

Eierskapsmeldingens retningslinjer for lederavlønning

Opp som en hjort, ned som en lort?

av

Anna Grøholt Kiær og Kine Bjørkerot Jakobsen

Veileder: Dekan Iver Bragelien

Utredning i Økonomisk Styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Høsten 2006 var det mye negativ fokus på høye lederlønninger i delvis statlig eide selskaper, og særlig ble svært gunstige opsjonsavtaler trukket frem. For å bremse lederlønnsutviklingen i selskaper der staten er eier, annonserte regjeringen at de ville komme med nye retningslinjer for lederlønn, og disse ble lagt frem i forbindelse med eierskapsmeldingen. Mange var spente på hva retningslinjene kom til å inneholde, og utgangspunktet for denne oppgaven var derfor å kartlegge hvordan eierskapsmeldingens retningslinjer for lederavlønning ble mottatt og hva slags syn ulike interessenter hadde på disse. På bakgrunn av dette ville vi gjøre oss opp en mening om hvorvidt vi tror eierskapsmeldingen vil påvirke utformingen av fremtidige insentivprogrammer i delvis statlig eide selskaper. Gjennom intervjuer med selskapene, LO, NHO og Nærings- og handelsdepartementet fikk vi frem deres synspunkter omkring bruk av resultatbasert avlønning og en mer aktiv statlig eierskapspolitikk, og ved hjelp av en begivenhetsstudie undersøkte vi om fremleggelsen av eierskapsmeldingen påvirket selskapenes aksjekurser. I tillegg supplementerte vi analysen vår med en gjennomgang av styrenes lederlønnserklæringer fra selskapenes generalforsamlinger. Dette gjorde vi for å kunne trekke noen konklusjoner om eierskapsmeldingens faktiske konsekvenser. Vår hovedkonklusjon var at eierskapsmeldingens retningslinjer for lederlønn har fått, og kommer til å få, stor betydning for lederavlønning i delvis statlig eide selskaper.

Forord

I løpet av Masterstudiet ved Norges Handelshøyskole fattet vi interesse for temaet resultatlønn, og vi fikk derfor lyst til å fordype oss i dette gjennom en masterutredning. Samtidig ønsket vi en ny vikling på temaet, og da diskusjonen rundt eierskapsmeldingen og resultatlønn oppstod høsten 2006 så vi en mulighet til å kombinere disse. Et så urørt tema krevde at vi måtte vise kreativitet i vår fremgangsmåte, noe vi syntes var spennende. I tillegg var stadige medieoppslag omkring temaet en inspirasjonskilde.

En del av informasjonen vi bygger oppgaven på er basert på intervjuer med representanter fra delvis statlig eide selskaper, LO, NHO og Nærings- og handelsdepartementet. Vi vil rette en stor takk til disse representantene for at de tok seg tid til å svare på våre spørsmål, dette utgjorde en meget viktig del av oppgaven. I tillegg vil vi takke vår veileder Iver Bragelien for mange gode råd og innspill underveis.

Bergen, juni 2007.

Anna Grøholt Kiær og Kine Bjørkerot Jakobsen

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
1. INTRODUKSJON	8
1.1 INNLEDNING	8
1.2 PROBLEMSTILLING	9
1.3 AVGRENSNING.....	10
1.4 METODE	10
1.5 OPPGAVERNS OPPBYGNING.....	12
2. TEORI	13
2.1 PRINSIPAL-AGENT TEORI	13
2.1.1 <i>Moralsk hasard</i>	14
2.1.2 <i>Ugunstig utvalg</i>	14
2.1.3 <i>Risikodeling</i>	14
2.1.4 <i>Opsjoner som lønn</i>	15
2.2 COROPRATE GOVERNANCE	15
3. LEDERAVLØNNING	17
3.1 PRESTASJONSLØNN.....	18
3.2 OPSJONER SOM PRESTASJONSLØNN	20
3.3 OPPSUMMERING	23
4. OPSJONER	24
4.1 FORDELER MED OPSJONER	25
4.1.1 <i>Interessefellesskap</i>	25
4.1.2 <i>Regnskapsføring av opsjoner</i>	25
4.1.3 <i>Likviditet</i>	26
4.2 ULEMPER MED OPSJONER	27
4.2.1 <i>Asymmetriske insentiver og interessekonflikt</i>	27
4.2.2 <i>Negativ omtale</i>	27
4.2.3 <i>Tilsløring av lønn</i>	28
4.2.4 <i>Tilbakedatering av opsjoner</i>	28
4.3 KJENNETEGN VED ET GODT OPSJONSPROGRAM.....	30
4.4 ALTERNATIVE AKSJEBASERTE ORDNINGER.....	31
4.5 OPPSUMMERING	32
5. BONUS	33

