

Bacheloroppgave

EK 208E

ØKONOMISTYRING

- Eierstyring og opsjoner -

Hvor vanlig er bruk av aksjeopsjoner blant selskapsstyrene ved Oslo Børs, og har det innvirkning på aksjens avkastning?

Hvilke muligheter for misbruk støter man på når man benytter opsjoner i styret?

Øyvind Sjødin

Helge Svendsen



ABSTRACT

The purpose of this paper is to do research on the use of stock options as remuneration to board members of companies listed on the Oslo Stock Exchange (OSE). Also, we want to see if the usages of stock options tend to give companies a higher performance, when it comes to share price.

To find data for the study we have examined the annual reports of all the companies on the OSE, found on the respective companies' website.

The paper consists of three main parts, the theoretical background, which consists of agent theory, the background of Corporate Governance, a short study of the option, and incentive theory, and the Norwegian recommendation for corporate governance.

In the middle part of the paper we discuss the research methods that we use in the paper.

The last main part of the paper is the part where we analyze our findings, and compare the companies' stock performance on the OSE, with the OSEBX-index.

Our findings does not say that companies with stock options as remuneration to their Boards of Directors performs better than those companies which do not use stock options.

We found that 37 of the OSE's 219 listings used stock options as remuneration for their board members. However, we could not find any link between stock options and increase in stock value.

FORORD

Vi skriver denne oppgaven som en avslutning på Bachelor i økonomi og ledelse. Profileringen for begge studentene er Økonomistyring, og oppgaven er skrevet som med utgangspunkt i denne.

Opgaven er skrevet vårsemesteret 2007, og utgjør 15 studiepoeng av studiet.

Vi retter en stor takk til vår veileder Halvard Halvorsen for god starthjelp og gode råd underveis. I tillegg vil vi takke Einar Torrissen for råd og tips underveis.

Handelshøgskolen i Bodø

20. mai 2007

Øyvind Sjødin

Helge Svendsen

SAMMENDRAG

Opsjoner har de siste år vært et omstridt tema i de aller fleste samfunnslag. Bakgrunn for dette er mye at et fåtall personer kan ved hjelp av opsjoner oppnå tildels svært høye gevinster, tilsynelatende uten risiko. I tiden etter 2000 har fokuset på god eierstyring og fornuftig forvaltning av felleskapets verdier vært sterkt, og dette har ført til at avtaler som har gitt enkeltpersoner svært store gevinster har blitt fordømt kraftig. I den norske anbefalingen for god eierstyring og selskapsledelse blir det sterkt frarådet å benytte aksjeopsjoner som avlønningsmiddel for styre, og dets medlemmer. Det samme synet fremkommer i mange av de andre europeiske avhandlingene og anbefalingene rundt eierstyring.

Oppgavens intensjon er å forsøke å avdekke hvor vanlig det er med opsjoner blant selskapsstyrer i Norge. I tillegg vil vi forsøke å se om det er lønnsomt eller ikke for selskapene å benytte slike løsninger, eller om de kunne benyttet ordninger for avlønning som den norske anbefalingen trekker frem. Med bakgrunn i dette er problemstillingen: *Hvor vanlig er bruk av aksjeopsjoner blant selskapsstyrene, og har det noen innvirkning på aksjens avkastning? Hvilke muligheter for misbruk støter vi på når man benytter opsjoner i styret?*

Den teoretiske bakgrunn for å besvare denne problemstillingen finner vi i blant annet innenfor agentteori og Corporate Governance. I tillegg har vi forklart nærmere hva en opsjon faktisk innebærer for den som mottar en slik. Vi redegjør kort for insentivteori, og vi går igjennom forskjellige former for avlønning av selskapsstyrer.

Oppgaven bygger på en kvantitativ studie, hvor vi har samlet informasjon om samtlige selskaper som var notert ved Oslo Børs i 2005. Ut i fra denne informasjonen har vi funnet et utvalg av 37 av børsens 219 selskaper som i 2005 enten innførte eller hadde et eksisterende opsjonsprogram for sine styremedlemmer og –ledere. I tillegg har vi samlet inn informasjon om selskapenes utvikling på Oslo Børs, og konstruert flere former for grafiske fremstillinger av disse. Selskapene er til en viss grad pliktig å informere om kostnader knyttet til opsjonsprogrammene, og vi har samlet informasjonen som disse selskapene har på opsjonsprogrammene i en tabell.

Den etiske problemstillingen blir drøftet i sammenheng med Opticomskandalen og dette selskapets bruk av opsjoner. Bråket rundt Opticom kulminerte i et aksjonær-rally høsten 2005, og endte med at Fast Search and Transfer kjøpte hele selskapet. I tillegg ser vi på etiske aspekter rundt fastsettelsen av innlønnskursene som styrene ofte selv setter. Dette ble særlig aktuelt etter at den norske

professoren Eirik Lie avdekket en større skandale rundt opsjonsprising i USA.

Av børsens 219 selskaper, eksklusive grunnfondsbevis fant vi 37 selskaper som i 2005 benyttet opsjonsavtaler som avlønning til sine styrever. Våre funn i denne undersøkelsen viser at en del av de selskapene har en utvikling på børsen som kan defineres som særdeles sterk. Korrigert for disse, finner vi ikke at opsjoner har innvirkning på selskapets aksjekurs, verken positivt eller negativt. Vi konkluderer med at bruk av opsjoner ikke utgjør noen annen innvirkning på selskapene enn en unødvendig kostnad i regnskapet, og at færre og færre selskaper vil benytte slike rettet mot styremedlemmene sine i fremtiden.

INNHOLDSFORTEGNELSE

ABSTRACT	I
FORORD	II
SAMMENDRAG	III
INNHOLDSFORTEGNELSE	V
FIGUR- OG TABELLOVERSIKT	VIII
DEFINISJONSLISTE	IX
1.0 INNLEDNING	1
1.1 Bakgrunn for valg av tema.....	1
1.2 Oppbygging av oppgaven.....	3
2.0 TEORI	4
2.1 Hva er en opsjon?.....	4
2.1.1 Opsjoner som belønning.....	5
2.1.2 Skattemyndigheter og opsjoner.....	6
2.2 Agentteori.....	7
2.2.1 Eiers behov for kontroll.....	8
2.2.2 Asymmetrisk informasjon.....	8
2.2.3 Moralsk hasard og skjev utvelgelse.....	9
2.2.4 Kontrollstruktur.....	10
2.2.5 Agentkostnader.....	10
Styringskostnader.....	10
Forpliktelseskostnader.....	10
Residualkostnader.....	11
2.3 Kort om insentivteori.....	11
2.4 Corporate Governance.....	12
2.4.1 Definisjoner av Corporate Governance.....	12
2.4.2 Hensikter med Corporate Governance.....	13
2.4.3 Kort om Corporate Governance.....	13
2.4.4 Hva sier Corporate Governance om styret i selskaper.....	14
2.4.5 Corporate Governance om lønn til styret.....	15
2.5 Norsk utvalg for Eierstyring og selskapsledelse.....	16
2.5.1 Hvem samarbeider om den norske anbefalingen:.....	18
2.5.2 NUES i forhold til vår oppgave.....	18
2.6 Former for styrehonorarer.....	19
2.6.1 De mest vanlige styrehonorarer.....	19
Normalt styrehonorar.....	19
Resultatbasert bonus.....	21
Frynsegoder.....	22

Aksjebasert avlønning	22
Opsjoner	22
2.6.2 Effekt av de forskjellige honorarene	24
Normalt styrehonorar	25
Aksjebasert avlønning	25
Argumenter mot opsjonsbasert avlønning	26
2.7 Forskjellige selskapseksempler	28
Yara International	28
Opera Software	28
Ocean Rig	29
Altinex Oil	30
2.8 Oppsummering	31
3.0 METODE	32
3.1 Problemformulering	32
3.2 Definisjon av metode	32
3.3 Valg av metode	33
3.4 Datainnsamling	33
3.4.1 Definere og identifisere populasjonen	34
3.4.2 Primærdata	34
3.4.3 Sekundærdata	34
3.5 Validitet	35
3.6 Reliabilitet	35
4.0 ETIKK	37
4.1 Etikk og moral. Teorier og Eksempler	37
Etiske teorier	37
Moral	38
4.2 Etiske aspekter rundt vedrørende strikeverdien	38
4.2.1 Innløsningskurs	39
4.3 Opticom, etikk, opsjoner og utvanning	40
4.4 Oppsummering	42
5.0 VÅRE FUNN	43
5.1 Opsjonsfunn	43
5.2 Opsjonsstørrelser	44
6.0 ANALYSE AV DATAMATERIALE	48
6.1 Oppbygging av graf	48
6.2 Indeks for selskaper med opsjoner i styret	49
6.3 Volatilitetsgraf	50
6.3.1 Oppbygging	51
6.3.2 Analyse av volatilitetsgraf	51
6.4 Sammenligning 2006	52
6.4.1 Volatilitet 2006	53
6.5 Mulige årsaker til utvalgets kursoppgang 2005	54
6.5.1 Nynoteringer	55
6.5.2 DNOs enorme kursoppgang	55
6.5.3 Penny-stocks i utvalget	57

6.5.4 Småaksjonærene til børsen.....	57
6.6 Utvalget samlet gjennom 2005 og 2006	59
6.7 Korrelasjonsanalyse	60
6.7.1 Analyse av korrelasjoner.....	61
6.8 Oppsummering.....	62
7.0 AVSLUTNING.....	63
7.1 Konklusjon.....	63
7.2 Forslag til videre forskning.....	64
APPENDIX.....	65
Litteraturliste.....	65
Liste over internettsider	68
Liste over selskaper med opsjoner	72
Vedlegg 1	73
Vedlegg 2	77

FIGUR- OG TABELLOVERSIKT

Figur 2.1 Agent Prinsipal relasjoner. A= agent og P= prinsipal	7
Figur 4.1 Oversikt over forskjellige former for etikk	37
Figur 5.1 Andeler av selskaper med og uten opsjoner	43
Figur 6.1 Kurssammenligning 2005	49
Figur 6.2 Volatilitetssammenligning 2005	51
Figur 6.3 Kurssammenligning 2006	52
Figur 6.4 Volatilitetssammenligning 2006	53
Figur 6.5 Kursutvikling korrigert for nymoterte selskaper	55
Figur 6.6 Kursutvikling korrigert for DNO	56
Figur 6.7 Kurssammenligning korrigert for DNO	56
Figur 6.8 Kurssammenligning 2005-2006	59
Tabell 2.1 Oversikt over normalt styrehonorar hentet fra Jarodd og Tellefsen 1993	21
Tabell 2.2 Kostnadseffekt av opsjoner	25
Tabell 5.1 Opsjonsstørrelser	45
Tabell 6.1 Penny-stocks	57
Tabell 6.2 Korrelasjoner	60

DEFINISJONSLISTE

Black-Scholesmodellen: Denne modellen regner man ut "fair value" av en opsjon på utstedelsestidspunktet. Modellen benyttes oftest ved børsnoterte opsjoner, da den forutsetter at opsjonen har en underliggende aksje som omsettes ved et finansmarked. Prisen regnes ut etter en matematisk, stokastisk analyse, basert på et likevektsargument. Den bygger på en tidsserie, diskontert for risikofri rente og volatilitet, og forutsetter konstant avkastning og konstant aksjevolatilitet. Prisen bygger på dagens pris av aksjen, og regner ikke i særlig grad på forholdet til fremtidig prisstigning.

$$C(S, T) = S\Phi(d_1) - Ke^{-rT}\Phi(d_2)$$

Hvor

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$
$$d_2 = \frac{\ln(S/K) + (r - \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}} = d_1 - \sigma\sqrt{T}.$$

Fair value: Et mål på verdien av en opsjon på utstedelsestidspunktet, som oftest et resultat av utregning gjort ved hjelp av black-scholes.

Innløsningskurs: Prisen man må betale for å bytte en opsjon mot en aksje. Som oftest satt til markedsverdi på utstedelsestidspunktet.

NUES: Norsk Utvalg for Eierstyring. Et utvalg satt sammen av de største aktører innen finansnæringen som kommer med gode anbefalinger til god eierstyring.

Volatilitet: Statistisk mål på svingninger innenfor en tidsserie. I aksjemarkedet benyttes begrepet som et mål på hvor mye aksjens verdi går opp eller ned. Går aksjekursen opp 1 % den ene dagen og ned 1 % neste dag, sier man at volatiliteten over de to dagene er 2 %.

Opsjon: En rett til i fremtiden kjøpe eller selge et underliggende verdipapir.

Opsjonspremie: Prisen man må betale for en opsjon, oftest regnet ut ved hjelp av black-scholesmodellen.

Strikeverdi: Se innløsningskurs.

1.0 INNLEDNING

Opsjoner til styremedlemmer og andre ledende nøkkelpersoner er et svært kontroversielt virkemiddel for å avlønne et selskaps styre. Generelt sier man at ordninger for avlønning som direkte er knyttet til lønnsomhet, aksjekurs eller tilgang på kapital er lite treffsikre som virkemidler. På den annen side fant en finsk forsker ut at ren fast lønn til selskapenes direktører og styremedlemmer, gir en mer forsiktig foretningsstrategi og i større grad risikoaversjon, enn i tilfeller hvor de mottar insentiver for å utsette seg selv og selskapet for risiko. (Kjellman et al, 2003)

I tillegg kritiseres opsjoner for å ikke belønne dyktighet. At aksjekursen går opp kan ofte bero på flaks, bransjeforhold, oljepris og forhold som er langt bortenfor styremedlemmenes dyktige ledelse. Det kan ofte virke som om det er en politisk konsensus mot bruk av opsjoner. Vi vil ikke gå inn på de forskjellige politiske sidene ved bruk av opsjoner. Men det kan virke som om at noe av hovedproblemet ligger i at enkelte tilfeller kan opsjonsinnehaveren oppnå svært store gevinster når løpetiden blir flere år og aksjemarkedet går oppover på en slik måte som vårt har gjort de siste årene.

1.1 Bakgrunn for valg av tema

Eierskap i selskapet man styrer, forsterker ofte forholdet mellom belønning og prestasjon i større grad, og opsjonsordninger er da en rimelig måte for selskapet å gi styremedlemmer eierskap i selskapet. Dette er fordi vektstangseffekten er betydelig større for opsjoner enn for aksjer. (Kjellmann et al, 2003)

Brian Hall, en Professor ved Harvard Business School i Boston, USA finner det at man kan utstede tre opsjoner per aksje når man regner med utbytte, volatilitet m.m. Dette finner han gjennom egen forskning på opsjonskostnader. Derfor blir det slik at man heller benytter opsjoner som insentiv enn det å gi aksjer. (Hall, 2000)

Opsjoner er i en særstilling i dette tilfellet. Der aksjekursen stiger tjener både eierne og opsjonsinnehaverne, mens man i den motsatte situasjonen opplever at opsjonsinnehaverne ikke taper like mye som eierne når aksjekursen går nedover. Det kan man tro i alle fall, men tydeligvis er det ikke slik. Tenk på det på denne måten: Gunnar mottar en opsjon eller tegningsrett på 100 aksjer i Telenor, med innløsningskurs på 100 kroner. Virkelig verdi av denne ligger på 10.000 kroner. Når aksjekursen faller under 100 kroner har opsjonen ikke lengre noen verdi. Hvis Gunnar på den andre siden blir gitt en aksje i gave, har denne fortsatt en verdi når aksjekursen faller under

100 kroner.

Det karakteriseres som et virkemiddel hvor utformingen av kontrakten slår feil og til og med en dårlig selskapsledelse blir belønnet, noe eksemplet med Ralston Purina viste oss. Det er et eksempel som viser at en opsjonsordning kan virke mot sin hensikt på grunn av utformingen av denne kontrakten. Her var det en kontrakt som belønnet styret hvis de i løpet av en 10-årsperiode økte aksjekursen til over 100 dollar. Problemet var at aksjekursen i løpet av samme periode burde steget til 186 dollar, hvis man skulle legge til grunn vurderinger om sysselsatt kapital og markedsutvikling forøvrig (Campbell og Wasley, 1994). Aksjeeiere bør i alle tilfeller være opptatt av å avlønne sitt selskaps ledere på en slik måte at de arbeider i felleskap for samme sak.

Selv om denne kontroversen råder terrenget, var det i 2005 37 av 219 selskaper på Oslo Børs som benytter opsjoner til å avlønne sine selskapsstyrer. Det er vesentlig flere selskaper som avlønner sine direktører med lukrative opsjoner, enn som benytter disse avlønningsordningene til sine styremedlemmer. Dette er en faktor som vi skal undersøke i denne oppgaven. Hvor mange av selskapene som er listet på Oslo Børs er det, til tross for anbefalingene fra NUES, benytter opsjoner som virkemiddel for å avlønne sine styremedlemmer. Datamaterialet skal deretter undersøkes mot faktorer som måler ytelsen til selskapet, slik som aksjekurs, lønnsomhet og lignende faktorer som enkelt kan sammenlignes.

Den teoretiske bakgrunnen for undersøkelsen inneholder agentteori, som sier noe om hvordan agenter(styret) agerer og handler på vegne av sine prinsipaler. Vi vil se på hva Corporate Governance sier om slike insentiver, om hva den norske anbefalingen for god eierstyring mener om opsjoner og vi vil se på hvilke muligheter man har for å lønne sine selskapsstyrer. Vi vil kort se sammenhengen mellom insentivteori og agentprinsipalteori. I tillegg vil vi definere opsjonen, samt begrepsavklare rundt denne.

Vi, og andre som har forsket på dette tema, har oppdaget en sterk ulempe i den mildt sagt heftige overvekt av anglo-saksisk forskning, både på insentivteori, agentteori og opsjonsteori. Den amerikanske økonomi er den største i verden, og forskningsmiljøene rundt økonomisk-administrative fag er i stor grad sterkt influert, og i mange tilfeller dominert av amerikanske forskningsmiljøer. Dette gjør at det er lite forskning på temaene i vår oppgave som er gjennomført i Nord-Europa. Forholdene mellom norske styrer og lederlønninger, og amerikansk lederstruktur kan ikke på en enkel og basal måte sammenlignes (J.G.Pedersen). Dette vanskeliggjør vår forskning og vårt arbeid med den teoretiske bakgrunn, da spesielt arbeid med å ”fornorske” bakgrunns materialet.

1.2 Oppbygging av oppgaven

Oppgaven vil vi bygge opp med en teoretisk del, en metodedel og en analysedel. Teorien bygges opp ved at vi ser på hva en opsjon faktisk er, forskjeller på opsjoner, skattemessig behandling og opsjoner som belønning. Videre vil vi gå inn på bakgrunnen for behovet for slike insentiver, som vi finner i agentteorien som mange av prinsippene om Corporate Governance bygger på. Vi kommer i tillegg kort innom insentivteori siden det er svært tett knyttet opp mot agentteorien.

Like etter opticomskandalen var et faktum kom den Norske Anbefalingen for God Eierstyring, eller NUES, som var et samarbeid mellom myndighetene, Oslo Børs, Aksjonærforeningen, Verdipapirsentralen og noen flere med en anbefaling om hva de mener god eierstyring er. Denne går nøye gjennom de fleste punkter som de mener er relevante for å skape en god kultur for eierstyring blant norske aksjonærer.

Det fins flere forskjellige måter å avlønne sine styre på, og vi ser nærmere på de forskjellige metodene helt kort, uten å se på hvilke som er mer vanlige enn andre. Deretter kommer vi til et kapittel hvor vi redegjør for vår metodebruk. Her ser vi nærmere på vår tilnærming til datamaterialet, hvordan vi har løst de utfordringer vi har stått ovenfor ved innsamling av dataene.

Videre går vi inn på en etisk problemstilling rundt tilfellet Opticom, om hvor galt det kan gå når noen aktører innehar flere roller rundt et og samme selskap. I tillegg ser vi kort på problemstillingene rundt opsjonsskandalen som den norske professoren Erik Lie snublet over i sitt forskningsarbeid.

I den empiriske delen av oppgaven ser vi på våre funn, men analyserer ikke nærmere disse før i kapittel 6, som er analysedelen av oppgaven. Deretter avsluttes oppgaven i kapittel 7 hvor vi konkluderer ut i fra våre funn.

2.0 TEORI

I teorikapitlet vil vi presentere og definere de teorier som legger grunnlag for oppgavens empiri og analysedel. Vi vil gå relativt omfattende igjennom de teorier vi mener spiller en vesentlig rolle for vår oppgave og problemstilling.

2.1 Hva er en opsjon?

Opsjonsordninger er et relativt nytt fenomen. For 20 til 30 år siden var det knapt nevnt i debatten om toppledernes lønninger, mens det i dag er nesten det eneste det snakkes høylydt om. Opsjoner er kontroversielt, statsråder går i taket når media skriver om Baksaas (Telenor) sine gullkantede opsjonsavtaler, stortingspolitikere vil forby opsjoner som prinsipp, og aksjemarkedet går mer eller mindre unisont til aksjon når styreledere med en ”hidden agenda” utvanner aksjen, med store opsjoner til lave strike-verdier. Dette kan man lese mer om senere i oppgaven.

Opsjoner er kort sagt en rettighet til en gang i fremtiden å få lov til å kjøpe eller selge et visst antall aksjer med en gitt pris. Opsjoner er i dag en verdipost som daglig omsettes i finansmarkedene og er dertil et instrument for spekulasjon. Man benytter de for å belønne ansatte, man kan benytte de som verktøy i emisjoner, eller man kan benytte de som verktøy for å sikre gevinst eller begrense tap.

Man skiller mellom opsjoner som gir rett til å kjøpe en aksje, som man kaller en kjøpsopsjon eller på engelsk en call-option, og opsjoner som gir rett til å selge en aksje, eller en såkalt putoption. I vår oppgave skriver vi kun om kjøpsopsjoner, og skriver vi bare opsjoner, mener vi selvsagt kjøpsopsjoner.

Når man skaffer seg en opsjon, enten ved at man får den i gave, som belønning eller kjøper den i en emisjon, må man betale en opsjonspremie, med mindre den er en ren gave. Denne kan være alt fra en helt symbolsk sum til en pris som er lønnsom for alle parter, men som er fornuftig i forhold til markedet. Ved personalopsjoner er det normalt at man ikke betaler noen opsjonspremie (Osmundsen og Torgrimsen, 2003).

Ved emisjoner er det vanlig at aksjeeierne mottar tilbud om å få et visst antall opsjoner for hver aksje de eier. For eksempel 1 opsjon per 4 aksjer man sitter på. Videre har opsjonene en løpetid, som er den tid det tar før man kan innløse opsjonen i aksjer. Innløsningstiden er den tiden etter løpetiden man kan innløse opsjonen.

Her er det viktig å skille mellom opsjoner av europeisk type og opsjoner av amerikansk type. Når man i Europa må innløse opsjonen på et på forhånd bestemt tidspunkt, kan man på den amerikanske typen innløse denne på hvilket som helst tidspunkt i løpetiden. I følge Kjellman et.al er det i de fleste europeiske markeder vanlig med ansatteopsjoner av europeisk type med et visst amerikansk innslag (Kjellman et al, 2003).

Når man innløser en opsjon, må man betale en innløsningskurs, eller en strike. Denne settes av selskapet som utsteder opsjonen til en pris i forhold til hva selskapet skal oppnå. Det som er normalt i Norge er at man setter den til den kursen aksjen er omsatt for samme dag. Andre setter strike til omsetningskurs + 10% for å gi et kraftigere insentiv for innehaveren. Når man da har innløst opsjonen, mottar man normalt da en aksje. I andre tilfeller betaler selskapet differansen mellom strike og markedsverdi på aksjen for å unngå å utvanne de øvrige aksjonærer.

2.1.1 Opsjoner som belønning

Hvis et selskap skal belønne en ansatt med opsjoner kan man gi disse i gave til den ansatte, eller den ansatte kan betale en symbolsk sum per opsjon. Deretter har opsjonen en såkalt ”strike” eller innløsningspris. Normalt settes denne til markedspris på utstedelsesdagen, men man kan benytte opsjonen som et insentiv for å prestere, og derfor settes innløsningsprisen høyere enn markedsprisen. I andre tilfeller, bruker man opsjonen som en ren kamuflert pengegave, og setter ”strike” lavere enn markedspris. Vi fant et eksempel der administrerende direktør hadde noen hundre tusen opsjoner med en innløsningskurs på bare noen brøkdeler av aksjens verdi, noe som ville gitt innehaveren cirka 6 millioner kroner i gevinst allerede på utstedelsestidspunktet. Dette var et tilfelle hvor selskapet brukte det som avlønning for lønns og bonusbetingelser som han hadde gitt slipp på da han startet i selskapet. Dette var beskrevet og forklart i selskapets årsrapport.

