



Profits Without Prosperity

INTRODUKTION TIL ARTIKLEN

På trods af stigende overskud og et boomende aktiemarked føles det for mange amerikanere ikke som om, at finanskrisen er overstået. Samtidig med, at 0,1 % af lønmodtagerne høster næsten al overskuddet, forsvinder gode jobs, og de nyetablerede arbejdspladser er ofte usikre og underbetalte. Men hvorfor? En af de største årsager kan ifølge William Lazonick findes i det faktum, at mange virksomheder prioriterer sine penge på tilbagekøb af aktier fremfor investering i vækstmuligheder og medarbejderne. Eksempelvis brugte 449 virksomheder fra aktieindekset S&P500 i alt \$2,4 trillioner – eller 16,10 billioner kroner – på at tilbagekøbe egne aktier i perioden 2003 til 2012. Dertil blev 37 % af virksomhedernes overskud brugt på udbetaling af udbytte og dividender til aktionærerne. Der var med andre ord betragteligt lidt til investering i virksomhedens egne medarbejdere, højere lønninger eller anden udvikling. Hvorfor er så mange ressourcer dedikeret til tilbagekøb af aktier? Fordi tilbagekøb af aktier driver aktiekursen i vejret på kort sigt, og mange topledere lønstruktur er konstrueret på et aktiebaseret system. Dette betyder, at tilbagekøbende resulterer i massive kompensationspakker og ulig økonomisk fordeling for de almene medarbejder. Man kan se det som om, at virksomhedslederne trækker værdien ud af virksomhederne fremfor at skabe værdi, hvilket i sidste ende underminere generel økonomisk sundhed. For at genskabe balance og velstand må regeringen og lederne handle for at tøjle denne kedelige tendens. Sådan er budskabet fra forfatter William Lazonick. Artiklen er skrevet i en amerikansk kontekst, men pointerne er interessante. Der stilles spørgsmålstejn ved nogle økonomiske tendenser, som dominerer det amerikansk erhvervsliv – nogle tendenser, som vi ikke nødvendigvis behøver importere og implementere.

OM FORFATTEREN

William Lazonick er professor i økonomi ved University of Massachusetts Lowell og koordinator ved dets Center for Industrial Competitiveness. Hans har skrevet flere bøger om velstand og økonomi. Hans bog *Sustainable Prosperity in the New Economy? Business Organization and High-Tech Employment in the United States* vandt i 2010 Schumpeter prisen.



Summary

Erhvervslivets vækst hænger ikke sammen med samfundets økonomiske velstand. Sådan lyder det fra William Lazonick, professor i økonomi ved University of Massachusetts Lowell. Han bebrejder fordelingen af virksomhedsoverskuddet, som tilgodeser aktietilbagekøb og i sidste ende ulig ressourcefordeling.

Tilbagekøbsdagsordenen har vokset sig så stor, at selv aktionærene, som burde være begunstiget af virksomhedernes rundhåndethed, er begyndt at bekymre sig. Det er bekymrende, hvordan store virksomheder, med finanskrisen, in mente, viger bort fra investeringer i fremtidig vækst for virksomheden til fordel for aktietilbagekøb og udnyttbetalinger. Ifølge Laurence Fink, direktør og bestyrelsesformand for verdens største kapitalforvaltning BlackRock, er det bekymrende, at så mange virksomheder har skåret så meget i kapitalforbruget og optager gæld for at højne udbyttebetalinger og tilbagekøbe aktier.

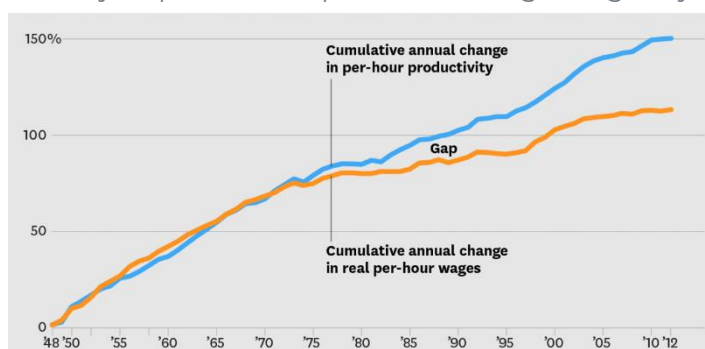
Så hvorfor investeres der så meget i aktietilbagekøb? Flere topledere har forsøgt at forklare hvorfor, men ingen af dem har forholdt sig til det faktum, at deres egne lønninger i høj grad er afhængig af performance på aktiemarkedene. Og sandheden er, at tilbagekøb af aktier driver aktiekursen i vejret på kort sigt. I 2012 modtog de 500 højst betalte topledere i offentlige amerikanske virksomheder gennemsnitligt \$30,3 millioner hver – cirka 203.210.000 kr. – hvoraf 42 % af lønnen kom fra aktieoptioner og 41 % fra aktiebonusordninger. Ved at øge efterspørgslen på virksomhedens aktier vil aktiekursen drives i vejret, og selv hvis det kun er midlertidigt vil virksomheden være i stand til at nå favorable kvartalsindtjening (EPS – earnings per share) på aktierne.