5.1	FORDELER	33
5.1.1	<i>Måloppnåelse</i>	33
5.1.2	<i>Belønning på flere områder</i>	33
5.1.3	<i>Tidshorison</i>	34
5.1.4	<i>Ingen fremtidig binding</i>	34
5.1.5	<i>Styrke</i>	34
5.2	ULEMPER.....	34
5.2.1	<i>Overdreven tro på ett operasjonelt måltall</i>	35
5.2.2	<i>Overdreven tro på rentabilitetsmål</i>	35
5.2.3	<i>Uvettig bruk av balansert målstyring</i>	35
5.2.4	<i>Overdreven tro på såkalte objektive måltall</i>	35
5.2.5	<i>Manglende bruk av standardpriser</i>	36
5.2.6	<i>Blanding av overskuddsdeling og insentiver</i>	36
5.2.7	<i>For kompliserte ordninger</i>	36
5.2.8	<i>Støy</i>	37
5.3	OPPSUMMERING	37
6.	STATLIG EIERSKAP	38
6.1	REGJERINGENS EIERSKAPSPOLITIKK	38
6.2	ENDRINGER I ALLMENNNAKSJELOVEN	39
6.3	EIERSKAPSMELDINGEN	40
6.3.1	<i>Eierskapsmeldingen og prestasjonslønn</i>	41
6.4	REAKSJONER PÅ EIERSKAPSMELDINGEN	42
6.5	OPPSUMMERING	44
7.	PRESENTASJON AV INSENTIVPROGRAMMER	46
7.1	HYDRO	46
7.2	YARA.....	47
7.3	TELENOR	49
7.4	CERMAQ	50
7.5	DNB NOR	51
7.6	KONGSBERG GRUPPEN	52
7.7	STATOIL	53
7.8	OPPSUMMERING MED TABELL	55
8.	BEGIVENHETSSTUDIE	56
8.1	BEGIVENHETSTIDSPUNKT, ESTIMERINGSVINDU OG BEGIVENHETSVINDU	56
8.2	MARKEDSMODELLEN	57
8.3	DATA OG UTVALG	58
8.4	FUNN	58
8.4.1	<i>OSEBX</i>	59

8.4.2	<i>Hydro</i>	61
8.4.3	<i>Yara</i>	62
8.4.4	<i>Telenor</i>	64
8.4.5	<i>Cermaq</i>	65
8.4.6	<i>DnB NOR</i>	67
8.4.7	<i>Statoil</i>	68
8.5	OPPSUMMERING	69
9.	INTERVJUER	71
9.1	FREMGANGSMÅTE	71
9.2	SELSKAP A	72
9.3	SELSKAP B	74
9.4	SELSKAP C	75
9.5	SELSKAP D	77
9.6	SELSKAP E.....	78
9.7	SELSKAP F	79
9.8	SELSKAP G	79
9.9	LO	79
9.10	NHO	82
9.11	NÆRINGS- OG HANDELSDEPARTEMENTET (NHD)	83
10.	ANALYSE AV INTERVJUENE	85
10.1	MENINGER OM LEDERLØNN	85
10.1.1	<i>Opsjoner</i>	85
10.1.2	<i>Bonus</i>	87
10.2	EIERSKAPSMELDINGEN	87
10.2.1	<i>Aktivt eierskap</i>	87
10.2.2	<i>Resultatlønn</i>	88
10.2.3	<i>Politisk uforutsigbarhet</i>	90
10.2.4	<i>Uklare retningslinjer</i>	91
10.2.5	<i>Betydning for fastlønn</i>	93
10.2.6	<i>Effekt på andre aktører</i>	93
10.2.7	<i>Tilbakevirkende kraft</i>	94
10.3	OPPSUMMERING	95
11.	EIERSKAPSMELDINGEN I PRAKSIS	98
11.1	DNB NOR	99
11.2	HYDRO	99
11.3	KONGSBERG	100
11.4	YARA.....	101
11.5	TELENOR	101