Det finnes flere eksempler i Norge på tilfeller hvor styrene forsøker å gi seg selv store pengegaver, blant annet i oljeselskapet Altinex i 2004. Her stoppet generalforsamlingen et forsøk på å sette en ”strike” som var vesentlig lavere enn en emisjonskurs fra noen uker tidligere. Hadde ikke selskapet hatt en del våkne aksjonærer, for eksempel Eidissen fra Harstad, kunne det ha endt med at styret tilgodeså seg selv med selskapets midler (DN, 21.07.06). Opticom er også et svært godt eksempel på det samme. Mer om det senere.

Oftest har opsjonene en tidsbegrensning, på noen år frem i tid, og man setter gjerne restriksjoner som at de må brukes mens man fortsatt er ansatt av selskapet eller lignende. Andre selskaper igjen setter begrensninger eller forutsetninger for innløsning. For eksempel har legemiddelselskapet Axis-Shield satt en forutsetning for utøvelse at de skal ha hatt en positiv EBITDA, eller driftsresultat før avskrivninger i 2 år før innløsning. Slike forutsetninger er fornuftige når selskapet er i en omstrukturingsfase eller i en oppbyggingsfase. Det argumenteres med at man utformer opsjonskontrakten slik at den ikke er ensidig tilknyttet aksjekursen, for å unngå kortsiktighet og skylapper hos opsjonsinnehaverne (Brian Hall, 2000). I tillegg argumenteres det for at man ved å øke løpetiden på opsjonen kan oppfordre til enda mer langsiktig tankegang for opsjonsinnehaveren.

Verdien av opsjonen kan være vanskelig å beregne når man mottar den, men i etterkant er gevinsten differansen mellom aksjekursen og den innløsningskurs man måtte betale for å innløse. Denne kan i enkelte tilfeller bli svært stor, og i andre tilfeller bli helt borte.

2.1.2 Skattemyndigheter og opsjoner

Når man mottar en opsjon, blir denne skattlagt som en personinntekt, og verdsatt etter en spesiell formel. For ikke-børsnoterte selskaper er denne fordelingen beregnet som en forventet verdistigning på aksjene på 1 % pr. måned i opsjonens løpetid. Denne fordelingen beskattes når man mottar opsjonen. Ytterligere gevinst skattlegges som en personinntekt ved innløsning. I 1999 ble det innført en nedre grense for denne fordelsbeskatningen på 600.000 (Osmundsen og Torgrimsen, 2003). Dette behandler vi svært kort siden vår oppgave omhandler børsnoterte selskaper.

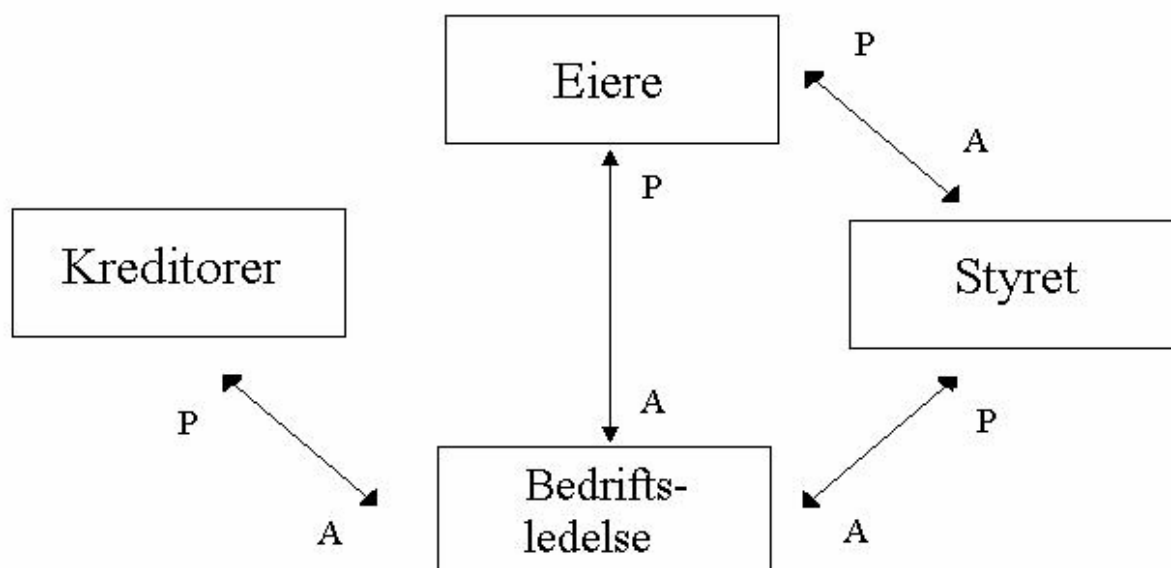
Skattereglene brukes av myndighetene for å begrense bruken av ansatteopsjoner, ettersom at ansatteopsjoner ikke er særlig ønsket. (Hilde Thoresen, 2001) Slik det er i dag fører skatteregimet til at innsidere, gjerne i nyetablerte selskaper, til at innehaverne må selge aksjeopsjonene i stedet for å beholde de. Dermed kan incentivet man oppnår ved å ha eierskap blant de ansatte og ledelsen forsvinne. Sett i forhold til det norske skattesystem og behovet for å skape lagfølelse blant ansatte, ledere og styremedlemmene, ser det ut til at aksjer er en bedre ordning. For nyetablerte selskaper vil dette være en løsning som krever større likviditet, og er derfor en selvmotsigende ordning.

For selskapet belastes normalt regnskapet for virkelig verdi av opsjonen ved utstedelse, og skattes deretter. Selskapene benytter Black-scholesmodellen for å beregne verdien av opsjonen.

2.2 Agentteori

Agentteori er noe som i litteraturen blir omtalt allerede så tidlig som hos Adam Smith i 1776 og senere på 1930-tallet hos Berle & Means. Adam Smith påpeker faremomentet ved at den som styrer andres penger og eiendeler ikke vil vise like stor interesse og like stort engasjement som eieren selv ville gjort. Videre bygger B & M på at når man atskiller eier og leder vil eierne gradvis miste kontrollen over sine midler og sin organisasjon. Med andre ord, ledelsen vil sette sine egne interesser foran eierens beste interesse. (Huse, 1990)

Huse mener at det sentrale aspekt i agentteorien ble beskrevet av Jensen og Meckling i 1976 når de sa at "et agentforhold blir definert som en kontrakt hvor en eller flere personer(prinsipalene) engasjerer en annen person(agenten) til å utføre tjenester på vegne av seg, og at engasjementet innebærer delegering av en viss beslutningsmyndighet"(Huse, 1990). Enkelt sagt innebærer nesten alt vi får andre til å gjøre for oss et visst agent-prinsipalforhold: når man ansetter en daglig leder til en av butikkene sine, eller man lar noen andre lage middag for seg, eller sender kona på butikken for å kjøpe øl. Med mindre man mikrostyrer enhver avgjørelse disse skal ta, må man delegerer noe til dem. Agentproblematikken øker kraftig når eierskapet i selskapet blir spredt, og samtidig jo større likviditeten i selskapet er, blir problemene potensielt større (J.G Pedersen).



Figur 2.1 Agent Prinsipal relasjoner. A= agent og P= prinsipal

Et hvert menneske her på denne jord vil alltid forsøke å maksimere sin egen nytte (Frank, 2005), dermed er også både prinsipal og agent opportunistiske. Dette gir oss grunn til å gå ut ifra at enhver

agent ikke alltid vil handle ut i fra prinsipalen sin beste interesse. Derfor må prinsipalen gi agenten et sett med insentiver for å oppmuntre denne til å agere i prinsipalens beste interesse. Ettersom at prinsipalen ikke alltid kan observere agentens handlinger, men ofte kan observere et gitt resultat eller output, kan det være fordelaktig for prinsipalen at insentivet er knyttet opp mot denne output (kjellmann et al, 2003).

I tillegg må vi forutsette at alle parter er rasjonelle aktører, og at de dermed gjenkjenner motivasjonen som ligger i den andres egeninteresse. Dette må prinsipalen sørge for å ta med i betraktningen når kontraktene blir utformet (Aasland og Brynjulfson). Kontraktens omfang, og dermed insentivets omfang vil ofte være en faktor som forårsaker agentkostnader. Eksempelvis vil prisen på insentivet, opsjonen eller bonusen være en agentkostnad. Mer om det senere.

2.2.1 Eiers behov for kontroll

I et forhold mellom eier og styre, som i vårt tilfelle vil behovet for kontroll være tilstede. Dette behovet er et som er vanskelig å tilfredsstille for eier, siden man ofte har store geografiske avstander, et utall andre investeringer å følge opp, og kulturelle forskjeller som spiller inn. Derfor er kontrollmekanismer i slike agent-prinsipalforhold av avgjørende art. Man kan da enten kontrollere, eller man kan belønne (Aulakh & Gencturk, 2000). Som eier av et selskap har man begrenset med belønningsformer og kontrollmekanismer.

De fleste slike som vi har sett i oppgaven vår er av en slik art at de belønner et gitt sluttresultat, ta opsjoner som eksempel. Slike belønningsformer som fokuseres på en sluttkurs eller lignende representerer en "laissez-faire" tilnærming som overlater til agenten å selv avgjøre veien til målet. Risikoen for måloppnåelsen er utelukkende i deres hender, og eier mister mye av muligheten til å styre retningen og kontrollere underveis. Dette gir agenten muligheten til å handle i sin egen interesse og kan da komme til å styre informasjon eller foreta kortsiktige selskapstransaksjoner for å oppnå kortsiktige mål, utelukkende for å oppnå den kortsiktige effekt på aksjeopsjonen (Aulakh & Gencturk, 2000).

2.2.2 Asymmetrisk informasjon

Dette er et av de viktigste poeng for å forstå relasjonen mellom prinsipalen og hans agent eller agenter. Huse sier at det er en "kritisk variabel i forståelsen av prinsipal-agentforholdet" (HUSE

1990). Asymmetrisk informasjon innebærer at noen må vite mer enn andre, og at det som regel vil være agenten. Denne asymmetrien er det bærende element for å forstå viktigheten av at å utforme den riktige kontrakt, og er vitalt for forholdet mellom agenten og hans prinsipal.

Informasjonsmangelen hos prinsipalen berører både agentens egenskaper og agentens handlinger, dermed sagt at prinsipalen mangler innsikt i både hva agenten tenker og gjør.

Kontraktens innhold og utforming er avhengig av grad av informasjon. I ethvert prinsipal-agentforhold er det en skjev fordeling av informasjon. Har alle aktører tilgang til full informasjon har man ikke behov for en kontrakt, men i de fleste tilfeller trenger man derfor gode kontrakter. Asymmetrisk informasjon er en klar årsak til hvorfor agentkostnader oppstår, i tillegg til de agentkostnader som oppstår som følge av insentivet som må til for å få agenten til å dra i riktig retning (kjellmann et al, 2003).

Kostnader rundt anskaffelse av informasjon avgjør om det er fornuftig for en prinsipal å skaffe til veie full informasjon eller ikke. I noen tilfeller blir det for kostbart å skaffe til veie denne informasjonen og prinsipalen må ta til takke med en løsning med asymmetrisk informasjon.

2.2.3 Moralsk hasard og skjev utvelgelse

Når man inngår en kontrakt med en agent, kan man sjelden vite absolutt alt om dennes egenskaper, og dette gir en situasjon med asymmetrisk informasjon som utgangspunkt.

I det andre tilfellet, hvor prinsipalen har full oversikt over agentens egenskaper i utgangspunktet, men ikke klarer å oppnå kunnskap om agentens handlinger etter hvert som tiden går, oppstår det en situasjon som karakteriseres som moralsk hasard (Huse, 1990). Man kan redusere den moralske hasard ved å overvåke selskapsstyret, men det kan både bli svært kostbart, og den kan slå tilbake, jf. Aulakh og Gencturk hvis man overvåker for mye. I tillegg poengterer Johnsen og Sættem at større aksjonærer kan bli de som er nødt til å bære kostnaden for overvåkningen, slik at mindre aksjonærer blir gratispassasjerer. Når det å skulle overvåke et selskapsstyre da er en kostbar affære, kombinert med en polarisering i aksjemarkedet, med færre og færre store investorer, og flere og flere småaksjonærer sier det seg selv at dette gratispassasjerproblemet kan bli ganske stort for en del av de større aksjonærene. (Johnsen og Sættem, 1996)

2.2.4 Kontrollstruktur

Spørsmålet da blir, hvordan får vi agentene til å agere ut fra våre beste interesse, og ikke sine egne? Et prinsipal-agentforhold som er tuftet både på sanksjoner, belønning og sosial kontroll synes å være viktig. Kun en kombinasjon av disse vil forebygge kortsiktighet og unødig risiko på prinsipalens bekostning. Kontraktens innhold og utforming samt styrets sammensetning vil få betydning for utfallet. Å ha eiere involvert i styreprosessene synes å være en variabel som sørger for at agenten trekker i riktig retning, samtidig som at for mye engasjement fra prinsipalen skaper dysfunksjonalitet innen internasjonale prinsipal-agentforhold (Aulakh og Gencturk, 2000). Effekten av sosial kontroll så vi i virksomhet tidligere i vår, når styret i GGS ble kastet av aksjonærene etter en feide over opsjonsordningen og styrets manglende innsats (DN, 30.03.07).

2.2.5 Agentkostnader

Disse deler man normalt inn i tre typer kostnader etter hva slags form for kostnad vi snakker om, og hvordan de oppstår.

1. Styringskostnader eller overvåkningskostnader
2. Forpliktelseskostnader eller kostnader for å få agenten til å jobbe for seg.
3. Residualkostnader.

Styringskostnader

Disse kostnader inkluderer alle kostnader for overvåkning av agentens handlinger, måling av prestasjon, i tillegg til kostnader som følge av budsjettrestriksjoner, insentiver og regler som styrer agentens handlinger. Disse kan også bestå av regnskapssystemer, arbeid og kostnader med rekruttering, instruksjoner og retningslinjer m.m.

Forpliktelseskostnader

Dette er kostnader som agenten pålegger seg selv, eller prinsipalen pålegger agenten for å unngå at prinsipalen taper ressurser, eller at agenten forplikter seg til å kompensere prinsipalen for de skader han eller hun påføres.

Residualkostnader

Det sier noe om hvilke kostnader en prinsipal(aksjeeier) påføres av at styremedlemmer eller ledere handler på egne vegne og tar kortsiktige avgjørelser som for eksempel påvirker aksjekursen, men som på lang sikt er nedbrytende for selskapet, for eksempel salg av eksisterende virksomheter eller aksjeposter for å realisere kjappe gevinster. Dette kalles residualkostnader og er rett ut kostnader som prinsipalen påføres ved at agenten foretar handlinger som ikke er optimale for prinsipalen sine interesser.

2.3 Kort om insentivteori

Mye av forskningen på insentivteori kommer fra Amerika, deriblant Grossman og Hart, 1983 og Milgrom og Roberts 1992. Forskningen trekker mange tråder fra agentteorien, og det er derfor nærliggende og behandle temaet her.

Forskningen sier at man kan ikke utelukkende gi et insentiv som er bare knyttet til innsats, det må i tillegg være knyttet til en variabel som kan samvariere med lederens eller styrets innsats. For børsnoterte selskaper er en velegnet variabel en aksjekurs. Uten slike insentiver kan eiers verdiskapning oppfattes som en restriksjon i stedet for en målsetting, og dette kan føre til at styret heller følger sin egen agenda enn å forsøke å maksimere eiers verdier.

Insentivteorien fremsetter en del forutsetninger for at aksjeopsjoner skal fremstå som gunstige, og man forutsetter at kombinasjonen av disse sammenfaller med hovedpunkter i agent-prinsipalteorien.

Som leder eller styre må man kunne påvirke aksjekursen gjennom egen innsats, og da er det en gitt forutsetning at selskapets aksjer er notert på en dertil egnet markeds plass med god likviditet og sikkerhet. Dette reduserer i tillegg eventuelle målefeil.

Osmundsen og Torgrimsen (2000) mener det at det primært bør være den øverste ledelse og ikke ”gutta på gølvet” som bør motta aksjeopsjoner, da arbeidere på lavere nivåer har liten eller ingen innvirkningsmulighet på aksjekursen. Med det menes at det finnes bedre insentivprogrammer for å øke arbeidsinnsatsen.

J.G. Pedersen fant i en utredning på vegne av Regjeringen, at lederens lønn og avkastningen på total kapitalen henger sammen, og det henger også sammen med at lederen synes å bli påvirket av økonomiske insentiver.

Man kan bekymre seg over at dagens styrever og toppledere bruker uforholdsmessig mye tid på målbare aktiviteter slik som kvartalsrapporteringen ved Oslo Børs. Dette kvartalstyranniet kan føre til at ikke-målbare aktiviteter blir neglisjert og forbigått, og kan føre til uønsket adferd, haussing av aksjekurs og skjulte mål blant topplederne. Er lederen risikoavers vil opsjoner fremstå som gunstige avlønningsmetoder, da disse innebærer mindre risiko enn aksjer i form av en begrenset nedsidepotensialet.

I tillegg bør en opsjonskontrakt innebære flere kontinuerlige insentiver, noe som gjør at aksjer på det punktet er et bedre egnet insentivvirkemiddel (Osmundsen og Torgrimsen, 2000).

2.4 Corporate Governance

Vi velger å ta et primært utgangspunkt i Corporate Governance-teorien der vi mener emnet står meget sentralt i forhold til vår oppgave, og omhandler mange av de tingene vi forsker på i vår problemstilling. Nedenfor vil vi forsøke å komme med enkle definisjoner og forklaringer på Corporate Governance for så å drøfte hvordan vi knytter Corporate Governance til vår problemstilling og hvorfor vi har valgt Corporate Governance som teori.

2.4.1 Definisjoner av Corporate Governance

En hel del definisjoner er forfattet rundt Corporate Governance gjennom tiden, og det kan virke som stadig flere velger å komme med egne definisjoner etter hvert som tiden går. Begrepet "Corporate Governance" stammer fra USA, og det er ingen klare direkte oversettelser som angår dette. Corporate Governance blir derfor som oftest også brukt i norsk dagligtalen så vel som skriveform. Manger velger å oversette "Corporate Governance" til norsk med "Eierstyring", og det vil være disse to begrepene vi velger å benytte om hverandre i denne oppgaven.

Professor B.Espen Eckbo ved Tuck School of Business definerer Corporate Governance på følgende måte:

Et selskaps Corporate governance-system er definert som summen av de beskrankninger selskapets interne organisasjon, eksterne kapitalmarked, samt rettssystemet, legger på muligheten for selskapets insidere til å ekspropriere minoritetsaksjonærene (Eckbo, 2006).

I teori og praksis fokuserer Corporate Governance på systemer for hvordan selskaper styres og ledes på. Sentralt i forståelsen av dette begrepet er oppfatningen av at corporate governance inneholder et stort omfang av temaer.

2.4.2 Hensikter med Corporate Governance

Hensikten med corporate governance er å oppnå langsiktig verdiskapning, beskyttelse av aksjeeiernes rettigheter og øke deres verdier. Styret er ansvarlig for styringen av selskapet de representerer, men aksjonærene er ansvarlig for å velge ut det styret som er mest egnet til å på ta seg arbeidet. I bunn og grunn er det generalforsamlingen som skal utrede hvilken corporate governance politikk selskapet deres skal føre. Dette følger av allmennaksjelovens §5-1.

OECD skriver dette som en hensikt til bruken av Corporate Governance i sin Principles of Corporate Governance-rapport 2004:

The corporate governance framework should promote transparent and efficient markets, be consistent with the rule of law and clearly articulate the division of responsibilities among different supervisory, regulatory and enforcement authorities (www.OECD.org).

2.4.3 Kort om Corporate Governance

Det har eksistert former og diskusjoner rundt Corporate Governance i over to hundre år, men det er kun de siste 20-30 årene, og spesielt i tiden etter de store konkursene i amerikansk næringsliv slik som Enron og Worldcom, det virkelig har vært fokus rundt dette. Her hjemme kan skandaler som Finance Credit og Sponsor Service være argumenter for økt fokus rundt Corporate Governance, men også at Europa generelt og OECD har intensivert fokuset på Corporate Governance.

I 1992 ble den mye omtalte Cadburyrapporten utgitt i Storbritannia. En rapport, utarbeidet av Adrian Cadbury og hans komité. Den kom med anbefalinger på hvordan et selskap burde styres for å redusere risiko og feiltagelser innenfor selskapsstyring. Rapporten er hovedsakelig utarbeidet som følge av finansielle skandaler i britisk næringsliv slik som BCCI og problemer innenfor "The Maxwell Group" samt økende offentlig bekymring til avlønninger av styremedlemmer i børsnoterte selskaper. Rapporten har resultert i at en rekke land, blant annet USA og EU, har tatt til seg mange av anbefalingene i rapporten og utarbeidet egne rapporter med anbefalinger spesifikt for deres land (Proctor & Miles, 2002).

I ettertid har det også blitt utarbeidet lignende rapporter basert på "The Cadbury Report" slik som "The Greenbury Report", "The Hampel Report" og "The Combined Code". "The Combined Code" er en kombinasjon av punktene og anbefalingene i de to andre rapportene. I 2002 utga danskene en lignende rapport om selskapsstyring; Nørby-rapporten. Når denne kom på banen førte det til ytterligere diskusjon rundt corporate governance i Skandinavia.

En norsk oversettelse av Corporate Governance er blitt kalt "Norsk anbefaling, Eierstyring og selskapsledelse" og kom for første gang ut i 2003. I 2005 kom en oppdatering av denne utgitt av Aksjonærforeningen i Norge, Den norske Revisorforening, Eierforum, Finansnæringens Hovedorganisasjon, Norske Finansanalytikeres Forening, Norske Pensjonskassers Forening, Næringslivets Hovedorganisasjon, Oslo Børs, Verdipapirfondenes Forening. Disse organisasjonene har sammen etablert Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse, NUES. NUES vil, etter forholdene, komme med fortløpende oppdateringer av Corporate Governance på norsk (www.nues.no).

Formålet med den norske anbefalingen er at børsnoterte selskaper skal ha eierstyring og selskapsledelse som klargjør rolledeling mellom aksjeeiere, styre og daglig ledelse utover det som følger lovgivningen. Anbefalingen skal styrke tilliten til selskapene og bidra til størst mulig verdiskaping over tid, til beste for aksjeeiere, ansatte og andre interessenter (www.nues.no).

Anbefalingen tar for seg 15 forskjellige punkter som selskapene bør følge for å innfri kravene Corporate Governance setter. Anbefalingen er ment for aksjonærenes beste. Og selskaper som følger denne anbefalingen fullt ut vil derfor få større anerkjennelse, ikke bare av nasjonale, men også internasjonale investorer, siden det i internasjonal sammenheng har vært fokus på god eierstyring siden tidlig nittitallet.

2.4.4 Hva sier Corporate Governance om styret i selskaper

Kenneth A. Kim og John R. Nofsinger påpeker, i en artikkel skrevet i Prentice Hall 2006, to hovedelementer som kan ha innvirkning på om et styre kan karakteriseres som et godt styre. De legger veldig mye vekt på at styret skal være av uavhengighet i forhold til aksjonærene i selskapet og at styret ikke burde være av betydelig størrelse. I USA, der denne artikkelen er forfattet, anbefaler de ikke å ha et styre som er i overkant av 10 medlemmer. De baserer disse anbefalingene

på grunnlag av forskning (Kim & Nofsinger, 2006).

