-sätts så att någon egentlig förmån inte automatiskt kan sägas uppkomma.

Vad gäller värdering av företagsledaroptioner bör man skilja på företagets och innehavarnas synpunkter. Från det utställande företagets synpunkt är en företagsledaroption en option med stokastisk löptid. Detta leder till en viss reduktion i värde jämfört med vanliga optioner, eftersom en företagsledaroption kan förfalla till inlösen i förtid, till villkor som i så fall är mindre fördelaktiga för innehavaren än normal avveckling av kontraktet vid löptidens slut. Värdering från det utställande företagets synpunkt är relativt okomplicerad (jämfört med värdering från innehavarnas synpunkt). En sådan värdering kan vara av intresse för företagets aktieägare som en kontroll av att deras egendom inte säljs alltför billigt (en eventuell rabatt på optionspriset måste då uppvägas av att aktieägarna bedömer incitamentseffekterna som positiva).

Värdering från innehavarnas synpunkt

är relevant i förhållande till skattemyndigheterna för att undersöka om det kan bli aktuellt med förmånsbeskattning, och därutöver för att klarlägga en eventuell otillbörlig påverkan från utställarens sida. En sådan värdering är avsevärt mer komplicerad än värdering från företagets synpunkt. Anledningen till detta är att företagsledaroptioner är personliga och således inte får handlas. De är därigenom ytterst illikvida, vilket leder till en ytterligare värdereduktion (utöver den som följer av den stokastiska löptiden). Det är svårt att säga något bestämt om vad denna brist på likviditet bör betyda i en värderingssituation. Dock bör de två nämnda argumenten (stokastisk löptid och illikviditet) kunna åberopas exempelvis i diskussioner med skattemyndigheterna.

## Referenser

- Brealey, R A & Myers, S C, [1991], *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York.
- Brickley, J A, Bhagat, S & Lease, R C, [1985], "The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth". *Journal of Accounting and Economics*, vol 7, s 115–129.
- DeFusco, R A, Johnson, R R & Zorn, T S, [1990], "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders". *Journal of Finance*, vol 45, s 617–627.
- Ds Fi 1986:21, *Riktade emissioner av aktier mm* (Leokommissionen).
- Jennergren, L P & Näslund, B, [1992], "Valuation of Executive Stock Options". EFI Research Report, Handelshögskolan i Stockholm.
- Lambert, R A, Lanen, W N & Larcker, D F, [1989], "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 24, s 409–425.
- Lambert, R A, Larcker, D F & Verrecchia, R E, [1991], "Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation". *Journal of Accounting Research*, vol 29, s 129–149.
- Olsson, T, Sundling, K & Warn, M, [1990], "Köptioner och motivation". Amnes-

kursuppsats vid Handelshögskolan i Stockholm.

Poterba, J M & Summers, L H, [1988], "Mean Reversion in Stock Prices". *Journal of Financial Economics*, vol 22, s 27-59.

Regeringens proposition [1989/90:50], *Om inkomstskatten för år 1990, mm.*

Samuelsson, P, [1992], "Köoptioner som strategisk kompensationsform för verkställande direktörer i börsbolag". Stencil. Juridiska institutionen, Lunds universitet.

Schayah, B & Ling, P, [1991], "Företagsledares indirekta ägande som kompensationsform: Teori och empiri". Ämneskursuppsats vid Handelshögskolan i Stockholm.

*Veckans Affärer*, [1990], "Pilotskolans nya trend: Köoptioner till chefen", nr 38, s 49.

Viotti, S, [1990], "Optionsvärdering - en fallstudie". *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, årg 19, s 72-77.