11.6	STATOIL	102
11.7	CERMAQ	103
11.8	OPPSUMMERING	103
12.	KONKLUSJON	106
	FORSLAG TIL VIDERE STUDIER	109
	LITTERATURLISTE	110
	VEDLEGG 1: ALLMENAKSJELOVEN § 6-12	117
	VEDLEGG 2: ALLMENNAKSJELOVEN § 6-16A.....	118
	VEDLEGG 3: ALLMENNAKSJELOVEN § 5-6.....	120
	VEDLEGG 4: SPØRSMÅL TIL SELSKAPER MED OPSJONER	121
	VEDLEGG 5: SPØRSMÅL TIL SELSKAPER UTEN OPSJONER	122
	VEDLEGG 6: SPØRSMÅL TIL LO	123
	VEDLEGG 7: SPØRSMÅL TIL NHO	124
	VEDLEGG 8: SPØRSMÅL TIL NHD	125

1. Introduksjon

1.1 Innledning

Høsten 2006 opplevde vi en mediestorm omkring prestasjonslønn for toppledere. Det hele toppet seg i november da Telenors konsernsjef Fredrik Baksaa løste inn opsjoner til en verdi av over 12 millioner kroner, og styret i Statoil vedtok et meget raust bonusprogram for selskapets toppledere. Dette fikk sinnet i kok hos både politikere og folk flest, de mente det var uhørt at ledere i delvis statlig eide selskaper skulle ha slike lukrative ordninger. I forbindelse med dette uttalte Baksaa at

”Jeg hadde gjort en dårligere jobb dersom jeg ikke hadde hatt denne lønnspakken. Når man har vært med lenge betyr mulighetene for vekst og verdiskapning mye” (Dagens Næringsliv, 2006e, s. 12)

Senere uttalte avtroppende DnB NOR-sjef Svein Aaser at

”Det er andre drivkrefter som bør drive ledere enn store opsjongsgevinster. Drivkraften i å skape noe som blir stående, er så sterk i Norge at det er mer enn nok. Hvis man ikke har nok med andre drivkrefter enn opsjongsgevinster, bør man kanskje ikke være toppleder” (VG, 2006, s. 13)

Dette gir en indikasjon på hvor sprikende syn selv toppledere hadde til bruk av opsjoner. Det var mange som mente at det nå var på høy tid at staten grep inn og krevde moderasjon. Men historien begynner ikke her. Allerede i april 2006 la regjeringen frem et forslag til endringer i allmennaksjeloven som skulle gi generalforsamlingene mer innflytelse på fastsettelse av lederlønninger, noe styret til nå hadde hatt full kontroll over. På bakgrunn av disse endringene ville regjeringen legge frem en eierskapsmelding, hvor målet var å tydeliggjøre sin eierskapspolitikk. I løpet av den påfølgende sommeren skrev Dagens Næringsliv flere artikler hvor de belyste hvilke mulige milliongevinster toppledere i delvis statlig eide selskaper satt på gjennom sine opsjonsavtaler, og en debatt omkring dette oppstod. I kjølvannet av denne debatten ble det rettet stor oppmerksomhet mot den kommende eierskapsmeldingen, som allerede hadde blitt utsatt en rekke ganger. I løpet av høsten kom det flere lekkasjer om innholdet i denne meldingen, og det ble fort slått fast at staten ville

stemme nei til opsjoner i generalforsamlingene. I tillegg var det klare indikasjoner på at det ville komme begrensninger på bruk av annen variabel lønn.