Også den norske anbefalingen påpeker i flere punkter at selskapet burde ha et uavhengig styre. Mest spesifikt kommenteres dette i punkt 8, ”Bedriftsforsamling og styre, sammensetning og uavhengighet”. Innenfor dette punktet kommenteres det nærmere at minst to av styremedlemmene ikke bør være del av hovedaksjonærgruppen. Halvparten av medlemmene burde være uavhengig av selskapets ledelse. Og generelt ville et medlem kunne defineres som uavhengig når vedkommende ikke har forretningsmessige, familiære eller andre relasjoner som måtte antas å kunne påvirke vedkommendes vurderinger og beslutninger (www.nues.no).

2.4.5 Corporate Governance om lønn til styret

De fleste rapportene og anbefalingene som har vært utgitt gjennom de siste 20-30 årene har vært relativt lik i sin sak om lønn til styremedlemmene. De mener det ikke bør forekomme noen form for resultatavhengig avlønning. Men det kan virke slik på oss, at jo nyere anbefalingen er, desto mer bastant og nærmest dogmatisk blir anbefalingens syn på avlønning til styret og styrelederen.

Når Cadbury-rapporten kom var den hovedsakelig ment for store selskaper, men ble fort også tatt i bruk av små og mellomstore selskaper. Den anbefalte at selskapet skulle etablere en avlønningskomité som skulle utlevere en rapport som foreslo avlønningene til styremedlemmer. Fortrinnsvis var rapporten ment for å forhindre styreledere i å få for høye lønninger (Proctor & Miles 2002).

Greenbury-rapporten som ble utgitt i 1995 har en annen vri på lønn til styremedlemmer. Komiteen mente at prestasjonsbasert avlønning var det beste for britiske børsnoterte selskaper så lenge de var satt på en fornuftig og ansvarlig måte. Hvis de hadde de rette resultatbaserte avlønninger og bonuser vil dette være insentiver til å øke verdiene i selskapene. De bruker ord som ”performance based” og ”challenging” for insentivordningene og bonusprogrammer, og anbefalte samtlige komiteer til å gjennomgå langsiktige insentivprogrammer (Proctor & Miles 2002).

En endelig utgave av Hampel-rapporten kom ut i januar 1998. Dette var en oppdatering av anbefalingene som ble utgitt i august året før. Hampel-rapporten sier at så lenge det framkommer en lønnsavtale som kan karakteriseres for å være i en sådan størrelse at den er ment som lokkemiddel for styremedlemmer med høy kompetanse, og som er i stand til å føre selskapet på en suksessiv

måte, skal denne være direkte knyttet til selskapets verdiskapning. Rapporten mener at det bør redegjøres for hvilken avlønningspolitikk som føres i selskapet og at denne bør begrunnes i selskapets årsrapport (Proctor & Miles 2002).

I 2001 ble Nørbyrapporten utgitt i Danmark, og fikk mer fokus i Skandinavia enn de britiske og amerikanske rapportene. Avhandlingen sier dette om styrelønn:

En konkurrencedygtig aflønning er en forudsætning for at tiltrække og fastholde kompetente bestyrelsesmedlemmer og direktører. Bestyrelsens og direktionens aflønning bør være rimelig i forhold til de stillede opgaver og det ansvar, der er forbundet med løsningen af disse opgaver (Nørby-rapporten, 2001).

De skriver videre at insentivbaserte avlønninger vil være en medvirkning til verdiskapning i selskapene. Men det er viktig at disse presiseres i årsrapportene. Insentivprogrammene burde ifølge rapporten være i form av bonus og aksjeprogrammer. Aksjeopsjonsprogrammer har de tatt avstand fra, og rapporten anbefaler ikke bruk av dette som virkemiddel.

Den norske anbefalingen for god eierstyring, forkortet til NUES, mener at godtgjørelsen til styret ikke bør være i form av resultatavhengige avlønninger slik som opsjonsprogrammer eller andre insentivprogrammer, da de mener dette kan være med på å svekke den uavhengigheten styret er anbefalt å ha. Skulle et selskap velge å avlønne sine styremedlemmer utenfor disse anbefalingene bør det i årsrapporten være spesifisert på samtlige elementer av godtgjørelsen til hvert av styremedlemmene. Det bør for øvrig også være informasjon om størrelsen på det generelle styrehonoraret.

NUES skriver også at det anbefales å oppfordre styremedlemmer til å eie aksjer i det respektive selskapet de er representanter for. De mener det kan bidra til økt fellesskap mellom aksjeeierne og styremedlemme. Samtidig må aksjeeiende styremedlemmer utvise varsomhet i forhold til å bidra til kortsiktige disposisjoner fra selskapets side som ikke tjener fellesskapet også over tid (NUES 2005).

2.5 Norsk utvalg for Eierstyring og selskapsledelse

NUES er en forkortelse for Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse og er utarbeidet av ni organisasjoner som sammen har utviklet Norsk anbefaling til eierstyring og selskapsledelse. Denne anbefalingen har som formål at bedriftene skal bidra med størst mulig verdiskapning til bedriftens

beste interessenter. Interessentene er som oftest aksjonærene, kreditorene, leverandørene, ansatte og andre samfunnsinteresser. NUES ble etablert høsten 2005, men de ni organisasjonene har hatt et samarbeid siden desember 2003 da den første anbefalingen ble offentliggjort.

Anbefalingen er ment som et frivillig retningsgiverorgan, og selskapene kan ut ifra sin egen autonomi bestemme hvorvidt de velger å bruke anbefalingen eller hvor slavisk de i så fall velger benytter den. Det er ikke laget tiltak for selskaper som ikke velger å benytte anbefalingen, men siden stadig flere aksjonærer øker fokuset rundt corporate governance bør selskapene redegjøre klart gjennom sine informasjonskanaler hvilke strategier selskapet velger å kjøre på eierstyring som passer markedssituasjonen deres best. Etter hvert som aksjonærene og potensielle investorer har fått mer og mer øynene opp for hva corporate governance er, har de fleste selskapene på Oslo Børs satt fokus på dette. Ifølge NUES skal anbefalingen bidra til å styrke tilliten til selskapet blant aksjeeiere, kapitalmarkedet og hos andre interessenter.

Anbefalingen tar for seg 15 punkter på områder selskapet bør sette sitt fokus på i eierstyringspolitikken:

- Redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse
- Virksomheten
- Selskapskapital og utbytte
- Likebehandling av aksjeeiere og transaksjoner med nærstående
- Fri omsettelighet
- Generalforsamlingen
- Valgkomité
- Bedriftsforsamling og styre, sammensetning og uavhengighet
- Styrets arbeid
- Risikostyring og intern kontroll
- Godtgjørelse til styret
- Godtgjørelse til ledende ansatte
- Informasjon og kommunikasjon
- Overtakelse
- Revisor

NUES har tatt utgangspunkt i internasjonale anbefalinger slik som Cadbury-rapporten fra Storbritannia og Nørby-rapporten fra Danmark. Det ble i 2004, etter den første den første

anbefalingen var offentliggjort, også åpnet for innspill og kommentarer fra norske børsnoterte selskaper og andre interessenter for å styrke og bedre for rapporten som ble offentliggjort i 2004.

- Det vil av NUES årlige bli vurdert behov for oppdateringer av denne rapporten. NUES skriver: ”Grunnlaget for slik oppdatering vil være endringer i lover og regler og de erfaringer som gjøres med bruken av anbefalingen. I tillegg vil den internasjonale utviklingen på området bli vurdert. NUES arrangerer hver høst en konferanse – ”Forum for Eierstyring og Selskapsledelse” – for å informere om sitt arbeid, og bidra til debatt om eierstyring og selskapsledelse. NUES har også som sitt formål å gjøre anbefalingen kjent i Norge og i utlandet.” NUES kom med oppdateringer i både 8. desember 2005 og 28. november 2006, hvor de i 2006 kom med 3 endringer i henholdsvis punkt 13 og 9 samt opprettelse av nytt punkt 10 ”Risikostyring og intern kontroll”. I skrivende stund gjelder utgaven fra 2006. NUES mener på dette grunnlag at de stiller på lik linje med andre land som enten har, eller er i ferd med å få slike anbefalinger.

2.5.1 Hvem samarbeider om den norske anbefalingen:

Som nevnt ovenfor er NUES stiftet på grunnlag av utgitte anbefalinger utarbeidet av ni forskjellige organisasjoner med deres representanter i parentes.

- Aksjonærforeningen i Norge (Bernt Bangstad)
- Den norske Revisorforening (Per Hanstad)
- Eierforum (Arild Orgland)
- Finansnæringens Hovedorganisasjon (Stein Sjølie)
- Norsk Finansanalytikers Forening (Ludvik Sandnes)
- Norske Pensjonskassers Forening (Håkon Persen Søderstrøm)
- Næringslivets Hovedorganisasjon (Ingebjørg Harto)
- Oslo Børs (Atle Degré)
- Verdipapirfondenes forening (Lasse Ruud)

2.5.2 NUES i forhold til vår oppgave

Det vi i denne oppgaven primært er opptatt av er avlønningene til styremedlemmene i børsnoterte selskaper. NUES har satt fokus på dette i punkt 10 og indirekte i punkt 8. Disse punktene som går på opsjonsprogrammer til styremedlemmene og anbefaling av uavhengighet, kan knyttes til vår

problemstilling. Vi velger også å forholde oss til flere av de andre punktene som sekundært går på vår problemstilling.

2.6 Former for styrehonorarer

I stadig større grad etterspør næringslivet styremedlemmer med høy kvalifikasjon og kompetanse til å utføre jobben. Det har i de senere årene kommet begreper som ”profesjonelle styremedlemmer”. Ifølge Morten Huse (2003) er de vanligste definisjonene knyttet til profesjonelle styremedlemmer følgende:

- Om styremedlemmene har styreverv som levebrød
- Om styremedlemmet har erfaring som styremedlem og bedriftsleder
- Om hvordan styremedlemmet utfører sitt styreverv.

Styrehonorarene er dermed ikke bare et spørsmål om hvor man bør legge lønningene i forhold til det normative nivået, men også hvilke konsekvenser dette kan medføre for den enkelte styremedlem som har dette som eneste inntektskilde, og man har de siste årene sett en kraftig økning av faste styrehonorarer.

Huse legger vekt på 3 punkter som burde reflektere størrelsen på styrehonoraret

- Den tid som brukes
- Den kompetanse som stilles til disposisjon
- Det ansvar som ligger i styrevervet

Huse forteller videre at det stadig argumenteres for at styrehonorarene samlet sett bør ligge på samme nivå som honorarene til daglig leder. Dette som et argument for å opprettholde et rettferdig nivå på styrehonorarene samtidig som det fortsatt er en billig ressurs.

2.6.1 De mest vanlige styrehonorarer

I dette kapitlet definerer vi de mest vanlige styrehonorarer og forklarer forskjellen mellom dem. Effekten disse styrehonorarene kan ha på selskapet, vil bli drøftet i neste kapittel.

Normalt styrehonorar

For små og mellomstore selskaper i norsk næringsliv er den vanligste formen for avlønning til sine styremedlemmer en gitt sum, eller ett fast lønnsbeløp i året. Dette er også tilfeller for majoriteten av

selskapene på Oslo Børs. Med en slik avlønning vil styremedlemmene etter selskapets avlønningspolitikk være uavhengige i forhold til selskapene. I Norge og Skandinavia generelt er dette honoraret i laveste laget for at det skal være mulig å leve kun på styrehonoraret fra et selskap. Men det har de siste årene vært en kraftig økning, noe som kan tyde på at flere selskaper er villige til å betale sine styremedlemmer etter den kompetansen og nettverk de reflekterer. Det er som oftest i tilfellene med normale styrehonorarer en forskjell på lønnsnivået til styreleder og de øvrige styremedlemmene. Styreleder får normalt sett vel det dobbelte av de andre medlemmene (Huse, M. 2003).

Jarodd og Tellefsen (1993) skriver at styreverv bør honoreres på grunnlag av den totale belastning og det ansvar som følger vervet, og ikke ut fra en timesats for arbeidstid. De mener videre at gode selskaper vanligvis har gode styreverv, og gode styreverv må nødvendigvis sammensettes av dyktige personer som krever betaling. En viktig faktor, ifølge Jarodd og Tellefsen, vedrørende hvilke rammer honoraret bør ligge innefor, er rollen vedkommende har i styret og i selskapet.

De påpeker at honoraret bør bestemmes ut fra, og vanligvis variere avhengig om styremedlemmet er valgt utenfra eller fungerer som en rådgiver for bedriften eller styreleder(Huse, M. 2003).

Mellomstort selskap	Honorarer for tidsbruk	Ansvars-tillegg	Minimums-honorar	
eksternt medlem	45.000	10.000	55.000	+ kompetanse-tillegg
Ekstern formann	75.000	15.000	90.000	+ kompetanse-tillegg
Internt medlem	15.000	10.000	40.000	
Intern formann	25.000	15.000	40.000	

Mindre selskap	Honorarer for tidsbruk	Ansvars-tillegg	Minimums-honorar	
eksternt medlem	25.000	10.000	35.000	+ kompetanse-tillegg
Ekstern formann	50.000	15.000	65.000	+ kompetanse-tillegg
Internt medlem	10.000	10.000	35.000	
Intern formann	20.000	15.000	35.000	

Tabell 2.1 Oversikt over normalt styrehonorar hentet fra Jarodd og Tellefsen 1993

Ovenfor vises satser Jarodd og Tellefsen mener styrehonorarene bør ligge på. Tabellen er fra 1993 og etter generell inflasjon og lønnsvekst vil nok tallene variere noe fra dagens situasjon.

Resultatbasert bonus

Som oftest ligger denne kategorien under ”markedsbaserte insentivsystemer” og bonusen reflekteres ofte i samsvar med aksjekursutvikling. Dette er kritisk på mange måter med tanke på i hvilken grad aksjekursen beveger seg som følge av styremedlemmens innsatts på styreplanet i selskapet eller om det hele avspeiler seg som følge av hvor konjunkturfølsomme selskapet er. Denne bonusen vil bli utbetalt som et engangsbeløp til styremedlemmene avhengig om aksjekursen har steget. Fordelen med denne type bonusordninger er at den ikke reduserer aksjekapitalen noe andre kursavhengige

bonuser kan gjøre (Osmundsen og Torgrimsen, 2003).

Det finnes ikke veldig mange tilfeller av selskaper på Oslo Børs som benytter seg av denne type bonusordning, men et eksempel er Axis-shield, et britisk/norsk legemiddelselskap som blant annet benytter regnskapsmessige prestasjoner som et bonusmål, og bonuser ved kontraktoppnåelse med samarbeidspartnere, i utgangspunktet er dette en måte å skape relasjoner i næringslivet. Axis-Shield benytter for øvrig også opsjonsavlønningsystemer (Axis-Shield, årsrapport 2005).

I tillegg til den resultatbaserte bonus, finnes det et fåtall selskaper som benytter det ultimate paradox som den garanterte bonus. Dette er utelukkende en metode for å kamuflere en lønnsøkning eller en "sign-on fee" for å i det hele tatt starte i arbeid for selskapet.

Frynsegoder

Bonusordninger i form av frynsegoder eksisterer også i mange tilfeller. Dette kan for eksempel være firmabil til daglig leder eller dekket husleie til økonomilederen. Dette er mye mer vanlig blant selskapets ledelse enn styremedlemmene. Disse bonusordningene skal også rapporteres og kostnadsføres i regnskapet, og er en skattepliktig inntekt for mottaker.

Aksjebasert avlønning

Det anbefales ifølge NUES at styret får tilbud eller oppfordres til å eie aksjer i selskapet de representerer. Dette som et middel for å oppnå økonomisk fellesskap mellom aksjonærene og styremedlemmene. Videre må styret vise en viss varsomhet ved at deres egne verdier kan gå tapt som følge av kortsiktige disposisjoner som ikke tjener selskapet godt på lang sikt (www.nues.no). Med aksjebasert avlønning deltar styremedlemmene ofte på lik linje med de ansatte i selskapet. Det er som oftest de ansatte i et selskap som får tilbud om aksjekjøpsordninger. De ansatte får da tilbud om enten kjøpe aksjene til rabatterte priser eller i enkelte tilfeller uten kostnader (Colbjørnsen, 2000).

Opsjoner

Den kanskje mest omdiskuterte formen for avlønninger til styremedlemmer er opsjonsordninger. En kjøpsopsjon, som er det vanlige å snakke om når man snakker om opsjonsprogrammer i et selskap, fungerer på sådan måte at man har en rett men ikke en plikt til å kjøpe en aksje til en bestemt kurs.

Denne kursen bestemmes som regel av generalforsamlingen og med en innløsningskurs under dagens markedskurs vil en utøvelse av opsjonen bety en gevinst for styremedlemmet. Med dette som bakgrunn betyr det at jo høyere spotkursen for aksjen er desto høyere vil gevinsten til styremedlemmet bli.

For selskapets del er det ifølge Brian Hall (2000) tre ganger billigere å utøve opsjonsordninger enn aksjekjøpsordninger. Det betyr at selskapet kan gi ut tre ganger flere opsjoner enn aksjer til samme pris i regnskapet (Hall, 2000). Er dette gjort i praksis kan resultatene bli at lønnsnivåene til styremedlemmene går ut over det som i enkelte lands sosiale kulturer er allment uakseptabelt. Og følgelig diskusjoner blir startet på grunn av dette. Ifølge Osmundsen og Torgrimsen (2000) bør valg av insentivinstrumenter tilpasses den kulturelle kontekst. Insentivteori skrevet for amerikanske forhold, slik som Milgrom og Roberts (1992), bør ikke slavisk anvendes på norske forhold, men bør tilpasses norsk næringsliv.

Det finnes en stor variasjon i utformingen av opsjonsordninger blant selskapene, og ikke minst, blant ulike land. Forskjellen ligger i opsjonspakkens relative og absolutte størrelse (Osmundsen & Torgrimsen, 2003). Det er også forskjell fra land til lands holdninger til opsjonsbasert avlønning til styremedlemmer. I USA er bruken mye mer utbredt og anerkjent enn i Europa. Spesielt skandinaviske og nordiske land tar avstand fra bruk av denne type insentivbonuser.

Her er det fordelsaktig å nevne opsjonspakker som bare er oppside, og som ikke har noen nedsidekonsekvenser. Et opsjonsprogram hvor man gir en innløsningskurs som er lik markedskurs ved utstedelse er en sønn. Da kan innehaveren uten å overhodet måtte gjøre noen ekstraordinær innsats, innkassere en gevinst når løpetiden har utløpt, ettersom at man forventer en økt aksjekurs over tid uansett. Omprising av opsjonspakkene er og et godt eksempel på slike. En kursnedgang gir ikke konsekvenser for opsjonsinnehaverne, man endrer bare premissene i ettertid når man ser at kursen på selskapet har gått nedover. En kursnedgang burde heller være en oppvekker for aksjonærene, i stedet for å refinansiere gaven som opsjonsprogrammet utgjør (Monks & Minow, 2004).

Det selskapenes aksjonærer burde gjøre, er å prise opsjonene på en slik måte at de belønner aktører som skaper en fremgang som er bedre enn den forventede børsoppgang. Dette gjøres svært sjeldent i det norske børsmarkedet, de fleste selskapene vi har undersøkt utsteder opsjonene til markedspris på utstedelsestidspunktet. Vi har funnet et par eksempler, et er Axis-Shield som utsteder opsjon

med en forutsetning av positiv EBITDA i 2 år før innløsning, og sist tilfellet hvor generalforsamlingen i Altinex som priset opsjonene til styret opp fra markedspris på 1,22 til 1,55 per innløsning.

Når det gjelder opsjonsbaserte avlønningssystemer er dette det mest kontroversielle og mest omdiskuterte avlønningssystemene til styremedlemmer. NUES (2006) mener som nevnt ovenfor at opsjonstildeling fører til avhengighet til selskapet noe som ikke anbefales. Det kan også virke som mange deler denne oppfatningen av opsjoner. Nørby (2001), den danske utgaven av anbefalingen for selskapsstyring, mener også opsjoner ikke bør tildeles styret. Mens Hall og Liebermann (2000) finner at økt antall aksjer hos ledelsen forsterker forholdet mellom belønning og prestasjon.

2.6.2 Effekt av de forskjellige honorarene

Når det gjelder effekten av verdiskapning i selskapet, gitt insentivene i de forskjellige styrehonorarene, er meningene mange. Selv om majoriteten av selskapene på Oslo Børs ikke har noe å utsette på den norske anbefalingens tilrådning rundt nettopp tildeling av styrehonorarer, er det likevel en del selskaper som velger å ikke forholde seg til denne. Enkelte selskaper går også så langt at de i årsrapportene kritiserer og er direkte uenig i NUES sin anbefaling. Det er for øvrig forfattet lite litteratur vedrørende effekten disse honorarene kan ha på selskapene, og det meste som er blitt forfattet er gjerne artikler hvor utfallet ofte reflekterer forfatterens egen holdning og oppfatning til temaet. Det er derfor meget vanskelig å finne noen konkrete definisjoner og statistiske analyser som belyser grad av effekt. Med dette i bakhodet vil vi i avsnittene nedenfor redegjøre enkelte individers holdninger og drøfte for mulige effekter de forskjellige styrehonorarene kan ha på selskapet.

Kjellman et al (2003) mener at et velfungerende belønningssystem hjelper selskapet å øke sin effektivitet. De henviser til Thompson og Strickland (1992) som påpeker at et effektivt belønningssystem bør inneholde følgende punkter:

- Belønningen må utgjøre en vesentlig del av den ansattes totale lønn, ettersom for liten andel ikke fører til de samme insentivene.
- Belønningssystemet bør gjelde for alle, fra høyeste ledd til samtlige medarbeidere.
- Belønningen må være koblet til viktige strategiske prestasjonsmål.
- Belønningssystemet må være gjennomtenkt og realistisk. Et for stort eller for lite system styrker ikke insentivene.
- Den belønnede person må kunne påvirke resultatet. Det er altså meningsløst å belønne en

person som ikke bidrar til verdiskapning.

Normalt styrehonorar

Det normale i Norge er å avlønne sine styrer ved hjelp av et normalt styrehonorar, og det har aldri eksistert en særlig kultur for opsjoner. Det har vært kultur for denne ordningen i lengre tid, men rapporter slik som Norsk anbefaling har vært med på å styrke tilliten til denne. NUES mener det kan skape avhengighet mellom aksjonærer og styret, dersom de deltar i insentiv og bonusprogrammer, noe som ikke vil være til bedriftens beste på lang sikt. Av dette kommer det indirekte fram at NUES ønsker mer en normal styrehonorering som på lang sikt vil være for bedriftens beste.

Ikke alle er enige i dette utsagnet. Seppo Ikäheimo (1998) mener ren fast lønn gir mer forsiktig strategi, fordi insentiv mangler for å utsette seg selv og selskapet for risiko. Dette kan resultere i at selskapet går glipp av potensielle kontrakter, kunder og avtaler noe som gir selskapet lavere verdier enn det mulighetene tilsier, på lang sikt.

Aksjebasert avlønning

En grunn til at mange selskaper velger å benytte seg av opsjonsprogrammer i stedet for aksjeprogrammer er at det ifølge Brian Hall (2000) er ca. tre ganger billigere for selskapet å utøve opsjoner enn aksjer. Dette er hvis aksjen tilsynelatende har en gjennomsnittlig årlig dividendeutbetaling og er gjennomsnittlig volatil.

Dividende ratio	Volatilitet							
	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %
0 %	0,45	0,49	0,56	0,63	0,69	0,75	0,81	0,85
2 %	0,28	0,34	0,40	0,47	0,54	0,59	0,64	0,68
4 %	0,15	0,22	0,29	0,35	0,41	0,46	0,51	0,55
6 %	0,07	0,14	0,20	0,26	0,31	0,36	0,40	0,44
8 %	0,02	0,08	0,14	0,19	0,24	0,28	0,32	0,35

Tabell 2.2 Kostnadseffekt av opsjoner

Tabellen her hentet fra Hall (2000) og viser sammenhengen mellom pris, volatilitet og prosent årlig utbytte. Hvis for eksempel selskapets aksje har en volatilitet på 30 % og en årlig utbytte på 4 %, vil kostnadene av opsjonsprogrammet være av 29 % av et aksjeoppslag bestående av samme mengde aksjer som underliggende aksjeopsjoner.