Sagt med andre ord: topledere, som vi forventer og stoler på til at tage de rette beslutninger og investere i fremtidig vækst for den store masse, bruger i stedet virksomhedens ressourcer til at gavne deres egen personlige velstand. Selv medregnet inflationsniveauet er lønningerne af amerikanske direktører fordoblet eller tredoblet siden 1990'erne, samtidig med at den amerikanske økonomi halter gevaldigt efter.

Hvis væksten skal fordeles mere jævnt er løsningen, ifølge William Lazonick, at regeringen og forretningslederne skal arbejde i retning af få både aktietilbagekøb såvel som lønningsniveauet for direktionen under kontrol.

FRA VÆRDISKABELSE TIL VÆRDIUDTRÆKNING

Fra slutningen af 2. Verdenskrig og frem til 1970'erne benyttede store amerikanske virksomheder sig af en retain-and-reinvest driftsmodel. Man fastholdt indtjeningen og geninvesterede pengene i forøgelse af virksomhedens egne kapabiliteter – først og fremmest medarbejderne, som gør virksomheden konkurrencedygtig. Medarbejderne oplevede stigninger i indkomst og større jobsikkerhed, hvilket bidrog til retfærdig og stabil økonomisk udvikling, som William Lazonick kalder "sustainable prosperity" - bæredygtig velstand. Se nedenstående figur, hvor blå linje repræsenterer produktivitet og orange linje repræsenterer udviklingen i lønninger:



Korrelationen mellem øget produktivitet og lønudvikling brød som illustreret sammen i slutningen af 1970'erne, hvor en downsize-and-distribute model i højere grad blev implementeret i virksomhederne. Denne model fokuserer hovedsageligt på reducere af omkostninger, hvilket banede vejen for de finansielle aktører – navnlig aktionærer. Lige siden 1970'erne har fokuset distanceret sig fra værdiskabelse til værdiudtrækning. Dette har siden resulteret i ustabile arbejdsforhold og ulige lønninger. I 2007 blev 12,3 % af USA's samlede lønudbetaling fordelt på den rigeste del af befolkningen, som samlet udgør 0,1% af hele befolkningen! Her er det interessant at notere sig, at den rigeste 0,1 % af befolkningen i stor udstrækning er lønnet baseret på aktieoptioner.

DIREKTØRERNES ARGUMENTATION FOR TILBAGEKØB AF AKTIER

1. "Tilbagekøb skal ses som investeringer i vores undervurderede aktier, hvilket signalere tillid og tiltro til virksomhedens fremtid."
2. "Tilbagekøb er nødvendige for at modveje svækkelsen af EPS, når medarbejdere udnytter deres aktieoptioner."
3. "Vores virksomhed er modnet og løbet tør for profitable investeringsmuligheder – derfor returnerer vi overskydende penge til aktionærer."

Dette er argumenterne, som ofte præsenteres, når man spørger ind til tilbagekøbsdagsordenen. Hertil rejses en omdiskuteret problemstilling; er virksomhedens eller topledelsens forpligtelser primært rettet mod aktionæerne? Den filosofiske retfærdiggørelse af antagelsen om, at aktionæerne skal have størst andel i virksomhedens overskydende kapital bunder i, at aktionæerne har stor interesse i, at kapitalen genererer højest afkast. Denne holdning er central i en maximizing shareholder value (MSV) tilgang til forretningsdrift. Et centralt argument hertil er, at aktionæerne "fortjener" afkastet, da de investerer penge uden nogen garantier for afkast – de bærer en stor risiko.

Problemet er dog, at MSV tilgangen ignorerer de aktører, som også bidrager til virksomheden uden af modtage nogen form for afkast, selvom de også bærer stor risiko. Skatteydere bærer risiko, da deres skatteindbetalinger til statslige agenturer investeres i erhvervslivet og infrastruktur. Medarbejderne i virksomheden bærer ligeledes risiko i udviklingen af kapabiliteter, som gør virksomheden mere konkurrencedygtig. Ifølge Lazonick har disse aktører lige så meget ret til del i overskuddet som aktionæerne.

DIREKTØRERNE TILGODESER EGNE INTERESSER

Lazonick mener, at der er en langt mere plausibel forklaring på tilbagekøbspolitikken end de løse argumenter, der præsenteres ovenfor. Han mener, at forklaringen skal findes i topledelsens lønstruktur, som i høj grad er præget af aktiebaseret performance. Kombineret med presset fra børsene har direktørerne en stor interesse i at tilbagekøbe aktier. Gennemsnitligt består 34 % af topledernes løn af aktieoptioner og yderligere 24 % kommer fra aktiebelønninger.