”Staten ville være en dårlig eier hvis vi ikke hadde en klar politikk for avlønning av toppledere, uttrykt gjennom vedtatte dokumenter og fulgt opp av generalforsamlinger og styret” (Dagens Næringsliv, 2006d, s. 2).

Dette uttalte Statsminister Jens Stoltenberg før fremleggelsen av eierskapsmeldingen. Ved hjelp av eierskapsmeldingen ville staten bidra til mer åpenhet og forutsigbarhet ved å kommunisere hvordan de vil utøve sitt eierskap. En viktig del av dette var å ha en mening om avlønning av toppledere i selskaper med delvis statlig eierskap, og det ble derfor lagt frem nye retningslinjer for dette.

Eierskapsmeldingen og de nye retningslinjene for lederlønn ble lagt frem 8. desember 2006, og reaksjonene lot ikke vente på seg. Dette var et tema som engasjerte både investorer, selskaper, politikere, fagforbund og folk flest, og vi var vitne til mange sterke og ulike meninger. Det var i lys av diskusjonene både i for- og etterkant av denne fremleggelsen at vi fikk lyst til å skrive denne oppgaven. Det ga oss anledning til å skrive om resultatbasert avlønning, samtidig som vi kunne vinkle oppgaven noe annerledes enn hva som hadde blitt gjort tidligere. Det var motiverende å jobbe med ferskt materiale, som hadde så bred mediedekning. Da vi søkte på Telenor og opsjoner i Atekst, en nyhetsdatabase, fikk vi 280 treff for tidsrommet april til desember 2006. Også i tiden etter at oppgaven var påbegynt fortsatte mediene å omtale temaet, og dette ga oss videre inspirasjon. Vi så spesielt frem til selskapenes generalforsamlinger da vi håpet på å se noen praktiske konsekvenser at eierskapsmeldingen.

1.2 Problemstilling

I utgangspunktet ønsket vi å se på hvordan eierskapsmeldingens retningslinjer for lederavlønning ville påvirke utformingen av fremtidige insentivprogrammer i selskaper der staten er deleier, men etter å ha forhørt oss med et utvalg selskaper fant vi fort ut at vi var for tidlig ute. Selskapene hadde ikke tatt stilling til de nye retningslinjene ennå, og i tillegg var informasjonen rundt fremtidige program konfidensiell frem til de hadde blitt lagt frem på generalforsamling. Vi måtte derfor formulere en ny problemstilling:

Hvordan ble eierskapsmeldingen mottatt, hva slags holdninger har ulike interessenter til denne, og kan det på bakgrunn av dette trekkes konklusjoner om hvorvidt eierskapsmeldingens retningslinjer for lederavlønning vil påvirke utformingen av fremtidige insentivprogram i selskaper der staten er deleier?

1.3 Avgrensning

Vi har satt to begrensninger på utvalget av selskaper som er med i denne oppgaven. Den ene er at selskapene må være børsnotert, fordi dette gjør at opsjonene blir påvirket av eksterne markedsforhold. Den andre er at statlig eierskap i selskapene må være større enn en tredjedel. For vedtak om kompensasjon til toppledere trenger man over 50 prosent flertall i generalforsamlingen, noe staten er sikret i Statoil, Telenor og Kongsberg Gruppen fordi de har over 50 prosent eierskap. Protokoller fra de siste års generalforsamlinger i Hydro, Cermaq og Yara viser derimot at det ikke er vanlig med et oppmøte på mer enn 60 prosent av aksjonærene, noe som gjør at staten vil sikre et flertall med et eierskap i overkant av 30 prosent. Vi har derfor også valgt å ta med selskaper der staten eier en tredjedel av aksjene, eller mer. Dette fører til at vi kan inkludere til sammen syv selskaper: Statoil, Kongsberg Gruppen, Telenor, Hydro, Yara, DnB NOR og Cermaq.