Argumenter mot opsjonsbasert avlønning

Flere aktører, både forskere nasjonalt og internasjonalt påpeker viktigheten av utforming av insentivkontrakter. Blant argumentasjonen mot opsjonsbasert avlønning finner vi blant annet at:

- Uavhengigheten blir brutt. NUES påpeker at den uavhengigheten styret er anbefalt å ha i forhold til den daglige ledelsen, vil bli brutt, ifølge anbefalingen ved tildeling av opsjoner.
- Ifølge de nye regnskapsreglene IFRS I og II må selskapet regnskapsføre alle slike opsjonsprogrammer på tildelingstidspunktet til virkelig verdi (Fair value).
 - Dette ønsker mange børsnoterte og andre selskaper å unngå da selskapene ikke ønsker å pådra seg unødvendige kostnader utover det vanlige.
- Et aksjeopsjonsprogram er en lite treffsikker metode som ikke alltid er garantert verdiskapning.
- Virker ikke som garanti for at ledelsen agerer i aksjonærens beste interesse.
- Kan føre til kortsiktige avgjørelser og handlinger, gjerne satt i sammenheng med ”kvarstalstyranniet” som selskapene blir utsatt for ved Oslo Børs.

Campbell og Wasley (1999) skriver i en artikkel at en aksjebasert insentivordning ikke garanterer at ledelsen agerer i aksjeeiernes interesser. Insentivprogrammets effektivitet er først og fremst avhengig av i hvor stor grad programmets avkastning er bundet til styrets verdiskapning og ikke utelukkende aksjekurs. Ifølge Osmundsen og Torgrimsen (2000) er resultatutviklingen i en bedrift ikke bare avhengig av lederens handlinger, men også av en rekke eksterne forhold, som makroøkonomisk utvikling, reguleringsendringer, endringer i etterspørselsmønster og konkurrentenes handlinger.

Selskapets styre og ledelse kan ta ubesluttsomme avgjørelser som er for deres personlige økonomis beste. Osmundsen og Torgrimsen (2000) sier: I fravær av egnede insentivmekanismer kan lederen i stedet velge å forfølge en privat agenda, og avkastning til eierne vil kunne oppfattes som en restriksjon snarere enn en målsetting.

De finske forskerne Kjellmann, Silberman og Pallas, kommer med 9 innvendinger til utstedelse av opsjonsprogrammer i sin bok "Opsjoner som belønning".

- Aksjekurser er ikke et godt mål for ledelsens prestasjoner.
- Analogien med risikoaversjon trenger ikke oppstå
- Skattegrunner
- Opsjoner kan i stedet for å forene lederne og eierne heller øke motsetning når det for eksempel gleder utdelingspolitikk.
- Opsjonsprogrammer kan skape negativ kritikk i mediebildet.
- Kostnader ved utstedelse av opsjonsprogrammer kan bli høye.
- Administrerende direktør vil ikke ha tilgang til realisasjon uten risiko for kritikk.
- Overdreven lukrativt opsjonsprogram kan ha motsatt effekt.
- Opsjonsprammet mangler nedsiderisiko.

Videre påpeker Kjellman et al (2003) fem argumenter i fordel for å utestede opsjonsprogrammer.

- Opsjonsprogrammer styrker forholdet mellom aksjeeiere og ledelsens interesser.
 - Ved å gi ledelsen et langsiktige opsjonsprogrammer vil den satse på fremtiden til selskapet på et høyere nivå enn uten opsjonsprogram.
- Ved opsjonsprogrammer vil ledelsen og styret ønske å forbli i selskapet.
 - Ved å gi ledelsen og styret opsjonsprogrammer vil den holde på kompetansedyktige nøkkelpersoner lengre i selskapet.
- Opsjonsprogrammer kan senke ledelsens grunnlønn og være et kostnadseffektivt tiltak på enkelte områder
- Et opsjonsprogram styrker den tilliten eierne har overfor ledelsen når det angår informasjon til markedet om endringer i selskapets interne og eksterne faktorer som for eksempel estimatanslag.
- Opsjonsbasert avlønning kan være mer kostnadseffektiv enn andre typer avlønningsprogrammer jamfør det som er nevnt ovenfor vedrørende aksjebasert avlønning.

Osmundsen og Torgrimsen (2000) argumenterer også til fordel for opsjonsprogrammer, men er mer forsiktige i sine argumentasjoner. Der Kjellman et al argumenterer direkte til fordel for tildeling, legger Osmundsen og Torgrimsen til grunn insentivteori og argumenterer for eventuelt gunstighet ved opsjonsprogrammer i henhold til denne.

2.7 Forskjellige selskapseksempler

I denne delen av oppgaven vil vi fortelle om noen forskjellige metoder for avlønning av styrene som noen utvalgte selskaper har brukt. Dette for å få et innblikk i noen få metoder, og grunnlaget for disse.

Yara International

Yara er et selskap som i sin tid ble fisjonert ut fra Hydro, da Hydro kvittet seg med kunstgjødselsproduksjonen sin. De har produksjon flere steder i landet, og har store deler av sitt marked internasjonalt. Produksjon av kunstgjødsel er en kraftkrevende prosess, og Yara er som sådan en stor forbruker av naturgass og elektrisitet.

På eiersiden domineres Yara av den Norske stat ved Nærings og handelsdepartementet, og Folketrygdfondet, som i 2005 satt på mer enn 40 % av aksjene. Denne dominansen fra staten gjør at Yara følger den norske anbefalingen for god eierstyring nokså slavisk, og har utarbeidet klare retningslinjer selv. Språket i den delen av årsrapporten som omhandler styret har flere likheter med teksten fra ”norsk anbefaling for god eierstyring”.

Generalforsamlingen fastsetter styrets godtgjørelse etter forslag fra valgkomiteen. Denne foreslår også en godtgjørelse som skal gjenspeile det arbeidet krever av ansvar, kompetanse og tidsbruk. Den skal være på et fast beløp, som ikke er på noen måte resultatavhengig eller knyttet opp mot opsjoner eller lignende.

I tillegg skal alle styremedlemmer og styreleder som er aksjonærvalgte være uavhengig av selskapet og selskapets eiere.

Styreleder avlønnes med 350 000 i 2005 mens styremedlemmene avlønnes med 200 000 hver. I motsetning til styret, har konsernsjefen opsjoner og insentivordinger knyttet til resultat, men dette blir litt på siden av det vi undersøker (Yara, årsrapport 2005).

Opera Software

Dette er et relativt nystartet selskap som lager en nettleser for forskjellige plattformer, alt fra Windows til mobiltelefoner.inntektsgrunnlaget for slike selskaper er varierende, og de jobber aktivt mot større produsenter av håndholdte terminaler for å få disse til å implementere nettleseren deres i nye produkter. De omsatte i 2005 for cirka 153 millioner og hadde et svakt positivt resultat. De

største eierne er gründerne selv, samt en del forskjellige internasjonale banker og fond.

I følge årsrapporten deres er det flere større internasjonale selskaper på eiersiden som har ”forskjellige syn på den norske anbefaling av eierstyring”. Derfor er det flere av styrets medlemmer som innehar aksjeopsjoner, og eierskap i selskapet. Likevel sier selskapet i sin årsrapport at halve selskapets styre skal være uavhengig av de større aksjonærene. I fremtiden vil antallet aksjeopsjoner og lignende instrumenter som insentiv for styret bli redusert, men selskapet vil ikke ekskludere bruken av slike instrumenter i fremtiden. Minst 44, 14 % av aksjonærene i selskapet er norske aksjonærer, enten institusjonelle eller privatpersoner (Aksjonærutskrift, 2004, Proff Forvalt).

Selskapet hadde i 2005 cirka en halv million i kostnader knyttet til opsjonsprogrammet for styret. Dette beløpet er regnet som en ”fair value” av opsjonsprogrammet i følge note 4 av regnskapet. I tillegg hadde de nærmere en million kroner knyttet til lønnskostnader til styret. De største opsjonspostene sitter gründerne og deres nærstående på, mens de eksterne styremedlemmene sitter på opsjoner som per dags dato ikke er like verdifulle. Den mest verdifulle opsjonsposten blant styrets medlemmer sitter gründerne av selskapet og deres nærstående på. Dette er det eldste opsjonsprogrammet som utløper om ikke lenge.

Ocean Rig

Dette er et såkalt riggselskap, som eier og driver oljerigger for ekstreme klimaforhold og dype farvann. Oslo Børs har notert flere slike selskaper, og Ocean Rig eier de to største riggene i sin nisje. På eiersiden var selskapet i 2004-2005 dominert av John Fredriksenselskapet Seadrill ASA, Sinvest og flere institusjonelle aktører. Siden har det vært en del endringer på eiersiden i selskapet, og det har kommet til en del flere aktører. I følge DN.no sin børstjeneste har selskapet en børsverdi på cirka 7,7 milliarder kroner og 180 millioner aksjer utestående.

Som et selskap i Fredriksen-sfæren er det et selskap som benytter opsjoner for sine styremedlemmer. Styreleder i selskapet heter Geir Aune og var avlønnet med i underkant av 400.000 dollar i løpet av 2005. Selskapet er ikke like åpen om hvem som har opsjoner, slik flere av de andre selskapene vi har undersøkt i løpet av oppgaven. Likevel skriver selskapet i sin årsrapport at 3 av styrets medlemmer mottok i 2004, 2.750.000 opsjoner med en strike på 28,565 per aksje. Videre leser vi at deres arbeidende styreleder, Geir Aune i tillegg til lønn i 2004 mottok 1.800.000 opsjoner på betingelser som de andres. Dette opsjonsprogrammet ga innehaverne en gevinst på over

300 millioner kroner ved innløsning. Aune sin andel av denne var på hele 115 millioner (DN, 30.12.05).

Altinex Oil

Selskapet er et resultat av fusjonen mellom Mercur Subsea products og selskapet Well technology. Denne fusjonen fant sted i 2000. I tiden etter fusjonen var Altinex et rent oljeserviceselskap som i løpet av de siste år har selskapet utviklet seg til å bli et selskap som primært leter etter og utvinner olje, med hovedfokus på deltakelse i norsk sektor. Andre virksomhetsområder innbefatter per i dag Exploration, Oil Service og Offshore Services, og Envirotech. Omsetning for 2005 endte på 43,5 millioner kroner, og et positivt resultat på nærmere 17 millioner, på grunn av føring av en utsatt skattefordel. Selskapet hadde cirka 40 ansatte i løpet av 2005.

Selskapet kan defineres som et relativt nystartet selskap, og er utvilsomt et av daghandlernes favorittselskaper. Som avlønning til styret benytter selskapet opsjoner, og fastlønn i kombinasjon. Styret ble på tampen av 2004 innvilget opsjoner i det samme opsjonsprogram som de ansatte, og disse opsjoner ble utøvd i 2006.

Selskapet mener at deres størrelse og livsfase betinger en større involvering fra styremedlemmene i driften, og derfor mener at det er fornuftig å gi disse opsjoner.

Ifølge regnskapsprinsippene IFRS 2 og det at disse opsjonene ble gitt så sent i 2004 ble disse kostnadsført i januar 2005 til en total kostnad på 472.500 kroner. Innløsningskursen på opsjonen var på 30 øre per aksje. Styrets opsjonsprogram besto av 5.250.000 aksjer, og hadde en løpetid frem til Januar 2006. I løpet av dette året doblet nesten aksjekursen seg, og programmet ga da en potensiell gevinst på 20 øre per aksje. Dette gir en gevinst på cirka 1 million kroner (Altinex oil, årsrapport, 2005).

Altinex sitt styre kom i klammeri med flere av sine aksjonærer i midten av 2006 ved innføring av et nytt opsjonsprogram (Harstad Tidende, 07.07.06). I løpet av 2006 mer enn doblet aksjekursen seg etter at turboinvestor Idar Vollvik og Øystein Stray Spetalen kjøpte seg opp i selskapet, og styret innførte et kjempestort opsjonsprogram for deres ansatte.

Styret ønsket da å gi seg selv et opsjonsprogram som ifølge Hegnar online var verdt 5 millioner

kroner, som to arbeidende styremedlemmer og styrelederen skulle nyte godt av. Når dette skjedde i fellesferien, til en pris som avvek med nesten 20 øre per aksje i forhold til en emisjon som selskapet gjennomførte bare noen uker tidligere. På den ekstraordinære generalforsamlingen sørget flere av selskapets små aksjonærer at opsjonsprogrammet ble begrenset i form av at innløsningskursen ble satt til 1,55 kroner og ikke 1,33 kroner per aksje (Hegnar.no, 18.07.06). Når dette programmet i tillegg skulle ha en løpetid frem mot 2010 er dette et program som potensielt kunne gi store gevinster for innehaverne. Spesielt sett i forhold til ambisjonen om å mer enn tredoble aksjekursen i løpet av 2007 opp mot 4 kroner per aksje (DN 17.07.06).

2.8 Oppsummering

I dette kapitlet tok vi for oss de mest vesentlige teorier som er knyttet til vår problemstilling. Først i oppgaven tok vi for oss definisjoner av hva en opsjon er, samtidig som vi avklarte begreper som ofte blir benyttet rundt opsjoner. Vi mener agentteori og Corporate Governance spiller en særlig sentral rolle og tok derfor disse temaene i større betraktning. Dessuten syntes vi det var viktig å belyse om hvilke typer honorering som oftest blir benyttet. Vi valgte å drøfte, og komme med eksempler på selskaper som benytter slike i praksis. Kapitlet bygger på rundt det å ha insentivordninger for å oppmuntre til verdiskapning. Dette vil vi definere som en rød tråd gjennom hele kapitlet.

3.0 METODE

Vi skal her redegjøre og argumentere for vårt valg av metode som passer en løsning av vår problemstillingen best. Det vil bli lagt opp til en beskrivelse og forklaring av hvert av metodevalgene vi benytter. Dette for å gi leserne en forståelse i vår tankegang og progresjon rettet mot en løsning og konklusjon. I avsnittene som følger vil vi definere metode og identifisere vårt utvalg, variabler og verdier. Vi vil tilslutt vurdere dataenes reliabilitet og validitet.

3.1 Problemformulering

Problemstillingen vi har valgt å ta for oss omhandler opsjonsprogrammer blant styremedlemmer og hvordan eventuelt disse påvirker aksjekursen i selskapet. Vi har først og fremst til hensikt å finne ut hvilke av selskapene som tilbyr opsjonsprogrammer til styremedlemmene. Deretter vil vi se om det finnes en sammenheng mellom opsjonstørrelse og kursutviklingen til de respektive selskapene. Hvilke andre verdier og variabler vi har tenkt å konsentrere oss blir drøftet i avsnitt som følger under.

3.2 Definisjon av metode

Johannessen, Kristoffersen og Tufte(2004) definerer metode som å følge en bestemt vei mot et mål. Samfunnsvitenskapelig metode er hvordan vi går fram for å hente inn informasjon om virkeligheten og hvordan vi analyserer for å finne ut hva denne informasjonen forteller oss.

Når det snakkes om vitenskapelige metoder skilles det mellom to typer tilnærming. Kvalitativ tilnærming og kvantitativ tilnærming. Det største skillet mellom en kvalitativ metode og en kvantitativ metode ligger i hvordan data registreres og analyseres. Mens kvalitative metoder opererer med tekst opererer kvantitative metoder med tall. Sagt på en annen måte forholder kvalitative metoder seg til datafortolkning av tekst, mens kvantitative metoder forholder seg til data i form av kategoriske fenomener og legger vekt på opptelling og utbredelse av fenomenene (Johannessen, Kristoffersen og Tufte, 2004).

Metode er mer enn bare undersøkelsesteknikker. Det er lære om å samle inn, organisere, bearbeide, analysere og tolke fakta på en så systematisk måte at andre kan etterprøve oss (Sigrid Almedal, forelesningsnotater, 2006).

3.3 Valg av metode

Etter vår problemstilling, *Hvor vanlig er bruk av aksjeopsjoner blant selskapsstyrene ved Oslo Børs, og har det innvirkning på aksjens avkastning?* Derfor er det fornuftig å se dette i forhold til samtlige børsnoterte selskaper på Oslo Børs, ettersom børsen i utgangspunktet er en relativt liten børs, men har et bredt utvalg av selskaper innefor forskjellige næringer og sektorer. Vi vil da også oppnå en sterkere validitet. Siden dette vil representere hele populasjonen, av selskaper på børsen som har opsjonsprogrammer til styremedlemmer, vil dette samtidig være vårt utvalg og nærmere form for generalisering er dermed ikke nødvendig.

Det foreligger informasjon vedrørende opsjonsprogrammer i selskapenes årsrapporter eller deres hjemmesider. Dette vil gi oss en stor og ustrukturert datamengde, og det mest representative vil være å undersøke dataene innenfor en kvantitativ metode.

Innenfor dette studiet og problemstilling vi har valgt vil det være mye informasjon rundt det å ha opsjonsprogrammer til styremedlemmene i selskapenes årsrapporter. Etter utgivelsen av den Norske anbefalingen av god eierstyring, innførte Oslo Børs et krav om at samtlige selskaper skulle i sin årsrapport redegjøre for hvilken politikk de fører innen eierstyring. Informasjon om selskapenes avlønning til styre finner vi da i årsrapporten. En kvantitativ undersøkelse vil basere seg på innhenting av informasjon av samtlige børsnoterte selskaper per 01.03.2007. Årsrapportene for 2005 vil bli benyttet som informasjonsgrunnlag for hvorvidt selskapene har opsjonsprogrammer knyttet til styrerepresentantene. Vi velger 2005 fordi regnskapene fra 2006 ikke er klare når vi jobber med denne oppgaven.

3.4 Datainnsamling

I en kvantitativ undersøkelse er det en mengde data eller informasjon som skal innhentes, for så å analyseres, føres som statistikk eller nye utvikles som nye teorier. Dette i form av bare primærdata, eller både primærdata og sekundærdata. Skillet mellom primær og sekundær går ved hvorvidt dataene er studert og forfattet tidligere (sekundær), til den dataen som er spesielt hentet inn for å ta for seg denne oppgaven (primær).

Før vi kommer så langt er det to vesentlige spørsmål som må stilles. Hvem skal vi undersøkes og hva skal undersøkes? Det, de eller hvem som undersøkes blir under kvantitative metoder kalt enheter. Hva som undersøkes blir kalt variabler og verdier.

3.4.1 Definere og identifisere populasjonen

Populasjonen er målgruppen for undersøkelsen. Ifølge Grønmo er en populasjonen en samling av alle enheter som et forskningsspørsmål gjelder for (Grønmo, 2004). Hvis populasjonen er av så betydelig størrelse at det umuliggjør seg å undersøke hele populasjonen er det mulig å undersøke et representativt utvalg av populasjonen.

Problemstillingen vår er direkte rettet mot selskaper på Oslo Børs. Enhetene i vår undersøkelse vil være nettopp samtlige selskaper som var børsnotert på Oslo Børs i 2005. Det er et utvalg av 219 selskaper. Dette vil representere vår populasjon. Siden hele populasjonen består av såpass få antall enheter synes vi det er mulig og hensiktsmessig å undersøke hele populasjonen for oppnåelse av best mulig resultat. Det er da ikke nødvendig å trekke ut et representativt utvalg. Vi kan videre si at informasjonen rundt styremedlemmers opsjonsprogrammer er meget konkret i selskapenes årsrapporter og hjemmesider i de fleste tilfellene. I noen andre tilfeller er slik informasjon sparsommelig, og i andre tilfeller skjult.

3.4.2 Primærdata

Primærdataene er dataene vi selv samler inn og som skal brukes direkte i analysen knyttet til vår problemstilling.

Vi valgte å bruke årsrapportene som hovedressurs for innsamling av primærdataene. Disse er tilgjengelig på hjemmesidene til samtlige av selskapene som er notert på børsen. Enkelte av selskapene hadde dog nokså informasjonsfattige årsrapporter, og for disse selskapene måtte vi kontakte direkte, som oftest per e-post, for å få fatt på den informasjon vi trengte. Vi har også valgt å bruke informasjonen som er tilgjengelig på Oslo Børs hjemmesider til enkelte variabler vi har tenkt å se nærmere på i analysen. Mange selskaper har en egen seksjon på deres hjemmesider for selskapets politikk på eierstyring.

3.4.3 Sekundærdata

Sekundærdataene er definert som annenhåndsdata som er tilgjengelig fra et tidligere tidspunkt, og som er ment å dekke andre formål (Johannessen et al, 2004). Våre sekundærdata består av litteraturkilder, i form av bøker og artikler som har vært trykt i tidsskrifter og aviser, vedrørende opsjonsordninger, opsjonsprising, agentteorier, resultatbasert avlønning til ledere og

styremedlemmer. Dette er noe vi finner tilgjengelig på høgskolens bibliotek og i deres elektroniske arkiv. Vi har også benyttet veiledere og deres anbefaling av pensum rundt dette tema.

Formålet med sekundærdataene er å få bedre innsikt i andre forfatteres synsvinkel og konklusjoner som vedrører opsjonsprogrammer. Dette vil også gi oss en større kunnskap og vi kan bruke dataene til fordel når vi gjennomgår og analyserer vår statistikk. Denne type data vil først og fremst bli brukt i beskrivelser og redegjørelser rundt opsjoner og teorier, men vil også bidra til eventuelt styrking av gyldighet i forhold til analyser gjort av primærdataene.

3.5 Validitet

En vanlig definisjon av validitet innenfor kvantitative undersøkelser er spørsmålet ”Måler vi det vi tror vi måler” også betegnet som begrepsvaliditet (Johannessen et al 2004). Begrepsvaliditeten i vår oppgaven vil vi definere som god. Begrepsvaliditet er ifølge Johannessen et al (2004) relasjonen mellom det generelle fenomenet som skal undersøkes, og de konkrete dataene. Slik som i vårt tilfelle der vi samler inn data fra selskapenes årsrapporter og der selskapene er pliktige til å redegjøre for opsjonspolitikken deres. Er det, med mindre selskapene opptrer med uriktig informasjon, grunnlag for å si at denne typen data er tilnærmet 100% gyldig.

Validiteten på andre variabler vi har tenkt å benytte oss av slik som kursutvikling, omsetningsvekst og sektor er det også relativt god validitet på. Omsetningsveksten er på sin side den variabelen vi definerer som minst gyldig. Dette på grunn av den vage informasjonen som er tilgjengelig, og usikkerheten på hvilket mål som er mest representativt for kursutviklingen i selskapet.

3.6 Reliabilitet

Reliabilitet er en betegnelse på kvaliteten av analyseresultatet og er knyttet til undersøkelsens data: hvilke data som brukes, måten de samles inn på og hvordan de bearbeides (Johannessen et al 2004). En god måte å fastsette reliabiliteten på er å foreta en test-retest-reliabilitet som går ut på å utføre samme undersøkelse i samme gruppe på to forskjellige tidspunkter. Kommer en fram til samme resultat i begge undersøkelsene er dette med på å styrke reliabiliteten på undersøkelsen. Inter-rater-reliabilitet er en annen form for reliabilitetstesting som går ut på at flere forskere undersøker samme fenomen og reliabiliteten styrkes hvis de kommer fram til samme resultat.