REFORMER SYSTEMET

Tilbagekøbspolitikken er blevet en usund besættelse. At komme tilbage til en "retain-and-reinvest" (før 1970'erne) forretningsdriftsmodel bliver en stor udfordring, men William Lazonick mener, at det er en absolut nødvendighed, hvis en bæredygtig økonomisk tilstand skal opretholdes. Han opstiller følgende tre råd:

Stop aktietilbagekøb på det frie marked

En god start vil være en grundig undersøgelse af den skade, som aktietilbagekøb på det frie marked har gjort på kapitaldannelsen, industrielle virksomheder og den generelle samfundsøkonomi over de seneste 30 år. Aktiemarkedet fungerer ikke som en kilde til investeringer i erhvervslivet, hertil burde virksomheder selv kunne investere i fremtiden, hvis ressourcerne blev prioriteret rigtigt.

Få styr på aktiebaseret løn

Mange studier har påvist, at store virksomheder bruger de samme referencepunkter i fastsættelsen af direktionens løn, hvilket resulterer i, at topledelsens løn bliver betalt betragteligt over gennemsnittet. Studierne viser også, at selv når aktiekurserne falder, så stiger lønnen, da aktieoptionerne forøges.

Der skal enten strammes op for lovgivningen vedrørende aktietilbagekøb og aktiebaseret løn, ellers skal aktiebaseret løn minimeres generelt. Hvis endelig lønnen skal baseres på nogen form for performance skal det være innovationsbaseret – ikke aktiebaseret.

Transformer bestyrelserne

Mange bestyrelser er domineret af direktører fra andre virksomheder, som har det tilfælles, at de alle har interesser i at bibeholde en høj løn. Ved at fastholde en MSV tilgang mener bestyrelserne, at de tilgodeser aktionærerne.

Dette er en stor del af problemet. En stor del af aktionærerne er private mennesker, som til enhver tid kan sælge sine aktier for at hjemtage profit eller minimere tab. Som Lazonick ser det, er det medarbejderne og skatteyderne, som virkelig har noget på spil. Skatteyderne har interesse i, at virksomheden, som får statslige tilskud og investeringer, kan generere overskud og betale skat til statskassen, som i sidste ende kommer skatteyderne til gode. Medarbejderne har interesse i virksomhedens sundhed, da øget profit og performance kan resultere i lønstigninger, øgede karrieremuligheder og større jobsikkerhed.

Derfor burde skatteydere og medarbejdere sidde med om bestyrelsesbordet; for at sikre en lige ressourcefordeling, som skaber værdi for alle parter.

TALLENE I PERSPEKTIV

Her opstilles tre områder, som både politisk og erhvervsmæssigt lider under tilbagekøbspolitikken.

Alternativ energi

Mens Exxon Mobil modtager \$600 millioner hvert år fra den amerikanske stat til forskning i alternativ energi bruger virksomheden \$21 milliarder på aktietilbagekøb om året. Samtidig har "American Energy Innovation Council", topledere fra Microsoft samt GE og andre store spillere gjort lobbyarbejde for, at den amerikanske regering vil tredoble investeringerne i alternativ energi til \$16 milliarder pr. år. Det er ikke fordi, at virksomhederne mangler pengene –

de har masser penge til at investere – de bruger dem bare på noget andet. Over de sidste ti år har Microsoft og GE brugt cirka \$16 milliarder pr. år på aktietilbagekøb.

Nanoteknologi

Topledelsen hos Intel har længe gjort lobbyarbejde for, at den amerikanske regering vil forøge investeringerne i forskningen af nanoteknologi. I 2005 sagde Intels daværende direktør "it will take a massive, coordinated U.S. research effort involving academia, industry, and state and federal governments to ensure that America continues to be the world leader in information technology". Samtidig etablerede den amerikanske regering "National Nanotechnology Initiative" i 2001. Fra direktørens udtalelse i 2001 og frem til 2013 brugte Intel fire gange NNIs budget på aktietilbagekøb.

Lægemidler

Der har længe været klager over medicinalpriserne i USA. Pfizer og andre store lægemiddelsproducenter har begrundet de høje priser med, at profitten muliggør mere forskning og udvikling i USA end nogle andre steder. Dette står dog i stor kontrast til Pfizers virkelige ageren. Fra 2003 til 2012 kanaliserede Pfizer det, som svarer til 71 % af profitten til aktietilbagekøb og det, som svarer til 75 % af profitten gik til udbyttebetalinger. Pfizer brugte med andre ord mere på aktietilbagekøb og udbyttebetalinger med virksomheden tjente. Ledelsen dykkede ned i kapitalreserverne for at finansiere denne politik. Virkeligheden er altså, at amerikanerne betaler høje priser for medicinen, så de store producenter kan øge tilbagekøbene.