Som nevnt tidligere har vi benyttet relativt konkret informasjon som finnes i årsrapportene og på

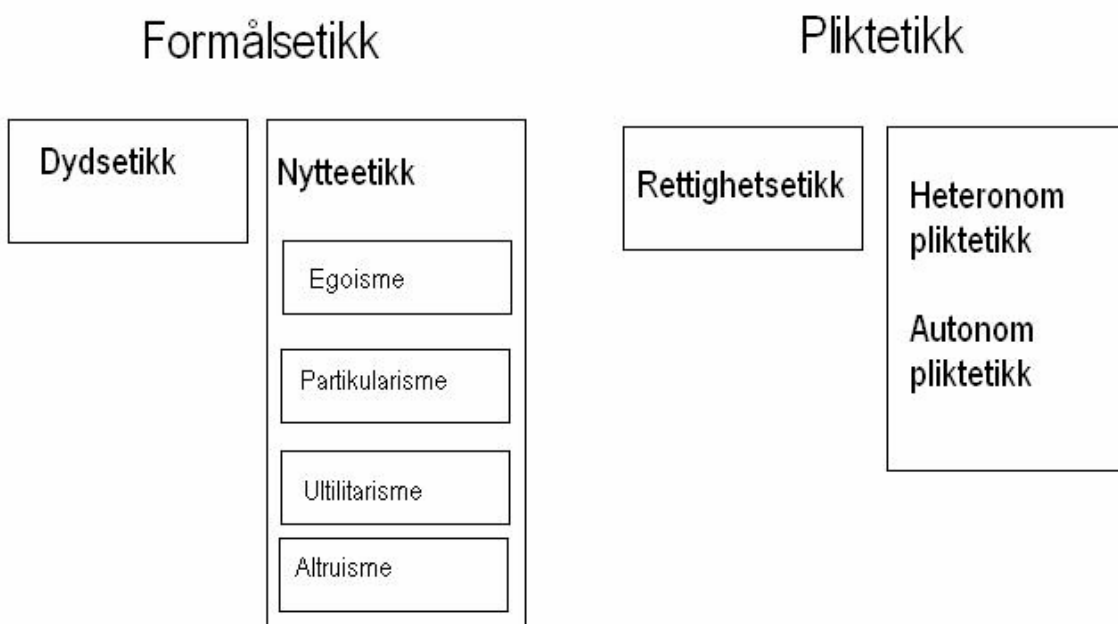
selskapenes hjemmesider. Disse informasjonskildene er hovedsakelig brukt til undersøkelser rundt opsjonsordningene til selskapene. Analyseresultater som er direkte knyttet til denne variabelen vil vi definere med god reliabilitet. Det eneste som kommer litt vagt fram i årsrapportene er eventuelle størrelser på disse ordningene. Siden dette er en variabel som var meget vanskelig å finne fram til valgte vi å ikke bruke den i analyse, men heller bare fastslå om selskapene hadde opsjonsordninger eller ikke. Variabelen som ”kursvekst”, og andre variabler som informasjonen er hentet fra Oslo Børs hjemmesider, kan man også med temmelig god sikkerhet konkludere med som riktig.

For at vi skulle få best mulig utfall av undersøkelsene av årsrapporter og hjemmesider besluttet vi at vi begge skulle foreta undersøkelser av samtlige av årsrapportene. Deretter skulle vi sammenligne resultatene for så å se nærmere på tilfeller der det hadde framkommet avvik. Dette ble gjort for å øke påliteligheten og gyldigheten samt at vi fikk god kvalitetssikring og indikasjon på riktigheten. Data som er funnet på et annet grunnlag enn årsrapportene, hovedsakelig data fra Oslo Børs, er så vel også data som har blitt kontrollert, men ikke i et like betydelig omfang. Dette er på grunn av at informasjonen her er mer konkret og lett å finne fram til.

4.0 ETIKK

Den etiske problemstillingen vi har valgt å knytte oppgaven til er følgende: *Hvilke muligheter for misbruk støter man på når man benytter opsjoner i styret?* Kapitlet er først lagt opp med en teoridel vedrørende etikk og moral. I delene som følger drøfter vi relevante funn i forhold til problemstillingen.

4.1 Etikk og moral. Teorier og Eksempler



Figur 4.1 Oversikt over forskjellige former for etikk

Etiske teorier

Mange av oss er av den oppfatning at etikk som oftest hører sammen med loven. Følger man loven til punkt og prikke opptrer man også etisk forsvarlig. Dette kan med første tankegang høres ganske fornuftig ut, for man skal verken stjele, drepe eller på noen andre måter bryte loven. Men på den annen side så er nok de fleste enige i at det kan være etisk rett å bryte loven i situasjoner hvor eget og, eller andres liv står i fare hvis det viser seg at et lovbrudd vil hindre et tragisk utfall.

I følge Bror Petter Gulden (2003) har de fleste en intuitiv oppfatning av hva som menes med ”etikk” og ”moral”, men mange vil ha problemer med å gi klare presise definisjoner av begrepene og i dagligtalen anvendes ordene med forskjellige betydninger og ofte om hver andre. Så hvor går skillet mellom etikk og moral? Ut ifra forskjellige etiske teorier er det et relativt stort skille mellom

de forskjellige etiske perspektivene.

Normative etiske teorier, som er tilnærmet lik samfunnsmoral, kan sees ut ifra et formålsetisk perspektiv og et pliktetisk perspektiv. Formålsetikk, som kan tolkes som teologisk etikk, tuftet på religionen, har to respektive underkategorier: Dydsetikk og forskjellige kategorier av nytteetikk. Egoistisk, partikularistisk, utilitaristisk og altruistisk. Hvorav egoistisk nytteetikk vil være å begå handlinger som maksimerer ens egen nytte og setter ens egne behov framfor andres eller fellesskapets behov. Partikularisme er å øke nytten til en bestemt gruppe. Det vanlige vil være en selv og familien, kollegaer, kunder eller klienter. En utilitarist vil handle etter å øke menneskehetens nytte og kan la det gå på bekostning av ens egen og enkelte individers nytte. Mens en altruist, menneskevenn, vil alltid bedrive handlinger rettet mot andres og felles nyttemaksimering (Gulden, 2003)

Den andre normative etikkteorien kalles pliktetikk eller deontologisk etikk som kan sees ut ifra rettighetsetikk, heteronom pliktetikk og autonom pliktetikk. Som tittelen på teorien lyder er etikkhandlingen tuftet på plikter. Enten plikten er definert av en selv, altså vedkommende som står overfor et etisk dilemma, autonom pliktetikk, eller heteronom pliktetikk hvor det er en annen enn en selv som har definert etikken. Typiske vil være en Gud eller en form for lov. Rettighetsetikk er en plikt som går ut på å handle på en måte som ivaretar andres plikter (Gulden, 2003)

Moral

Etikk er kanskje det de fleste forbinner med det som egentlig er moral. Eller sagt på en enklere måte: folk tar moral for å være etikk. Mange vil mene det er uetisk av et selskap å bokføre inntekter basert på fiktive kontrakter og uetisk av revisor å ikke melde fra om mislighetene når den oppdager det. Men i følge etiske teorier kan det tolkes som om begge partene begikk etiske handlinger, bare man velger å se det ut fra riktig perspektiv. Moral derimot er noe samfunnet mener er rett og galt. I dette eksemplet her har både selskapet som begikk regnskapsmanipuleringen og revisor opptrådt moralsk forkastelig (Gulden, 2003).

4.2 Etiske aspekter rundt vedrørende strikeverdien

En kjøpsopsjon er definert som en rett men ikke plikt til å kjøpe en aksje til en gitt pris i fremtiden. Denne gitte prisen eller innløsningskursen, som også er mye referert som "strike" av det engelske

ordet "strike-price" som betyr innløsningskurs, må være under markedspris på aksjen ved innløsningsdato for at opsjonen skal være verdifull. Er markedsprisen lavere enn innløsningskurs vil det være fornuftig å ikke utøve opsjonen, men heller kjøpe aksjene billigere i markedet. Strikekursen spiller derfor en vesentlig rolle i diskusjonene rundt opsjonsprogrammer til daglig ledere og styreledere, hvor strikekursen er et sentralt element for størrelsen på gevinsten i disse programmene er.

I de selskaper der opsjonsprogrammer er praktisert varierer innløsningskurs og programstørrelsen fra selskap til selskap. Opsjonsprogrammene skal være utarbeidet i samtykke med generalforsamlingen og er derfor av eierens interesse. Men selv om dette er sagt er det fortsatt en del etiske aspekter rundt fastsettelse av innløsningskurs, programstørrelser og minoritetsaksjonærens interesser samt endring av aksjonærverdi ved utøvelse av opsjonene. De etiske aspektene rundt disse forholdene vil bli forklart og drøftet i avsnittene som følger.

4.2.1 Innløsningskurs

Innløsningskursen er, som nevnt ovenfor, den kursen som styret setter for innløsningene på opsjonene som er tildelt enten styret eller ledelsen. I enkelte tilfeller er denne innløsningskursen satt på et slikt nivå at det skapes reaksjoner blant folk flest vedrørende ledernes lukrative gevinster. Et tilfelle det har vært mye oppmerksomhet rundt er det lukrative opsjonsprogrammet til styret i Global Geo Service, GGS.

GGSs styreleder eide per 2005 560.000 opsjoner. Det man frykter ved så omfattende størrelser er at det kan bli så store gevinster av opsjonene at opsjonsavtalene omtaler som "megagrants" som for så vidt er mer vanlig i USA enn her hjemme. Dette er verdier som på ingen måte gjenspeiler det ansvaret, risikoen og tidsbruket som er relevant for styremedlemmene i de selskapene som dette er tilfellet i. Verdiene utgjør betydelige kostnader for selskapet. Så i stedet for å være en pådriver for å få aksjekursen opp kan det i verste fall paradoksalt nok få aksjekursen til å gå andre veien i ett ellers godt marked.

Etikken setter også grenser hvor det i disse tilfellene kan medføre at styremedlemmene oppnår en betydelig eierposisjon i selskapene og deres uavhengighet overfor selskapet ikke er i nærheten å holde de krav som er anbefalt. Også samfunnsmessig er dette etisk forkastelige hvor lederne overgår alt som kan kalles normalt lønnsnivå.

Norske aviser kunne i januar 2007 skrive at den norske Professoren ved University of Iowa, Erik Lie, hadde avslørt omfattende opsjonsjuks i minst 140 amerikanske selskaper. I følge E24 Næringsliv, har jukset bestått i at opsjonene er blitt tilbakedatert til en dag da aksjekursen var lav, slik at opsjonsgevinsten blir høy. Avsløringene inkluderte blant annet selskapet Apple hvor Steve Jobs ble nødt til å komme med en offentlig beklagelse angående opsjonspraksisen (E24, 11.01.07). Skandaleomfanget ligger i urettferdigheten mot eierne og selskapet. Opsjonsavtaler blir gjerne vedtatt av styret. Disse avtalene bør harmonere med hva eierne, også kjent som generalforsamlingen, setter som krav. Det vil si en opsjonsavtale som ikke skader bedriftens resultater og rykte på lang sikt. Å gi styremedlemmer og ansatte opsjonsavtaler til en gitt dato til markedspris er en grei og ortodoks måte som de fleste eiere vil kunne godta. Da vil insentivene for å øke verdiene i selskapet være knyttet til den dagen opsjonene ble gitt til opsjonshaverne.

Dette er en praksis mange velger å benytte. Derfor blir reaksjonene store når det viser seg at selskapene har tilbakedatert avtaler til datoer der aksjekursen var på et lavt nivå og ikke den datoen de faktisk ble utdelt. Det kan sees ut ifra et egoistisk perspektiv ifølge etiske teorier. Det blir uetisk overfor eierne av selskapet hvor styret og ledelse handler for å øke sine egne interesser ”ovenfor” eiernes. Dette kan igjen betegnes som umoralsk siden samfunnet er av den oppfating at det er av uetisk natur å tilbakedatere avtaler hvor det kommer klart fram av avtalen når og hvor tilfellene skal inntreffe. Hvis dette er et selskap som er meget volatil vil det også kunne skapes reaksjoner vedrørende at opsjonsavtalene kan bli unaturlig lukrativ og selskapets ledelse får i overkant mye lønn enn det har vært insentiver for.

Når det ble kjent at styret i Altinex kunne få tildelt opsjoner verdt fem millioner ble det med en gang satt i gang tiltak av aksjonærene for å redusere disse verdiene. En aksjonær mente styret ikke fortjente opsjoner hvis de ikke får opp kursen på aksjen. Under en ekstraordinær generalforsamling ble det vedtatt at tegningskursen skulle bli 1,55 per opsjon og ikke gjennomsnittlig markedsverdi de siste 5 virkedagene. Aksjekursen lå på dette tidspunktet mellom 1,20 og 1,30.

4.3 Opticom, etikk, opsjoner og utvanning

Opticom som selskap ble stiftet sent på nittitallet, notert på børsen i 1997, og var en av de heftigste it-aksjene på Oslo Børs i tiden rundt IT-boblen i 2000. Selskapet var stiftet av datamannen Hans

Gude Gudesen, og drev opprinnelig med utvikling av databrikker og lagringsteknologi til datamaskiner. I 1999 skrev selskapet en avtale med giganten Intel, og aksjekursen fløy himmelhøyt. På toppen, den 8. februar, 2000 ble aksjen omsatt for 2.380 kroner, før den raste nedover for i 2002 å bli omsatt for 428 kroner. Aksjen var børsen mest volatile aksje, og derfor en selvskreven godbit for alle daghandlerne (Økonomisk Rapport, 18.04.06). Selskapene Fast Search and Transfer og Thin Film electronics er begge avleggere av Opticom, og historien ville det jo slik at Opticom tilslutt ble kjøpt opp av Fast.

Bakgrunnen for denne delen av oppgaven er at selskapets hovedeiere flere ganger har benyttet opsjoner i form av tegningsretter for å beholde kontroll over selskapet. På mange måter er dette en form for misbruk av opsjonen som en klassisk uetisk handlemåte. Derfor ønsker vi å belyse dette aspektet grundig.

I november, 2004 startet maktkampen om Opticom da hovedeierens bankforbindelse tvangssolgte en større aksjepost i selskapet. Selgerne var Robert Keith og Thomas Fussel, som inntil da hadde hatt kontroll over selskapet. Som storeiere satt de selvsagt i selskapets styre, og brøt på den måten med NUES som kom senere.

Når den store aksjeposten kom på markedet, kastet flere aktører seg over denne, deriblant Orkla, hotelleier Petter Stordalen, og investor Øystein Stray Spetalen. Dette gjorde de for å forsøke å overta kontrollen i selskapet fra Fussel og Keith som de mente hadde benyttet selskapet som sine egne lommebøker over flere år, samt det faktum at Opticom satt på 30 % av aksjene i søkemotorselskapet Fast Search and Transfer. Verdien på denne aksjeposten var på dette tidspunktet større en selskapsverdi på Opticom, derfor følte vel disse aktørene at de kunne oppnå en ekstra gevinst ved å forsøke å overta kontrollen i Opticom (DN 07.01.06).

Dette førte til en voldsom handel i aksjen fra 8. november og frem til tidlig desember, da de nye eierne krevde en ekstraordinær generalforsamling. Under denne, den 7. desember ble Keith og Fussel kastet ut av styret, og en granskingskommisjon ble nedsatt.

Etter dette, utøvde duoen, delvis selv, delvis ved hjelp av en amerikansk venn opsjoner på nytegnede aksjer i selskapet og på den måten utvannet de opprørerne. Ved hjelp av sine posisjoner i styret tilegnet de seg og sine nærstående tegningsretter på aksjer i selskapet til spotpris. Den 11. november gjennomførte Opticom en emisjon rettet mot deres nære venn Eric K. Simpson til en kurs

som var 10 kroner per aksje lavere enn det markedet var villige til å betale. Denne emisjonen utvannet de såkalte opprørerne kraftig (Hegnar Online, 11.11.04).

En kort stund etter denne emisjonen ble det kjent at Fast Search and Transfer kjøpte 10 % av selskapet Opticom, etter at Fussel som satt i Fasts styre den gang hadde utnyttet sin innflytelse der. Etter denne emisjonen og aksjekjøpet, gikk luften ut av maktkampen om aksjeposten i Fast, og en stund senere kom Fast Search and Transfer med et tilbud om å kjøpe hele Opticom. I februar 2006 ble aksjen slettet fra børsen.

Opticom var tidligere i større grad kritisert for sin bruk av opsjoner. Blant deres styremedlemmer var det ofte benyttet, og selskapet ble sågar kraftig kritisert for å reprise opsjonene etter Keith og Fussels forgodtbefinnende. På et tidspunkt, dette var etter at børsboblen hadde sprukket, bestemte styret at man skulle prise om opsjonene fra en strike på 300 kroner til 49 kroner. Peter Warren omtalte dette, og det resterende opsjonsprogrammet i Opticom som et ran av de øvrige aksjonærene og en utvanning av deres verdier. Dette var en misnøye som ble ytret i god tid før aksjonæropprøret i selskapet, og en sterk hentydning fra en av landets ledende forvaltere om at selskapet i praksis bare var gründernes egen lommebok (Hegnar Online 23.04.04).

Opticom fremstår i ettertid som manifestasjonen på hvordan man ikke agerer som aksjeeier eller styremedlem, og klargjorde behovet for retningslinjer for god eierstyring i Norge.

Bakgrunnen for påstanden er følgende: Styret ved Keith og Fussel foreslo en opsjonsordning i 2004 på totalt 811.000 tegningsretter som skulle gies til de ansatte, generalforsamlingen ved majoritetseierne Keith, Fussel og deres allierte innvilget denne ordningen, og til sist, Keith og Fussel som ansatte i selskapet mottok 800.000 av disse totalt 811.000 opsjonene (DN, 19.11.05). Her sitter man på alle stolene rundt det samme bordet, og båndene mellom styret og generalforsamlingen er altfor tette.

4.4 Oppsummering

Etikkapitlet tar sikte på å belyse den etiske problematikken som kan forekomme ved bruk av opsjonsordninger. Relevante temaer som strike-pris, tilbakedatering, og utvanning blir drøftet i forhold til vår problemstilling. Det forekommer også en teoridel i begynnelsen av kapitlet. Dette er for å definere nærmere hva etikk og moral er. Konklusjonen av problemstillingen blir presentert sammen med den øvrige konklusjon på oppgaven i kapitel 7.0 Avslutning.

5.0 VÅRE FUNN

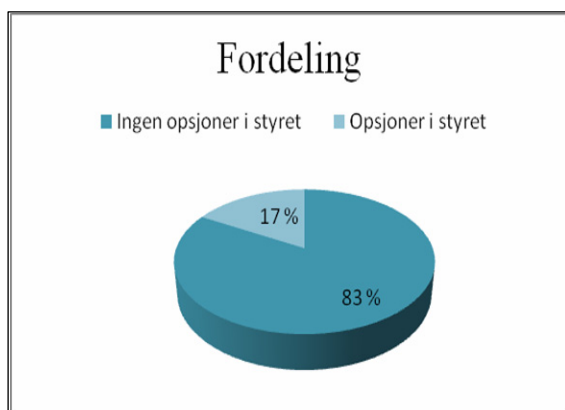
I dette kapitlet belyses våre funn ut ifra den datainnsamlingen som er gjort av årsrapportene til selskapene. Kapitlet består av to deler, hvor den første presenterer de generelle funnene, mens den går mer konkret inn i de funnene som presenterer i første del.

5.1 Opsjonsfunn

I arbeidet med oppgaven har vi gjort flere oppdagelser. Vi skal ikke påberope oss at vi har oppfunnet kruttet eller hjulet på ny, men vi synes vi ser sammenhenger som vi finner spennende

Ved utgangen av året 2005 var det totalt 219 selskaper som var notert på Oslo Børs. Enkelte av disse selskapene ble først notert dette året, mens andre har blitt tatt av børs i etterkant. Vi valgte å bruke hovedlisten per 01.01.2007 og skille ut de selskapene som er notert etter 2005, pluss tilføye de selskapene vi med sikkerhet kan si var notert i 2005. Av de 219 selskapene var det 37 selskaper

som benyttet opsjonsprogrammer til styremedlemmer, det vil si ca. 17 % av selskapene.



Figur 5.1 Andeler av selskaper med og uten opsjoner

Det vi også fant ut var at det kunne være relativt store variasjoner mellom de forskjellige opsjonsprogrammene som ble anvendt. Vi kunne eksempelvis se at enkelte selskaper, slik som Ocean Rig, Global Geo Service og Fast Search and Transfer opererte med opsjonsprogrammer som var mange ganger større enn opsjonsprogrammene til Nordic Semiconductor, Exense og Firm. Det kom også fram at selskaper av utenlandsk opprinnelse ofte lå over opsjonsstørrelsesnivået til de norske selskapene, og det ga oss en bekreftelse at dette som fenomen ikke er så veldig utbredt i Norge.

I vårt arbeid med å finne den teoretiske bakgrunn for oppgaven, ser vi at anbefalingen i NUES og store deler av den internasjonale forskning gjort på temaet ikke sammenfaller på mange punkter.

Dette gjelder da særlig punktene om resultatbaserte insentivprogrammer. Det virker som et litt unyansert syn som fremkommer i anbefalingen, og man ser jo at også den løsning som anbefalingen fremsetter, også har sine ulemper i forhold til eierne av et gitt selskap.

Som Brian Hall skriver er det ikke bare nok å ha et opsjonsprogram, men at man må ha det rette programmet. Med det mener man jo at man kan utforme programmet på en slik måte at man begrenser nærsyntheten som et kortvarig opsjonsprogram kan gi. Vi mener jo at aksjekursen er den ultimate form for mål på fremtidig selskapsverdi da mye av de fremtidige kontantstrømmer er målt i aksjekursen. Derfor mener Hall at selskaper som vil oppfordre til mer langsiktighet og fremsynt perspektiv heller burde øke løpetiden på opsjonen. Dette er et paradoks, for øker man løpetiden på opsjonen, øker man også implisitt den realiserbare gevinsten på opsjonen.

5.2 Opsjonsstørrelser

Vi har her satt opp størrelsen på opsjonsprogrammene til de fleste selskapene på børsen som i 2005 benyttet opsjoner til sine styrever. Det er ifølge IFRS II pålagt selskapene å kostnadsføre opsjonsprogrammet til såkalt virkelig verdi eller "fair value" som en lønnskostnad. Denne verdien er ikke nødvendigvis den verdien som opsjonsprogrammet er verdt for innehaveren, gevinsten kan ofte være flerfoldig av denne oppgitte verdi og den er som regel vesentlig lavere enn "virkelig" verdi. Vi bruker denne ettersom den er likt beregnet for alle aktører, og derfor en pekepinne på størrelsen av programmet. Det er ikke samtlige selskaper som har innført IFRS II, eller av andre grunner har utelatt informasjon om størrelsene på opsjonsprogrammene i sin helhet. Disse selskapene er utelatt fra denne tabellen for enkelthets skyld.

De fleste selskapene i undersøkelsen har utregnet denne posten som en samlet post med både de ansatte og styret. En del selskaper har heller ikke innført IFRS II, eller har samlet disse kostnader sammen med generelle lønnskostnader. Disse er utelatt fra tabellen. Når det i kolonnen "Virkelig verdi opsjoner for styret" står verdien 0, betyr ikke det at selskapets opsjonsprogram for styret ikke er belastet regnskapet. Det betyr mer at den informasjonen er bakt inn i totalsummen for selskapets totale opsjonsprogram, og å skulle fremskaffe slik informasjon ville vært svært tidkrevende og lite fordelaktig.

Ticker	Selskapsnavn	Virkelig verdi alle opsjoner	Virkelig verdi opsjoner for styret
ALX	Altinex Oil	kr 1 614 000,00	kr 472 500,00
AGI	Artumas	kr 2 153 190,00	kr 0,00
ASD	Axis-shield	kr 3 092 786,00	kr 0,00
APP	Apptix	kr 5 381 000,00	kr 0,00
BIRD	Birdstep	kr 3 240 000,00	kr 0,00
CRU	Crew Gold Corp.	kr 2 099 342,00	kr 0,00
DNO	Det Norske Oljeselskap	kr 5 700 000,00	kr 5 700 000,00
DIAG	Diagenic	kr 6 034 396,00	kr 6 034 396,00
EDRILL	Eastern Drilling	kr 1 931 910,00	kr 0,00
FAST	Fast Search and Transfer	kr 36 133 156,00	kr 0,00
GGS	Global Geo Services	kr 1 104 000,00	kr 0,00
ITE	Itegra	kr 4 604 000,00	kr 1 208 610,00
MAMUT	Mamut	kr 3 517 000,00	kr 0,00
NTL	Natural	kr 189 000,00	kr 0,00
NOD	Nordic Semiconductor	kr 3 068 000,00	kr 0,00
NORMAN	Norman	kr 490 000,00	kr 0,00
OCR	Ocean Rig	kr 22 281 362,00	kr 0,00
ODIM	ODIM	kr 1 152 000,00	kr 0,00
OPERA	Opera Software	kr 5 330 000,00	kr 427 000,00
QEC	Questerre Energy Corp.	kr 700 000,00	kr 0,00
RCL	Royal Caribbean Cruises	kr 62 671 160,00	kr 0,00
SEVAN	Sevan Marine	kr 6 779 000,00	kr 0,00
SUO	Superoffice	kr 591 369,00	kr 0,00
TAT	Tandberg Televisjon	kr 12 100 000,00	kr 0,00
TAA	Tandberg ASA	kr 20 141 630,00	kr 0,00
TCO	Telecomputing	kr 731 000,00	kr 0,00
TGS	TGS-NOPEC	kr 12 892 279,00	kr 1 394 415,00

Tabell 5.1 Opsjonsstørrelser

Noen av selskapene har USD som sin regnskapsmessige valuta, og vi har da regnet om denne til NOK ved hjelp av historisk gjennomsnittlig valutakurs i 2005. Denne har vi hentet fra DNB NOR Markets sin hjemmeside.

Det vi finner da er at gjennomsnittlig regnskapsført størrelse på selskaper som har opsjonsprogrammer blant sine styrever er omlag 8,5 millioner kroner. Det er flere selskaper som i så måte skiller seg ut, Natural sitt program har en verdi på bare 189.000,-, mens Royal Caribbean Cruise Lines sitt opsjonsprogram utgjør en regnskapspost på 36 millioner kroner. Det er nærliggende da å se på størrelsen på selskapene i så måte. Natural har om lag 40 ansatte i følge proff.no mens Royal Caribbean Cruise Lines som verdens nest største cruiseselskap ikke engang kan drive én båt med bare 40 ansatte.

Det er noen punkter vi ønsker å trekke frem i forhold til denne tabellen som vi mener bør belyses. Opsjonsprogrammene til DNO ASA, Ocean Rig, Diagenic, FAST. Disse er interessante da de treffer ganske rett på vår problemstilling.

Først DNO, selskapet innførte i 2005 et opsjonsprogram for deres styre, som besto av Berge Gerdt Larsen og hans medarbeidere. Berge G. Larsen er nest største aksjonær i DNO, men var før 2005 den desiderte største aksjonær. Opsjonsprogrammet tilgodeså utelukkende styret i denne omgang, og selskapet innførte et opsjonsprogram som i følge black-scholesmodellen hadde en verdi på 5.700.000 kroner (Selskapets årsrapport, 2005). Dette er et eksempel på et opsjonsprogram som tilgodeser personer som sitter på flere plasser rundt bordet og mangler uavhengighet på grunn av at de sitter med flere roller. I tillegg har DNO blitt kritisert for å mulig hausse aksjekursen ved hjelp av hyppige børsmeldinger fra både selskapet og innsidernes egne selskaper (DN, 12.01.06). Når selskapets største aksjonær og styreleder i tillegg i 2003 ble kraftig kritisert av flere av selskapets aksjonærer for å utvanne disse ved å ikke likebehandle alle aksjonærene ved emisjoner får vi en følelse av at selskapets opsjonsprogram kan betegnes som rene gaver til innehaverne (DN, 21.06.07).

Ocean Rig sitt opsjonsprogram tilgodeså selskapets styreleder Geir Aune med vel 1,8 millioner opsjoner i selskapet. Dette opsjonsprogrammet hadde en black-scholesverdi på 22 millioner kroner når det ble innført. 4. Januar 2006 ble programmet innløst, og styreleder Aune stakk av med en opsjonsgevinst på hele 115 millioner kroner (DN, 30.12.05). Den totale opsjonsgevinsten på dette programmet var i overkant av 350 millioner.

Denne opsjonsgevinsten viser tydelig hvor vanskelig det er å verdsette den sanne verdien av opsjoner og å finne et sammenligningsgrunnlag for utvalget. I tillegg bekrefter den påstanden til J.G. Pedersen i den statlige utredningen om lederlønn, at opsjonene ofte virker billigere enn de faktisk er.

Diagenic er et relativt lite selskap innen helsesektoren på Oslo børs som utvikler diagnoseverktøyer for brystkreft og Alzheimers sykdom. Kjennetegnene er at det er relativt nyoppstartet, har lave eller ingen driftsinntekter og driver med utviklingsarbeid. Antall ansatte er 10, og er dermed et av de minste selskaper notert ved Oslo Børs. I tillegg er dette en type selskap som ofte kan stige

flerfoldige prosent på bare en dag, på bakgrunn av testresultater eller tillatelser fra amerikanske legemiddeltilsyn. Deres styre ble i 2005 innvilget et opsjonsprogram som hadde en virkelig verdi på cirka 6 millioner kroner, som hadde en innløsningskurs på 8 kroner per aksje med innløsningsfrist 1. mai dette år. Ettersom aksjekursen i tiden fra toppen i 2005 på rundt 15 kroner aksjen, og har ligget rundt 7 kroner de siste måneder er disse opsjonene verdiløse for innehaverne.

Hovedaksjonærene i Fast Search and Transfer heter Robert Keith og Thomas Fussel. I 2005 var de både aksjonærer, ansatt og styreleder i bedriften som utvikler søkeverktøy for større bedrifter. Dette er et svært godt eksempel igjen på hvorfor man ikke skal benytte opsjoner til styrer, og hvor viktig det er å ha uavhengige styrer. Opsjonsprogrammet hadde en bokført verdi på 36 millioner kroner som ble fordelt mellom gründer John Lervik, Robert Keith og Thomas Fussel. I følge Dagensit.no var urealisert gevinst på dette opsjonsprogrammet 10 ganger større enn virkelig verdi, nærmere 365 millioner, som i all hovedsak gikk til 2 store aksjonærer.

Vi kan konkludere med at verdien som selskapene bokfører som kostnad for opsjonsprogrammet bare utgjør en liten del av den sanne og virkelige gevinsten av opsjonen. Gevinsten på en opsjon er som regel, og spesielt i en slik kraftig oppgangskonjunktur som nå, flerfoldige ganger det som bokføres.

6.0 ANALYSE AV DATAMATERIALE

Vi har valgt å se utvalgets kursutvikling gjennom grafer som representere samlet avkastningen til samtlige av selskapene som har opsjoner i styret. Ved å sammenligne denne grafen med en markedsrepresentativ graf vil vi få en god forståelse av hvordan selskapene med opsjoner utvikler seg i forhold til markedet generelt. Når vi benytter begrepet ”utvalg” i denne delen av oppgaven, mener vi det utvalg av selskaper med opsjoner blant styrene sine.

6.1 Oppbygging av graf

Oppbyggingen av grafen er gjort med tanke på at vi plasserer 100 kroner fordelt på samtlige av selskapene i utvalget. Denne har vi valgt å kalle for portefølje. Ved årets start 2005 var 30 av de 37 selskapene i utvalget notert på børsen. Det vil si at vi tildelte hvert selskap 3,33 kroner hver ($3,33 \times 30 = 100$). Videre fulgte hvert selskap den prosentvise avkastning dette selskapet hadde på børsen, for hver dag som gikk. Prosentvis avkastning fant vi gjennom å laste ned samtlige sluttkurser, fra Oslo Børs hjemmeside, til samtlige av aksjene i vårt utvalg for så å foreta en prosentberegning av sluttkurser fra en dag til den neste.

For å få en reell tildeling av kroner til et nytt selskap som blir notert i løpet av 2005, har vi tatt summen av porteføljen på tidspunktet før noteringen delt på antall selskaper etter notering. Eksempel: Antall selskaper 01.02.05 er 30, mens 02.02.05 noteres et nytt selskap på børsen. Porteføljen har en verdi på 123 per 01.02.05. Gjennomsnittlig verdi per selskap i porteføljen før børsstart samme dag som noteringen vil da være $3,9677(123/31 = 3,9677)$. Dette er den verdien det nye selskapet i porteføljen vil få tildelt. For å kunne tildele 3,9677 kr til det nye selskapet er vi nødt til å hente disse fra porteføljen for å ikke få skeivhet i porteføljeværdien. Måten vi har gjort det på er å ta 0,13225 kr ($3,9677/30 = 0,132256$) fra hvert av selskapene for så å tildele det nye. Samme prosedyre er foretatt ved samtlige av de 7 selskapene som ble notert i løpet av 2005.

Som sammenligningsgrunnlag har vi valgt en markedsportefølje, som oftest hovedindeksen eller totalindeksen på Oslo Børs, OSEBX eller OSEAX. Samme tanke er gjort ved investering i disse indeksene som i porteføljen. Dette er for å få samme utgangspunkt som porteføljen vår. Vi invester 100 kroner i indeksen, og indeksens avkastning vil øke verdiene av de investerte 100 kroner som ble foretatt i begynnelsen. Siden denne utviklingen korrelerer 100 % med indeksenes gitte og opprinnelige poengfordeling har vi i de fleste grafene valgt å benytte oss av indeksenes opphavlige poengorden.

Sammenligningsgrunnlaget er representativt slik grafene er blitt satt opp mot hverandre. Y-aksen til porteføljeindeksen vår er av samme prosentvise størrelse som de øvrige indeksenes Y-akse.

Vi har valgt å kalle porteføljeindeksen vår for OSEOSX som forkortelse for Oslo Stock Exchange.

6.2 Indeks for selskaper med opsjoner i styret



Figur 6.1 Kurssammenligning 2005

Når vi setter utvalgets kursutvikling gjennom 2005 sammen i en graf, og sammenligner denne opp mot OSEBX-indeksen, finner vi at vårt utvalg har en noe bedre utvikling gjennom 2005 enn Oslo Børs sin indeks. Hadde du ved starten av året satt 100 NOK i OSEBX hadde det gitt 139,65 NOK, og hadde man satt 100 NOK i indeksen med vårt utvalg hadde dette gitt en sluttsum på 178,93 NOK. Dette er selvsagt en svært simplifisert fremstilling, og det er noen feilkilder i denne. Likevel finner vi det spennende at indeksen vår utvikler seg så mye bedre enn markedet som sådan.

I tillegg har man noen mulige svakheter i det relativt sett lille utvalget. Ved noen tilfeller har enkeltelskaper gått svært kraftig opp i løpet av perioden, slik som diagnoseselskapet Diagenic som i løpet av et par dager i mars raste et par hundre prosent opp. I tillegg har vi kampen om Opticom som kom på slutten av 2005, som førte til en kraftig handel i aksjen, med dertil tilhørende kursoppgang, og DNO ASA som gikk opp hele 850 % i 2005.

Vi ser en kraftig oppgang i vår indeks i perioden fra juli/august og frem til børsen fikk en heller depressiv utvikling i oktober. Da førte børsnedgangen til en kraftig reduksjon av utvalgets verdi. Oppgangen i mars kunne forklares med enkeltaksjers opptreden i markedet, noe vi ikke kan ved denne oppgangen. Vi finner i vårt datamateriale ingen enkeltstående hendelser som kan forklare en slik langvarig og tidvis kraftig oppgang i verdi. Men når det er sagt, ser jo utviklingen ut som en boble som luften går ut av i oktober.

Utvalgets kursutvikling følger i store trekk markedets utvikling, men vi føler en større volatilitet i vårt utvalg. Nå burde ikke volatiliteten være spesielt større enn markedets ettersom at vi har et utvalg på 37, og man sier at et utvalg på 20 vil gi en tilfredsstillende redusert risiko. Denne volatiliteten kan da henge sammen med sammensetningen av utvalget vårt.

Dette henger da sammen med at, og kan delvis forklare utvalgets bedre avkastning i forhold til resten av børsen. Økt volatilitet gir økte svingninger, både opp og ned. Dette ser vi jo, når børsen faller i oktober, faller utvalget desto mer, og når børsen stiger i perioden fra mai til oktober stiger indeksen vår betraktelig mer.

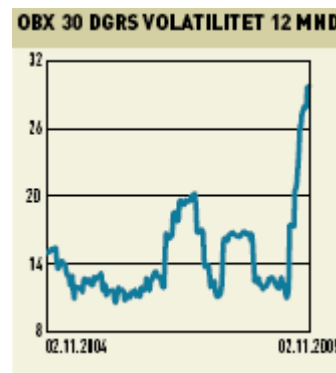
6.3 Volatilitetsgraf

Vi synes imidlertid ikke volatilitetsforholdet mellom vår opsjonsindeks og markedsindeksen samt korrelasjon mellom disse blir godt nok påvist i grafene vi har anrettet. Derfor mener vi dette ikke er en riktig form for indikator til bruk som illustrasjon på sådan. Vi har valgt å illustrere volatiliteten til grafene ved hjelp av en volatilitetsgraf vi har konstruert. På en slik måte kan vi også påvise eventuelle korrelasjoner til indeksene på en enklere måte.

Volatiliteten beskriver bevegeligheten, opp og ned, til indeksen. Volatiliteten grafen viser er til en hver tid basert på den daglige volatiliteten de siste 30 dagene.

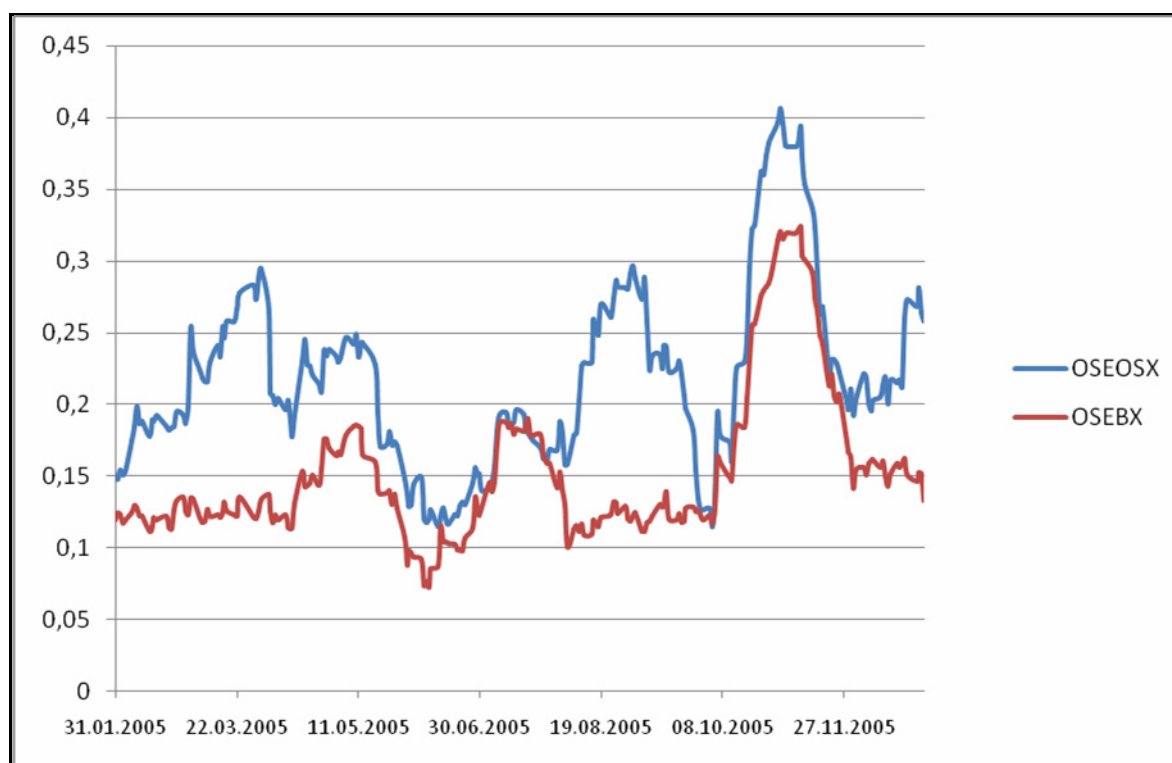
6.3.1 Oppbygning

Som nevnt over er grafen basert på den daglige volatiliteten de siste 30 dagene. For 2005 vil det si at starten eller utgangspunktet for grafen er 01.02. Dette siden indeksen vår ikke var påbegynt i 2004. For å få samme utgangspunkt er det samme gjort med markedsindeksen og således er dette grunnlag for sammenligning. Volatiliteten er regnet på følgende måte: går indeksen opp 1 % en dag for så å følge med en nedgang på (-)2 % neste dag, er daglig volatilitet siste to dager 3 %. Var det investert 100 kr i utgangspunktet har svingningen vært 3 kr. Ved å studere et bilde av markedsgrafen 30 dagers volatilitet, som fra Dagens Næringsliv 03.11.05, får vi indikasjon på at vår graf stemmer overens med realiteten. I tillegg er framgangsmåte og utregninger for å konstruere grafen av samme natur som Dagens Næringsliv sin grafiske fremstilling.



Dette bildet av OBX-indeksens volatilitet og vår utregning av OSEBX-indeksens volatilitet stemmer overens (DN, 03.11.05).

6.3.2 Analyse av volatilitetsgraf



Figur 6.2 Volatilitetssammenligning 2005

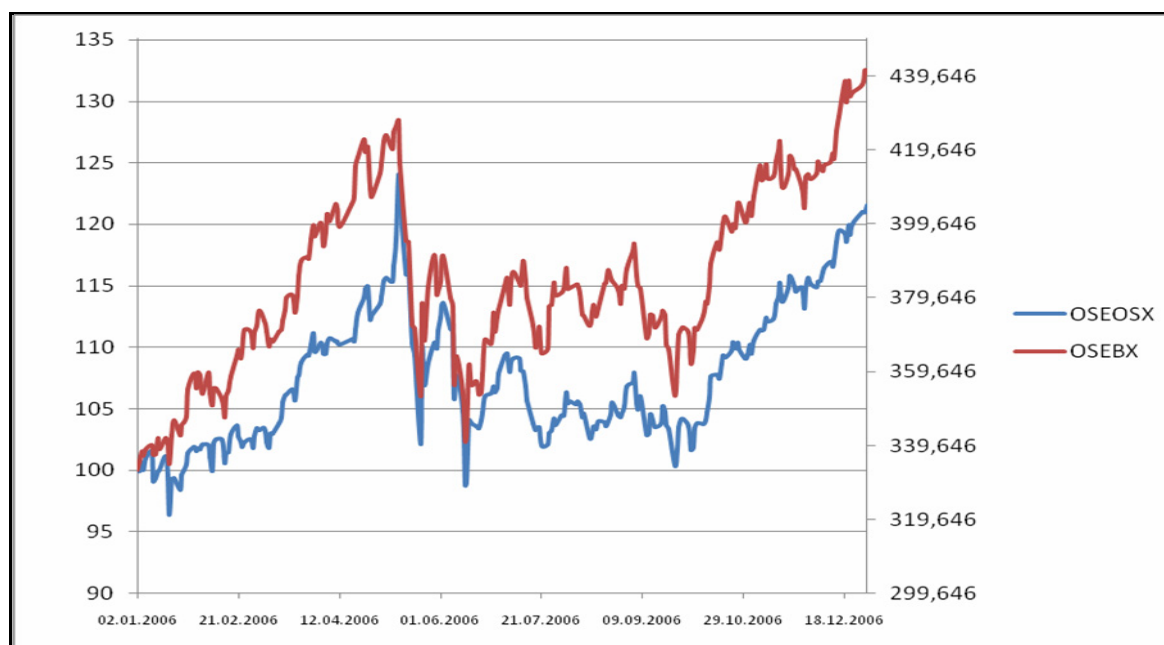
Når vi sammenligner vårt utvalgs graf over volatiliteten og OSEBX-indeksens volatilitetsgraf får vi en nærmere indikator på hvordan utvalget vårt svinger sammenlignet med markedssvingingene. Som vi kunne se av hovedgrafene var svingningen til utvalget vårt var noe større enn hovedindeksens. Det får vi en nærmere bekræftelse på her hvor vi ser den blå linjen, som representerer vårt utvalg, nesten til en hver tid ligger over hovedindeksens.

Grafene viser dessuten en relativ form for korrelasjon, med det mener vi at vi kan lese av grafene, og korrigert for diverse avvik, kan lese av at grafene samvarierer til en viss grad. Enkelte unntak finner en blant annet i mars og august samt en liten periode i slutten av året. Dette er noe vi ser igjen i grafene over kursutviklingen. Det er i disse periodene utvalgets graf øker avstanden mest fra markedets graf. Som vi kan se av dette bildet fikk utvalget vårt en større reaksjon enn markedet under markedskorrekksjonene i oktober.

6.4 Sammenligning 2006

Vi syntes imidlertid et sammenligningsgrunnlag som strakte seg over bare et år var i minste laget og tenkte det kunne være fornuftig å se utvalgets kursutvikling opp mot hovedindeksens utvikling også i 2006, for å et mer langsiktig og kanskje mer relevant grunnlag for sammenligning.

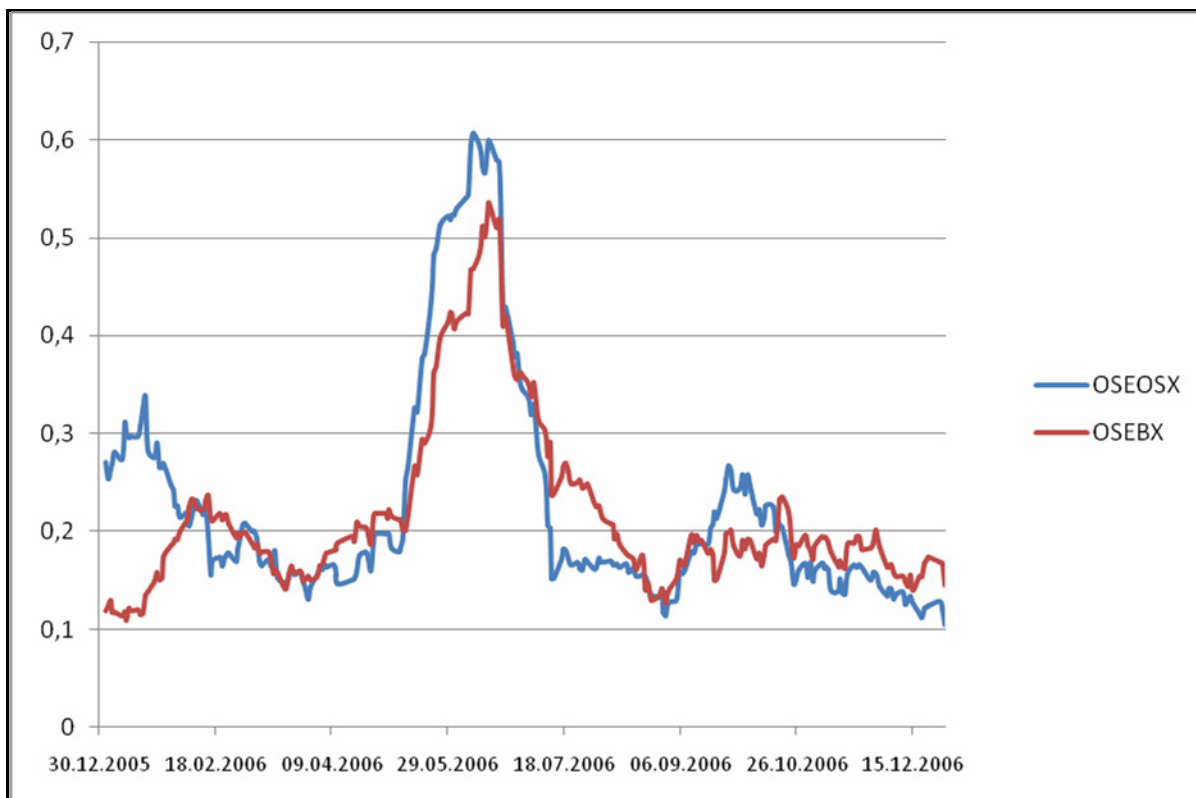
Oppbygningen av grafen for 2006 er gjort på samme måte som for 2005-grafen. Man invester 100 kroner i utvalget ved primo og grafen illustrerer avkastningen gjennom året. I grafen som strekker seg fra 2005 til og med 2006 bygger den fra 2006 videre der 2005-grafen slapp 30. Desember.



Figur 6.3 Kurssammenligning 2006

Overraskende nok ser vi avkastningen til OSEBX er høyere enn avkastning til vårt utvalg gjennom hele 2006. Samtidig kan det virke som grafene har en svakere form for korrelasjon. Etter korreksjonen i mai konsoliderer hovedindeksen mens vårt utvalg ser ut til å skape svak trend ned. Det kan fortsatt virke som volatiliteten i vårt utvalg er av marginalt større karakter enn OSEBX-indeksen.

6.4.1 Volatilitet 2006



Figur 6.4 Volatilitetssammenligning 2006

Volatilitetsgrafene viser mer tydelig at det er mer volatilitet i vårt utvalg enn i hovedindeksen rundt Mai-korreksjonen. Studerer vi kursutviklingen over ser vi at det er en markant oppgang før markedet den 15. Mai ble utsatt for en markeds-korreksjon.

Likevel ser vi ikke noen form for ekstraordinær avkastning eller volatilitet i utvalget vårt i 2006, og vi finner at utvalget vårt yter dårligere enn markedet i 2006. Derfor blir det essensielt for oss å se mulige feilkilder og avvik i utvalget i 2005.

6.5 Mulige årsaker til utvalgets kursoppgang 2005

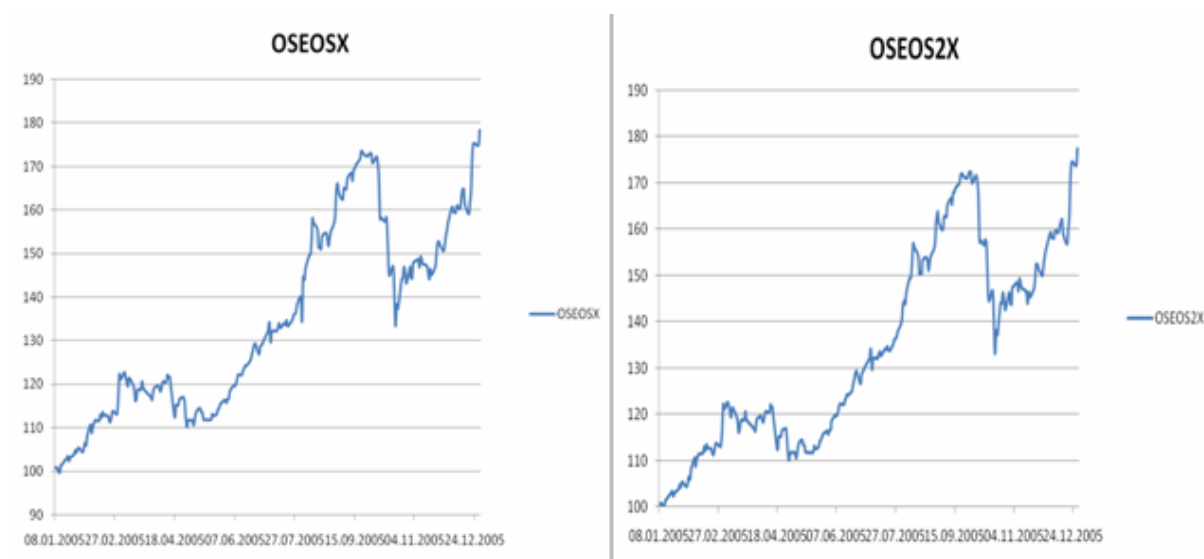
Ser vi utviklingen i 2005, for både vårt utvalg og hovedindeksen, i kontrast med utviklingen i 2006, ser vi en markant forskjell når det gjelder prosentvis avkasting i vårt utvalg i forhold til hovedindeksens. Med det presiserer vi at vårt utvalg stiger 78 % mot hovedindeksens ca. 40 % i 2005, mens det motsatte skjer i 2006 der hovedindeksens stiger 33 % mot vårt utvalgs 21 %. Vi velger derfor å analysere mulige hypoteser vedrørende årsaker til denne flyktige sammenhengen i kursutviklingen:

- ❖ 7 selskaper i utvalget er notert i 2005.
 - Ifølge Lars Frick (E24.no 2007) er en likviditetsstyrt børs er en børs med høy volatilitet. Nynoteringer tiltrekker seg nye investorer og dermed øker kapitaltilgangen. Sett i relasjon med mange nynoteringer generelt på børsen, året 2005 hadde bare 11 færre nynoteringer sammenlignet med toppåret 1997.
- ❖ Utvalget består av mange ”penny stocks” og små selskaper.
 - Det er ingen offisiell norsk definisjon på hva ”Penny stocks” er, men amerikanske myndigheter definerer en ”penny stock” som en aksje med lav nominell verdi (under fem dollar), et spekulativt verdipapir i et svært lite selskap, uavhengig av markedsverdi eller hvor det er notert. Vi oversetter og tilpasser det etter norskeforhold, 5 kroner. I tillegg skal aksjen være spekulativ og ha god likviditet. DNO kan defineres som en ”penny stock” og børsåret 2005 økte denne aksjen i overkant av 850 %.
- ❖ Året 2005 var året hvor småaksjonærer fant børsen.
 - Ny teknologi og lav rente gjorde at mange fikk øynene opp for aksjemarkedet i 2005. Spesielt med tanke på bølgen av nettmeglere som fikk sitt gjennombrudd dette året.
- ❖ Mangler nynoteringer i utvalget vårt i 2006.
 - Ut ifra argumenter over om at nynoteringer kan være årsak til høy kursutvikling i utvalget vårt i 2005 i forhold til 2006 kan man videre argumentere for at man manglende nynoteringer i 2006 fører til lavere kursutvikling.
- ❖ DNOs kursutvikling

- DNO hadde i 2005 en kursøkning på 853 % mot nedgang på 22,7 % i 2006. I 2005 tilsvarer oppgangen ca.30 kroner av utvalgets indeksverdi.

6.5.1 Nynoteringer

Ved å ta bort de nynoterte selskapene vil vi se om avviket mellom markedets utvikling og utvalgets utvikling kan forklares, derfor har vi satt opp denne sammenligningen mellom utvalgets opprinnelige graf og en graf justert for nynoteringer.



Figur 6.5 Kursutvikling korrigert for nynoterte selskaper

OSEOSX viser den opprinnelige grafen over utvalget vårt i 2005, mens OSEOS2X viser utvalget vårt justert for eventuelle feil ved de nynoterte aksjene. Denne består da utelukkende av selskaper som var notert ved Oslo Børs hele året 2005.

Ved å sammenligne grafene ser det ut til å ikke være betydelige forskjeller. Det viser seg at sluttverdien for OSEOS2X er 177,8729 mot opprinnelig OSEOSXs sluttverdi på 178,9314. Vi kan dermed forkaste hypotesen om at nynoteringer i 2005 er en mulig årsak til den store differansen i kursen mellom vårt utvalg og hovedindeksens.

6.5.2 DNOs enorme kursoppgang

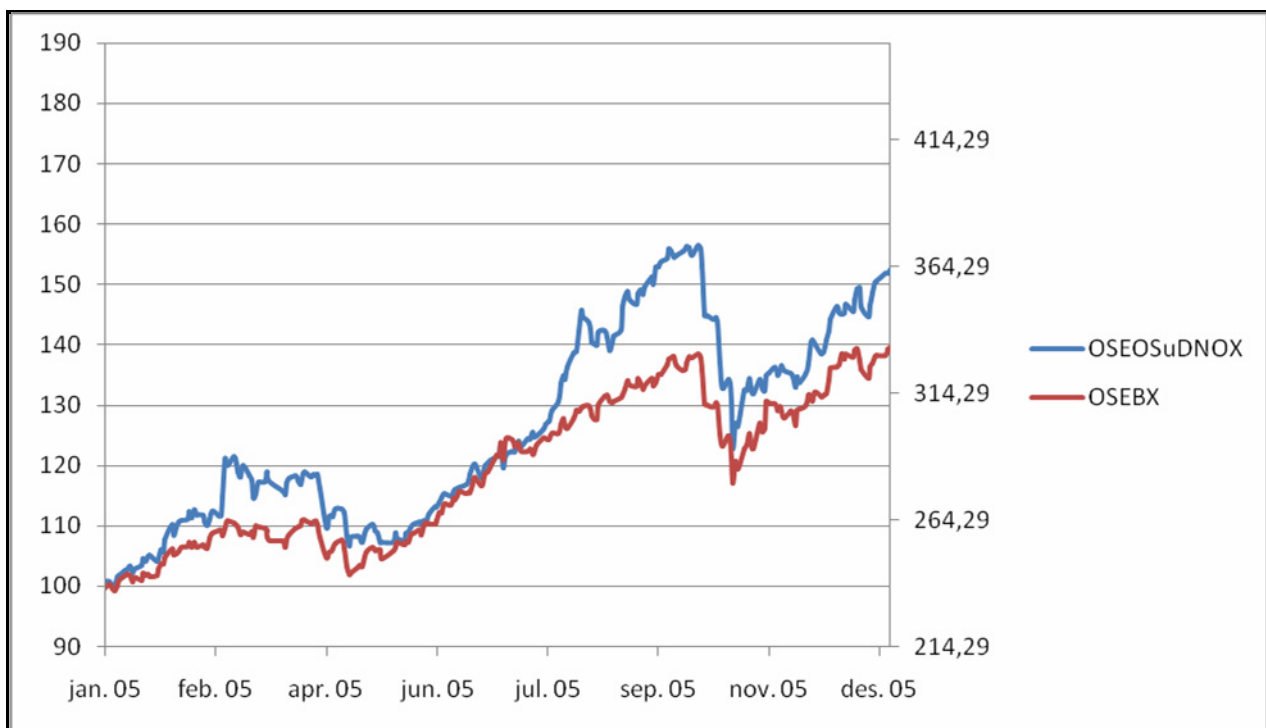
I løpet av 2005 var det DNO ASA den aksjen som utvilsomt presterte aller best ved Oslo Børs. Hele 850 % kursoppgang kunne selskapets aksjonærer bokføre som gevinst når året var over. Derfor har

vi konstruert en grafisk fremstilling over utvalgets utvikling uten DNO.



Figur 6.6 Kursutvikling korrigert for DNO

Ut ifra disse grafene kan det virke som DNO har noe av skylden for den kraftige prisoppgangen i utvalget vårt.



Figur 6.7 Kurssammenligning korrigert for DNO

Tar vi grafen for utvalget justert ved DNO og sammenligner den med hovedindeksens graf, ser en klarere tegn til sterkere korrelasjon mellom indeksene enn tidligere. Avvik finner vi fortsatt blant annet der Diagenic økte 250 % på et par dager i februar, men en vesentlig likere utvikling mellom de to utvalgene, og fra slutten av juli til markedskorreksjonen i begynnelsen av oktober. Som nevnt tidligere er det ingen indikatorer i våre datamaterialer på hvorfor vårt utvalg øker avstanden fra hovedindeksen i så stort omfang som den her gjør rundt juni-august perioden, men DNO's kursutvikling kan definitivt tillegges noe av "skylden".

6.5.3 Penny-stocks i utvalget

Av definisjonen over er det fem aksjer i utvalget vårt som går under betegnelsen "Penny-Stock": Altinex, Diagenic, DNO, Eitzen Maritim Service og Itera. DNO har vi allerede bevist ovenfor er en faktor til utvalgets avkastning ut over markedets. Avkastningen til DNO var 853 %. Om derimot DNO kan gå under definisjonen som Penny-Stock er litt tvilsomt. Den er helt klart en spekulativ aksje, men sluttkursene vi har tilgjengelig gjennom Oslo Børs viser kurs justert for splitt som ble utført i 2006. 1. Januar viser kursen vi har tilgjengelig 1,54 NOK noe som kan tilsvare 6,16 NOK før split og dermed ikke går under definisjonen. Vi velger likevel å ta med aksjen her på det grunnlaget av spekulativiteten.

Videre regner vi oss fram i datamaterialet vårt til avkastningen til Penny-stock-aksjene i utvalget. Avkastningene er som følger:

ALX	DIAG	DNO	EMS	ITE	OSEBX
91 %	208 %	863 %	173 %	52 %	40 %

Tabell 6.1 Penny-stocks

Samtlige av Penny-stock-aksjene gjør det bedre enn hovedindeksen, så disse er helt klart med å trekke opp kursen til utvalget. Dette gjør at vi mener at disse aksjene er en mulig feilkilde i forhold til vårt utvalg.

6.5.4 Småaksjonærene til børsen

Det at børsen tiltrakk seg småaksjonærer er vanskelig å kunne for eller motbevise som grunn til kursveksten i utvalget vårt, men det er noen faktorer som vi mener bør belyses.

Uten at vi har undersøkt sammenhengen nærmere ser vi at aksjer som DNO og Altinex ofte står på

listene over daghandlernes og småtraders favoritter. Dette gjelder i stor grad DNO. Når da såpass mange små aksjonærer tilnærmet går i flokk rundt et fåtall av aksjene i utvalget vårt, kan det være en mulig feilkilde i forhold til utvalgets brede kursoppgang.

I 2004 og 2005 gjorde de store nettmeglerne Skandiabanken, Stocknet, Netfonds og Nordnet sin inntreden i markedet for fullt og i stor grad klargjorde at de var i stand til å ta opp kampen om småaksjonærene. Ved hjelp av enkle og brukervennlige programmer, lave kurtasje og til og med arrangerte kurs i daytrading og aksjehandel generelt, tiltrakk disse seg mange aksjonærer som følte at de etablerte meglere var for dyre og vanskelige å benytte seg av. Bare et eksempel, fra 1999 og frem til 2004 falt prisene fra rundt 130 per handel ned til en minstekurtasje på 9 kroner. Nettmeglerens markedsandel var i 2005 på cirka 25 % av handelsvolumet på Oslo Børs.

En gjennomgang av markedets største aktør på internettmegling, Nordnet sine pressemeldinger for 2005, viser at privatpersonene var svært aktive på Oslo Børs i 2005. For eksempel var antallet transaksjoner i september 2005 116 % høyere enn samme måned i 2004. Vi konkluderer med at antallet privatpersoner som handlet på Oslo Børs i 2005 var høyt og at disse var svært aktive (nordnet.no).

Det vi i tillegg finner er at en del av de aksjene som er mest populære blant privatinvestorene, også er blant vårt utvalg. I månedene juni-desember 2005 finner vi DNO, Crew Gold Corporation, Altinex Oil, Global Geo Services, og Canargo som noen av de aksjene som småspekulantene handlet mest i.

En annen faktor som kan trekkes inn, er den eksplosjonen børsen opplevde av småaksjonærer rundt høsten 2005. Bare fra juni til august økte antallet handler hos Nordnet med nesten 100 000 transaksjoner eller 60 %. Fra august 2004 til august 2005 var økningen i antallet transaksjoner på hele 229 %.

I våre grafer for 2005 ser vi en kraftig vekst i perioden juli til oktober, med en tilhørende heftig nedgang i oktober. Det er en anelse søkt, men det kan være en sammenheng her, med økning i antallet privataksjonærer og deres relativt kortsiktige handel i DNO.

6.6 Utvalget samlet gjennom 2005 og 2006

Sammenhengen gjennom begge år viser at utvalget vårt, tross lavere utvikling i 2006, kommer ut med bedre avkastning enn hovedindeksen.



Figur 6.8 Kurssammenligning 2005-2006

Denne grafiske fremstillingen består av det totale utvalg, inkludert alle små selskaper, Det norske Oljeselskap og samtlige nynoteringer. Vi ser at utvalget vårt med opsjoner har en bedre markedsutvikling, men korrigerer vi for potensielle feilkilder vil vi nok få en mer svakere utvikling.

6.7 Korrelasjonsanalyse

Korrelasjonsanalyse

		opsjoner	sektor	omsetningsvekst	kursutvikling	beta	aksjekap
opsjoner	Pearson	1	-,040	,021	-,014	-,144	,220(*)
	Correlation						
	Sig. (2-tailed)		,636	,843	,868	,110	,020
	N	148	144	96	148	125	111
sektor	Pearson	-,040	1	,018	-,232(**)	-,320(**)	-,240(*)
	Correlation						
	Sig. (2-tailed)	,636		,867	,005	,000	,013
	N	144	144	92	144	121	107
omsetningsvekst	Pearson	,021	,018	1	,248(*)	,081	,032
	Correlation						
	Sig. (2-tailed)	,843	,867		,015	,460	,772
	N	96	92	96	96	85	84
kursutvikling	Pearson	-,014	-,232(**)	,248(*)	1	,379(**)	,153
	Correlation						
	Sig. (2-tailed)	,868	,005	,015		,000	,109
	N	148	144	96	148	125	111
beta	Pearson	-,144	-,320(**)	,081	,379(**)	1	,392(**)
	Correlation						
	Sig. (2-tailed)	,110	,000	,460	,000		,000
	N	125	121	85	125	125	99
aksjekap	Pearson	,220(*)	-,240(*)	,032	,153	,392(**)	1
	Correlation						
	Sig. (2-tailed)	,020	,013	,772	,109	,000	
	N	111	107	84	111	99	111

Tabell 6.2 Korrelasjoner

Tabellen viser korrelasjonene mellom ulike variabler som vi mener er sentrale i forskningssammenhengen med opsjoner og er relevant i forhold til vår problemstilling. Hver enkelt variabel blir sett opp mot samtlige andre variabler. Dette for å få et bredere overblikk om hvor eventuelle korrelasjoner befinner seg. Korrelasjonen er kun er kun betydningsfull for de variabler med tilhørende stjerne bak, hvor to stjerner stiller sterkere enn en. De forskjellige variablene er som følger: Opsjoner, sektor, omsetningsvekst, kursutvikling, aksjebeta og aksjekapital. Variablenes verdier er klassifisert med hjelp av skalatildeling. Hvor opsjoner har verdiene 1 og 2, der

henholdsvis 1 representerer ja og 2 representerer nei. Videre er sektor tildelt 10 verdi, hvor hver verdi representerer hvert sin sektor på børsen. Skalafordelingen til de andre variablene blir mer tydeliggjort i vedleggende. Det som er merkelig er den negative korrelasjonen blant annet i sammenhengen mellom sektor og de øvrige variabler. Grunnen til dette er at hovedmengden og de største selskaper finnes i energi-, og industrisektoren som har fått tildelt verdi 1 og 2, altså relativt lave verdier. Mens resten av variablene har verdier som er representert på en slik måte at høy verdi er høye reelle tall i den underliggende variablene.

I korrelasjonsanalysen har vi brukt data fra børsåret 2005. Datamaterialet er hentet fra statistikksidene på oslobors.no, samt regnskapsinformasjon fra proff.no. Utvalget består av 148 selskaper som var notert på Oslo Børs i 2005. Utvalget består av selskaper så lang det var relevant informasjon og finne. Et utvalg på 148 av 219 synes vi er tilstrekkelig for å kunne generalisere. Korrelasjonsanalysens formål er å få en bekreftelse på riktighet i analysen som er gjort og samtidig gi en god styrkning av validiteten. Analysen er kjørt i statistikkprogrammet SPSS 14.0.

6.7.1 Analyse av korrelasjoner

Ut ifra tabellen får vi en bekreftelse på det ikke er noen gyldig korrelasjon mellom opsjoner og kursvekst. Noe som samsvarer med de analysene vi har gjort tidligere. De variablene som samsvarer med kursutviklingen er sektor, aksjekapital, beta og omsetningsvekst. Noe som vi i utgangspunktet var oppmerksom på gjennom omtaler i blant annet media og finansielle teorier. Dette kan bety at tabellen har en god reliabilitet.

Opsjonene i sitt tilfelle har kun korrelasjon med aksjekapital. Korrelasjonen her er på 0,22. Denne korrelasjonen er av relativt svak gyldighet, men den viser at de fleste selskapene som har opsjoner tilhører en gruppe med lav relativt lav aksjekapital. Ser vi igjennom utvalget vårt så er kun to av selskapene regelmessig notert på OBX-indeksen; Tandberg ASA, og TGS-Nopec. OBX-indeksen er en indeks over de 25 mest likvide verdipapirene på børsen, rangert etter seks måneders omsetning. Disse aksjene tilhører i de fleste tilfeller de største selskapene på børsen. Og siden vi kun har disse to aksjene notert der går vi ut ifra at korrelasjonen er signifikant nok til å benyttes.

Helt generelt kan man ut ifra tabellen konkludere med at majoriteten av selskapene som har opsjoner er av relativt lav størrelse. Og bruk av opsjonsprogram ikke nødvendigvis gir god avkastning på aksjekursen.

6.8 Oppsummering

I analysen har vi sett på hvordan sammenheng er mellom vårt utvalgs utvikling og markedets utvikling. Vi har foretatt korrelasjonsanalyser for å finne eventuelle samvariasjoner mellom variablene vi mener er sentrale for en aksjekurs utvikling. Dette for å finne mulige feilkilder eller sterkere bekreftelse på funn som er funnet tidligere. En konklusjon av oppgaven blir presentert i det avsluttende kapitlet.

7.0 AVSLUTNING

I det avsluttende kapittel fokuserer vi på å besvare de spørsmål vi startet med i begynnelsen av denne oppgaven. Vi presenterer våre funn og ser disse i sammenheng med analysen og opp mot problemstillingen.

7.1 Konklusjon

Hvor mange selskaper benyttet i 2005 opsjonsprogrammer til styret?

Vi har funnet at 37 av 219 selskaper som var notert ved Oslo Børs benyttet opsjoner til sine styret. Disse opsjonsordningene var alle av forskjellig størrelse, karakter, og tidsspenn.

Har bruk av opsjoner noen innvirkning på selskapenes prestasjon på Oslo Børs?

Nei, vi har ikke gjort noen konkluderende funn som sier at selskaper med eller uten opsjonsordninger til styrene sine, gjør det verken bedre eller dårligere enn markedet i seg selv. Selskapenes opsjonsordninger er i tillegg for små til at de har en særlig negativ innvirkning på regnskapets resultat.

Hvilke muligheter for misbruk støter vi på når man benytter opsjoner i styret?

Agentteorien sier at man ved bruk av agenter overlater til disse å selv stake ut veien, og vi ser at all delegering av ansvar åpner for å misbruke den samme tillit.

Vi har lest om selskaper som har benyttet opsjonsordninger for å utvanne eksisterende aksjonærer, og styreledere som putter selskapets penger i egen lomme. Det bekrefter at muligheten for misbruk ikke bare er tilstede, men at muligheten også blir brukt av enkeltindivider.

På bakgrunn av våre funn vil vi besvare vår problemstilling som er:

Hvor vanlig er bruk av aksjeopsjoner blant selskapsstyrene, og har det noen innvirkning på aksjens avkastning? Hvilke muligheter for misbruk støter vi på når man benytter opsjoner i styret?

Opsjoner er ikke spesielt vanlig på børsen, og det blir færre og færre selskaper som benytter denne form for avlønning. Dette har sammenheng med det generelle klima rundt bruk av opsjoner, at flere forskningsinstitusjoner fraråder bruk av den, og et stadig sterkere fokus på god eierstyring.

Vi finner at bruk av opsjoner ikke har noen form for sammenheng med et selskaps børsavkastning.

Vi finner da at det er en utgiftspost som er unødvendig for selskapene, og som disse med god samvittighet kan kutte.

Sammenblanding av roller, med sterke aksjonærer blant styrene muliggjør misbruk av selskapets midler. Dette åpner for muligheten til at enkeltpersoner kan berike seg selv, og gi seg selv gaver som disse ikke fortjener. Denne muligheten kan, og bør begrenses ved at eiere er aktive og bruker sin stemme på generalforsamlingen. Dette er i tillegg den beste form for eierstyring, at man som eier tar et aktivt standpunkt, og sørger for at verdiskapningen i selskapet kommer alle til gode.

Under arbeidet med oppgaven har vi funnet at det er ingen oppskrift over hvordan et selskap som benytter opsjoner ser ut, men fellestrekk som vi kan bekrefte er at ingen av selskapene finnes blant de største selskapene. De fleste er innen energi og industrisektoren. Det mener vi henger sammen med at dette er den største sektoren på Oslo Børs. Flere av selskapene som benytter opsjoner er utenlandske eller har overvekt av utenlandske eiere, uten at vi har analysert det som fellestrekk.

7.2 Forslag til videre forskning

Vi startet oppgaven med utgangspunkt for å se om opsjonsordningene var utbredt i større eller mindre grad. For å begrense oss, valgte vi å se på Oslo Børs og året 2005. Arbeidet med utvalget var tidvis krevende, og et større utvalg ville betydd at vi ikke hadde kommet i mål med arbeidet. Det vi mener ville vært interessant for videre forskning er å se på området i et større perspektiv, både geografisk og tidsmessig.

Dette ville gitt et større og mer diversifisert utvalg, både i form av forskjellige selskaper, men også gi et utvalg på tvers av kulturelle grenser. Man kunne også sett på forskjeller mellom lønnsystemer blant styrene, og testet disse opp mot hverandre. Det vi mener i første omgang ville ha vært spennende er å kunne se alle de skandinaviske børsene samlet.

På bakgrunn av en slik bred forskning kunne det være spennende å utarbeide en normativ teori for norske forhold, ettersom at det finnes lite forskning på styreavlønning etter norske forhold.

APPENDIX

Litteraturliste

- Aulakh, P. S., Gencturk, E. F.** (2000). International Principal-Agent Relationships – Control, Governance and Performance. *Industrial Marketing Management* 29, 521-538.
- Axis-shield.** Årsrapport 2005. Lastet ned 10.02.07 fra <http://www.axis-shield.com/index.cfm?action=finreports>
- Byberg, Ø.** (HegnarOnline. 17.07.06). Opsjonsbråk i Altinex. <http://www.hegнар.no>.
- Byberg, Ø.** (HegnarOnline. 18.07.06). Tegningskurs i Altinex: 1,55 kroner. <http://www.hegнар.no>.
- Campbell, C.J., Wasley, C.E.** (1999). Stock-based incentive and managerial performance: the case of Ralston Purina Company. *Journal of Financial Economics*, 51, 195-217.
- Dagens Næringsliv,** Børssider, 03.11.05 <http://avis.dn.no/Demo> Nedlastet 05.04.07
- Demb, A. Neubauer, F.F.** (1992). *The Corporate Board – Confronting the paradoxes.* Oxford, New York, USA
- DnB NOR Markets.** Gjennomsnittlige valutakurser 2005. Lastet ned 07.05.07 https://www.dnbnor.no/markets/valuta_og_renter/valutakurser/historiske/2005.html
- DNO ASA.** Årsrapport 2005. Lastet ned 10.02.07 fra <http://www.dno.no/templates/Subject.aspx?id=151>
- Eckbo, B. E.** (2006). Corporate Governance i et nøtteskall. <http://www.norges-bank.no/petroleumsfondet/eierskap/eckbo-2006.pdf> Nedlastet 06.02.07
- Frank, R. H.** (2005). *Microeconomics and behavior.* Boston, Mass, USA. McGraw-Hill Publishing Co.; 4Rev Ed edition.
- Gulden, B. P.** (2003). *Etikk, moral og revisjon: teori, analyse og handlingsvalg.* Oslo, Norge. Den norske Revisjonsforening og forfatteren.
- Hagesæther, O.** (bt.no 27.11.06) Opsjoner, incentiver og politikk www.bt.no/meninger/article318844.ece . Nedlastet 16.03.07
- Hall, B. J.** (2000). What you Need to Know About Stock Options. *Harvard Business Review*, March-April 2000, 121-129.
- Haraldsen, C. H.** (11. Januar 2007. E24 Næringsliv). Toppledere bør ha opsjoner. <http://e24.no/naeringsliv/article1598620.ece>.
- Huse, M.** (1990). Introduksjon I Agentteori. Bodø, Norge. Nordlandsforskning og Siviløkonomutdanning i Bodø. Working paper No. 14113/90.
- Huse, M.** (2003). *Styret: Tante, barbar eller klan?.* Bergen, Norge. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

- Hustadnes, H. Segrov, B.** (2004) Refser Ocean Rig-opsjoner. Dagens Næringsliv, 08.12.2004
- Kjellman, A., Silberman, H., Pallas, Y.** (2003). Optioner som belønning. Åbo, Finland
- Klitzing, E.** (2007) Opsjoner bedre enn sitt rykte. Dagens Næringsliv, 10.01.07
- Knudsen, K., Ryen, A** (2005). Hvordan kan frynsegoder bli belønning?. Oslo, Norge. J.W. Cappelens Forlag as.
- Jarodd, L., Tellefsen, T. A.** (1993) Styret som Ressurs: Hvordan bedrifter overlever og lever lenge. Otta, Norge. Forfatterne og TANO A.S
- Johannessen, A., Kristoffersen, L., Tufte, P. A.** (2004). Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag, 2. utg. Oslo, Norge. Abstrakt forlag as.
- Johansen, L.N., Lindegaard, J., Waldemar, S., Øvli, M.** (2001). Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark, ”Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark”. Copenhagen, Danmark. Nedlastet 14. Mars fra <http://www.corporategovernance.dk/db/files/file006618a0f33.pdf>.
- Johnsen, T og Sættem, F.** (1996) Kapitalmarked og eierskap, Årbok, Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning, Fagbokforlaget s15-35
- Linderud, E.** (2005) Opprør sikrer gevinst. Dagens Næringsliv, 19.11.05
- Milgrom, P., Roberts, J.** (1992). Economics, Organization and Management. Englewood Cliffs, New Jersey, USA. Prentice-Hall Inc.
- Monks, R.A.G., Minow, N.** (2004). Corporate Governance 3. utg, Padstow, Cornwall, UK, Blackwell Publishing.
- Norsk Anbefaling, NUES.** (2006). Eierstyring og Selskapsledelse. Nedlastet 02. Februar 2007 fra http://www.nues.no/www/Norsk_anbefaling_for_eierstyring_og_selskapsledelse/
- Osmundsen, P., Torgrimsen, B.** (2000). Aksjeopsjoner som insentivinstrument for ledere under skiftende skatteregler. Bergen, Norge. nr. 04/00
- Pedersen, J.G.** (2006). Lederlønninger og Opsjoner. Nedlastet 21. Mars 2007 fra <http://www.regjeringen.no/upload/kilde/nhd/nyh/2006/0089/ddd/pdfv/300892-eierskap06-lederlonnopsjoner.pdf>
- Proctor, G. Miles, L.** (2002). Corporate Governance. London, England. Cavendish Publishing.
- Ravn, L.K.** (2007) Opprørerne kastet styret. Dagens Næringsliv, 30.03.07
- Ravn, L.K.** (2006) Sørget for opsjonskutt. Dagens Næringsliv, 21.07.06
- Segrov, B** (2005) Rigger seg til opsjonsgevinst. Dagens næringsliv, 30.12.05
- Verdipapirfondenes forening.** VFF kommenterer – Vær varsom med opsjoner. http://www.vff.no/Internett/Presserom/VFF_kommenterer/V%C3%A6r+varsom+med+opsjoner.FgljY5B.ips . Nedlastet 16.03.07
- Yara International ASA.** Årsrapport 2005. Lastet ned 10.02.07 fra

http://www.yara.com/en/investor_relations/financial_reports/index.html

Økonomisk Rapport (2006). Siste dag for sirkus-aksje. 18.04.06 Økonomisk Rapport

Liste over internettsider

acta.no	navamedic.com
aftenbladet.no	neas.no
akerkvaerner.com	nexusfp.no
akerseafoods.com	nho.no
akership.com	nordiag.no
akeryards.com	nordicsemi.no
aksjonærforeningen.no	nordnet.no
aktivkapital.no	norgani.no
altinex.no	norman.com
apl.com	norseenergy.com
apptix.com	norskeskog.com
arendalsfoss.no	norskvekst.no
artumas.com	northlandresourcesinc.com
artumas.no	norwegian.no
auss.no	norwegianproperty.no
awo.no	ntsasa.no
axis-shield.com	nues.no
belships.com	nutripharma.com
biotec.no	oceanheavylift.no
birdstep.com	ocean-rig.com
blockwatne.no	oceanteam.nl
bluewater.no	odfjell.com
bonheur.no	odfjellinvest.com
borgestad.com	odim.no
bwoffshore.no	olt.no
byggma.no	opera.com
coating.no	orkla.no
componentsoftware.no	oslobors.no
conseptor.no	otrum.com
consorte.com	paresources.se
contextvision.se	pertra.no

corrocean.com	pertrobank.com
crewgold.com	petrojack.no
deepocean.no	petrojarl.com
deepseasupply.no	pgs.com
diagenic.com	photocure.com
dnbnor.com	powel.com
dno.no	profdoc.com
dof.no	proff.no
domstein.no	prosafe.com
dynapel.com	psi-group.no
easterndrilling.no	q-free.com
edb.com	questerre.com
eidesvik.no	rclinvestor.no
eidsiva.no	recgroup.com
eitzen-chemical.com	rem-maritime.no
ekornes.no	repant.com
eltekenergy.com	revus.no
ementor.com	rieberson.no
ems-asa.com	rocksource.com
exense.no	rxt.com
expert.no	salmar.no
fairmountht.com	sasgroup.net
faktoreiendom.no	scana.no
fara.no	scorpionoffshore.com
farstad.no	seadrill.no
fastsearch.com	sevanmarine.com
finansanalytiker.no	siemoffshore.com
fnh.no	simtronics.no
fosen.no	skaugen.com
fpso.no	software-innovation.no
fredolsen.com	solstad.no
fredolsen-energy.com	solvangship.no

frontline.bm	songa-offshore.no
funcom.com	spits.no
ggs.biz	star-reefers.com
golarlng.com	statoil.com
goldenoccean.no	steenstrom.com
goodtech.no	stepstone.com
greenreefers.no	stolt-nielsen.com
grenlandgroup.com	storebrand.com
gyldendalasa.no	subsea7.com
hafslund.no	superoffice.com
havila.no	synnove.no
hellegjerde.no	tandberg.com
hexagon.no	tandbergdata.com
hydro.com	tandbergstorage.com
ige.se	tandbergtv.com
ignis.com	telecomputing.no
imarex-nos.com	telenor.no
inmeta.com	telio.no
iteraconsulting.com	tgsnopec.no
jinhuiship.com	tide.no
kitron.com	tomra.com
komplett.com	trefoil-limited.com
kongsberg.com	trolltech.com
kongsbergautomotive.com	tts-marine.com
kvernelandgroup.com	veidekke.no
leroy.no	vekselsbanken.no
luxo.com	vff.no
mamut.com	vizrt.no
marinefarms.no	vmetro.no
marineharvest.com	wilhelmsen.com
mediaresearch.com	wilson-ship.no
medicult.com	yara.com

medistim.com

natural.no

Liste over selskaper med opsjoner

Ticker	Selskapsnavn
ALX	Altinex
APP	Apptix
AGI	Artumas
ASD	Axis/shield
BIRD	Birdstep
CONF	ConfirmIt
CNS	Conseptor
CRU	Crew Gold Corp.
DNO	Det Norske Oljeselskap
DIAG	Diagenic
EDRILL	Eastern drill
EMS	Eitzen Maritime Services
EXE	Exense
FAST	Fast Search and Transfer
GGS	Global Geo Services
GOL	Golar LNG
ITE	Itegra
JIN	Jinhui Shipping and Transportation
MAMUT	Mamut
NTL	Natural
NORD	Nordiag
NOD	Nordic Semiconductor
NORMAN	Norman
OCR	Ocean Rig
ODIM	ODIM
OPERA	Opera Software
POWEL	Powel
QEC	Questerre Energy Corp.
RCL	Royal Caribbean Cruises
SEVAN	Sevan Marine
SRI	Star Reefers
SUO	Superoffice
TAA	Tandberg ASA
TAD	Tandberg Data
TAT	Tandberg Television
TCO	Telecomputing
TGS	TGS-NOPEC Geophysical Company

Vedlegg 1

Data til SPSSanalysen

Selskapsnavn	opsjoner	sektor	omsetningsvikst	kursutvikling	beta	as kap
ABG SUNDAL COLLIER	2	3		4	3	4
ACTA HOLDING	2	3	8	7	4	4
ADRESSEAVISEN	2	8	8	4	2	3
AKER	2	1		10	4	9
AKER KVærNER	2	1	6	9	4	6
AKER YARDS	2	2	8	7	4	6
AKTIV KAPITAL	2	3	5	2	3	1
ALTINEX	1	1	7	6		5
APPTIX	1	5	6	2	4	3
ARENDALS						
FOSSEKOMPANI	2	10	1	4	3	
AXIS-SHIELD	1	7		3	3	
BELSHIPS CO.	2	2	1	1	2	4
BERGESEN WORLDWIDE						
GAS	2	1	1	3	2	5
BIOTEC PHARMACON	2	7	4	2	3	3
BIRDSTEP TECHNOLOGY	1	5	1	4	3	4
BJørGE	2	1	2	5	3	4
BLOM	2	2	8	11	4	1
BLUEWATER INSURANCE	2	3		4	2	
BONHEUR	2	1	2	7	3	4
BORGESTAD	2	2	2	3	2	3
BYGGMA	2	6	1	5	2	
CAMILLO EITZEN & CO	2	2	5	4	3	5
CANARGO ENERGY						
CORPORATION	1	1		4	4	
CONSEPTOR	2	8	1	2	2	2
CONSORTE GROUP	2	5	8	3	1	
CONTEXTVISION	2	7		10	2	
CORROCEAN	2	1		3	3	4
CREW GOLD						
CORPORATION	1	6		5	5	
DATA RESPONS	2		1	4	3	2
DIAGENIC	1	7	7	10	3	1
DNB NOR	2	3	1	4	3	9
DNO	1	1	1	12	5	5
DOF	2	1	1	6	3	5
DOMSTEIN	2		2	3	2	3
DYNAPEL SYSTEMS INC	2	5		5	1	
EASTERN DRILLING	1	1		4	3	
EDB BUSINESS PARTNER	2	5	8	3	2	5
EIDSIVA REDERI	2	2		4	2	4
EITZEN MARITIME						
SERVICES	2	2	4	8	2	

EKORNES	2	8	1	3	2	3
ELTEK	2	5		5		4
EMENTOR	2	5		1	3	7
EXENSE	1	5	2	1	2	1
EXPERT	2	8	6	4	3	5
FARSTAD SHIPPING	2	1	1	4	3	3
FAST SEARCH & TRANSFER	1	5	5	6	4	5
FESIL	2	6	3	5	1	5
FOSEN TRAFIKKLAG	2	2		3	2	2
FRED. OLSEN ENERGY	2	1		9	4	8
FRONTLINE	2	1		4		
GANGER ROLF	2	1	2	7		4
GLOBAL GEO SERVICES	1	1	1	3	3	2
GOLAR LNG	1	1		3	2	
GOLDEN OCEAN GROUP LIMITED	2	2		3	4	
GOODTECH	2	2	1	10	3	3
GREEN REEFERS	2		2	3	3	5
GREEN REEFERS TR	2	2	2	3		
GYLDENDAL	2	8	8	4	1	3
HAFSLUND SER. A	2	10	3	6	3	5
HAFSLUND SER. B	2	10	3	6	4	5
HAVILA SHIPPING	2		7	3	3	6
HEXAGON COMPOSITES	2	2		7	2	2
HJELLEGJERDE	2	8	3	2	3	4
IGNIS	2	5		9	3	4
IMAREX NOS	2	3	2	1		2
INMETA	2	5	3	2		1
INT. GOLD EXPLORATION	2	6		12		
ITERA CONSULTING GROUP	1	5	4	5	2	4
JINHUI SHIPPING	1	2		3		
KITRON	2	5	1	3	3	5
KOMPLETT	2	5		7		2
KONGSBERG GRUPPEN	2	2	2	4	2	5
KVERNELAND	2	2	3	2	2	5
LERØY SEAFOOD GROUP	2	4	3	7	4	4
LUXO	2	2	2	1	3	4
MAMUT	1	5	3	4		3
MARINE HARVEST	2	4	8	3	4	9
MEDIA & RESEARCH GROUP	2	8	3	2	2	1
MEDICULT	2	7		3	2	
NAMSOS						
TRAFIKKSELSKAP	2	2	3	2		1
NATURAL	1	7	2	2	3	2

NORDIC						
SEMICONDUCTOR	1	5		3	2	
NORGANI HOTELS	2	3		3	2	7
NORMAN	1	5	3	2	1	1
NORSE ENERGY CORP.	2	1		4		5
NORSK HYDRO	2	1	1	5	4	9
NORSK VEKST	2	3		4	2	5
NORSKE						
SKOGINDUSTRIER	2	6	1	2	3	8
NORWEGIAN AIR						
SHUTTLE	2	2		11		
NUTRI PHARMA	2	7	3	5	2	2
OCEAN RIG	1	1		10	4	7
ODFJELL SER. A	2	2	3	4		
ODFJELL SER. B	2	2	3	3		
ODIM	1	2	2	4		3
OLAV THON EIENDOM	2	3		4	3	5
OPERA SOFTWARE	1	5		9	3	1
ORKLA	2	2	8	4	3	8
OTRUM	2	5	3	2	3	3
PA RESOURCES	2	1		11	3	
PETROLEUM GEO-						
SERVICES	2	1	4	5	5	6
PETROLIA DRILLING	2	1		11		6
PHOTOCURE	2	7	2	3	2	2
POWEL	1	5	8	6	2	2
PROFDOC	2	7	4	4	2	2
PROSAFE	2	1	5	6	4	
PSI GROUP	2	5		2	3	1
Q-FREE	2	5	3	4	2	2
QUESTERRE ENERGY						
CORPORATION	1	1		4		
REVUS ENERGY	2	1		3	3	0
RIEBER & SØN	2	4	2	4	2	7
ROCKSOURCE	2	1	8	9	4	5
ROYAL CARIBBEAN						
CRUISES	1	8		2		
SAS AB	2	2		5	3	
SCANA INDUSTRIER	2	1	3	5		5
SCHIBSTED	2	8	8	3	2	4
SEADRILL LTD	2	1		6	5	
SEVAN MARINE	1	1		10	3	3
SIEM OFFSHORE INC	2	1		2		
SKIENS AKTIEMØLLE	2	3		3	2	
SOFTWARE INNOVATION	2	5	3	3	2	1
SOLSTAD OFFSHORE	2	1	3	4	3	5
SOLVANG	2	2	3	3	3	
STAR REEFERS INC	1	2		4		

STATOIL	2	1	4	5	4	9
STAVANGER						
AFTENBLAD	2	8	3	5	2	1
STEEN & STRØM	2	3	8	4	2	3
STEPSTONE	2	2	8	6	4	
STOLT-NIELSEN	2	2		4	3	7
STOREBRAND	2	3	8	3	3	
SUBSEA 7	2	1		9	5	
SUPEROFFICE	1	5	3	4	3	2
SYNNØVE FINDEN	2	4		4	3	3
TANDBERG	1	5	1	1	4	5
TANDBERG DATA	1	5	3	3	3	
TANDBERG STORAGE	2	5		7	3	4
TANDBERG TELEVISION	1	5	1	5	4	5
TECO COATING						
SERVICES	2	2		2	2	2
TELECOMPUTING	1	5		5	2	1
TELENOR	2	9		3	3	9
TGS-NOPEC						
GEOPHYSICAL CO	1	1	7	7	4	3
TOMRA SYSTEMS	2	2	3	5	4	5
TTS MARINE	2	2	3	5	2	2
VEIDEKKE	2	2	4	7	3	4
VMETRO	2	5	2	2	3	2
VOSS VEKSEL- OG						
LANDMANDSBANK	2	3		5	3	
WILH. WILHELMSSEN SER.						
A	2	2	2	5	3	7
WILH. WILHELMSSEN SER.						
B	2	2	2	5	2	7
YARA INTERNATIONAL	2	6	4	4	3	6

Fordeling av data:

verdier	opsjoner	sektor	omsetningsvikst	kursutvikling	beta	as kap (mill)
1	ja	energi	-50% - 25%'	-50% - 25%'	- -0	0-10
2	nei	industri	-25%-0	-25%-0	0-0,5	10-20
3		finans	0 -20	0-25	0,5-1	20-40
4		konsumvare	20-40	25-50	1-1,5	40-80
5		It	40-60	50-75	1,5-2	80-160
6		Material	60-80	75-100	2+	160-320
7		Helse	80-100	100-150		320-640
8		Forbruksvare	100+	150-200		640-1280
9		telekom		200-300		1280-2560
10		forsyning		300-500		2560+
11				500+		

Vedlegg 2

Som nevnt ovenfor er NUES stiftet på grunnlag av utgitte anbefalinger utarbeidet av ni forskjellige organisasjoner med deres representanter i parentes.

- Aksjonærforeningen i Norge (Bernt Bangstad)
 - Jobber på aksjonærenes vegne for best resultater i for eksempel tvangsinnløsning, fusjoner og oppkjøp. Har de siste årene satt økt fokus minoritetsvern og har innlysende selskap og lederstyring som fokus (www.aksjonaerforeningen.no).
- Den norske Revisorforening (Per Hanstad)
 - Den norske Revisorforening (DnR) driver primært sett med utvikling og implementering av faglige standarder og normer samt bransjeetiske regler. DnR er også bransjens talerør i saker som gjelder rammevilkår i bred forstand. Med basis i vårt nettverk som består av landets fremste ressurspersoner innen våre fagområder, og de faglige ressurser vi selv rår over, driver vi også utstrakt kurs- og etterutdanningsvirksomhet og eget fagbokforlag (www.revisornett.no).
- Eierforum (Arild Orgland)
 - Eierforum er en uformell gruppe bestående av de største investorene i Norge: Eierforum består av ABN Amro Kapitalforvaltning, DnB NOR Kapitalforvaltning, Folketrygdfondet, KLP, Nordea Fondene, Odin Forvaltning, SpareBank 1 gruppen, Nærings- og handelsdepartementets eierskapsavdeling, Statoil Kapitalforvaltning, Storebrand, Vital Forsikring(www.nues.no).
- Finansnæringens Hovedorganisasjon (Stein Sjølie)
 - Finansnæringens Hovedorganisasjon, FNH, ble stiftet 1. Januar 2000 og representerer banker, forsikringsselskaper, finansieringsforetak, fondsforvaltningsselskaper, verdipapirforetak og finanskonsern i Norge(www.fnh.no).
 - FNHs mål:
 - Etablere en økende forståelse for verdiskapningen i finansnæringen og innsikt i dens rolle som leverandør av finansielle tjenester og risikoavlastning for næringsliv, institusjoner og privatpersoner både i privat og offentlig sektor(www.fnh.no).
 - Arbeide for at konkurransevilkårene for næringens norskbaserte virksomhet blir minst like gode som for næringens konkurrenter(www.fnh.no).

- Koordinere og øke kvaliteten i det næringspolitiske arbeidet for å følge opp og påvirke utviklingen av felles europeiske rammebetingelser(www.fnh.no).
- Norsk Finansanalytikers Forening (Ludvik Sandnes)
 - Norsk Finansanalytikers Forening, NFF, har i underkant av 1300 medlemmer og har som mål å bidra til allmenn forståelse av kapitalmarkedets funksjon, gode rammebetingelser og et vel fungerende kapitalmarked, samt også påse et høyt etisk nivå i finansanalyse, forvaltning, rådgivning, og omsetning av finansielle instrumenter(www.finansanalytiker.no).
- Norske Pensjonskassers Forening (Håkon Persen Søderstrøm)
 - NPF er en sammenslutning av private institusjoners pensjonsstiftelser med det formål å ivareta pensjonsstiftelsenes felles interesser. Foreningen er uavhengig av arbeidstaker- og arbeidsgiverorganisasjoner, men samarbeider med andre organisasjoner der det er naturlig.
- Næringslivets Hovedorganisasjon (Ingebjørg Harto)
 - Næringslivets Hovedorganisasjon, NHO, er Norges største interesseorganisasjon for bedrifter. Kun private bedrifter samt statlige bedrifter som arbeider under konkurransevilkår kan bli medlemmer(www.nho.no).
 - NHO ble stiftet av Norges Håndverkerforbund, Norges Industriforbund og Norsk Arbeidsgiverforening 1. januar 1981.
 - NHO har ca. 17.300 bedrifter som medlemmer. Dette utgjør rundt 442.000 arbeidsplasser.
- Oslo Børs (Atle Degré)
 - Markeds plass og kapitalinnhentningsplass for fri omsetelige aksjer, grunnfondsbevis, derivater og andre verdipapirer.
 - Børsen ble grunnlagt i 1819 og privatisert i 2001. Den eies nå av Oslo Børs Holding.
- Verdipapirfondenes forening (Lasse Ruud)
 - Verdipapirfondenes forening, VFF, har som formål å bidra til en sunn utvikling av bransjen den representerer. Den skriver på sin hjemmeside at "Foreningen skal videreutvikle den allmenne tillit til fondsbransjen, og bidra til å gjøre verdipapirfond til den mest utbredte og effektive spareformen i Norge."
 - Foreningen har som oppgave å (www.vff.no):

Utgi statistikk over medlemsselskapenes virksomhet

- Utarbeide bransjestandarder for medlemsselskapenes virksomhet
- Beskytt medlemsbransjene i forholdt til myndighetene
- Forbedre kunnskapen og interessen for sparing i verdipapirfond