1.4 Metode

Det første vi gjorde var å lese eierskapsmeldingen og de nye retningslinjene for lederavlønning i selskaper med statlig eierskap, og diskutere innholdet i disse. I tillegg hadde vi stor nytte av en utredning om lederlønninger og opsjoner skrevet av Jon Gunnar Pedersen på oppdrag fra Regjeringen. Deretter brukte vi Atekst, en database som inneholder redaksjonsarkivene til en rekke norske aviser og tidsskrifter, for å hente inn bakgrunnsinformasjon om temaet, samt reaksjoner på eierskapsmeldingen. På grunnlag av dette dannet vi oss et bilde av hva vi ønsket å gå nærmere inn på.

Innhenting av informasjon til teoridelen, som omhandler prinsippal-agent teorien og corporate governance, gjorde vi først og fremst ved søk i bibliotekets databaser, der vi fant akademiske artikler som omhandlet temaene. I tillegg brukte vi utredningen fra Pedersen. Informasjon om lederavlønning, opsjoner og bonus hentet vi primært inn fra søk i Google, bibliotekets databaser, tidligere studentutredninger fra NHH og lærerbøker. Vi leste en rekke akademiske

journaler for å kunne inkludere både teori og tidligere forskning på området. Da det ble vanskelig å finne artikler om bonus for ledere brukte vi også andre kilder, som forelesningsnotater fra ”Styring av større foretak”. For å kartlegge regjeringens eierskapspolitikk og endringer i allmennaksjeloven brukte vi hovedsakelig regjeringens og Nærings- og handelsdepartementets (NHD) egne hjemmesider. Når det gjelder reaksjoner på eierskapsmeldingen brukte vi i stor grad Atekst.

I tillegg til å kartlegge mottakelsen som eierskapsmeldingen fikk av ulike interessenter, ville vi også se litt nærmere på om markedet reagerte på annonseringen av denne. Vi valgte derfor å gjennomføre en begivenhetsstudie for å finne ut om presentasjonen av eierskapsmeldingen 8. desember hadde noe effekt på aksjekursene til vårt utvalg av selskaper. Vi gjorde dette for å få mer bredde på oppgaven, se saken fra ulike sider, og på bakgrunn av dette styrke våre konklusjoner. Vi brukte deler av markedsmodellen for å regne ut forventet kursutvikling slik at vi kunne sammenligne denne med den faktiske utviklingen før, på og etter annonseringstidspunktet til eierskapsmeldingen. Studien ble basert på tall fra Børsprosjektet ved NHH, og en mer detaljert fremgangsmåte finnes i kapittel 8.

Som tidligere nevnt ble oppgaven avgrenset til å omfatte de børsnoterte selskapene hvor staten har et eierskap på mer enn en tredjedel. Vi valgte å presentere insentivprogrammene til disse syv selskapene, og denne informasjonen fikk vi fra årsrapporter og utredningen til Pedersen. Videre ønsket vi et intervju med en representant fra hvert av disse selskapene for å kunne gå mer i dybden på spørsmål om eierskapsmeldingen og insentivprogrammer, og fikk gjennomført et intervju med fem av disse selskapene. Vi intervjuet også representanter fra LO, NHO og NHD, disse fikk individuelle spørsmålssett. Vi valgte de samme spørsmålene til selskapene med opsjoner og et annet spørsmålssett til de uten opsjoner. Denne metoden ble valgt fordi vi ville ha et sammenligningsgrunnlag for analysedelen, samtidig som vi ville få frem forskjeller mellom selskaper med og uten opsjoner. Selv om vi hadde ferdige spørsmålssett til intervjuobjektene, var vi veldig innstilt på å få til en dialog slik at vi fikk anledning til å komme med oppfølgingsspørsmål og samtidig la respondentene få snakke fritt innen de områdene de vektla mest. Fordi enkelte respondenter uttrykte et ønske om anonymitet for seg selv og selskapet, førte dette til at vi dessverre måtte utelukke en del informasjon fordi denne var for selskaps- og bransjespesifikk. Totalt sett føler vi likevel at vi fikk mye verdifull informasjon og klare synspunkter fra intervjuprosessen. En mer detaljert fremgangsmåte for intervjuene er beskrevet i kapittel 9.

Vi ville supplere analysen vår ved å gi en pekepinn på fremtidige konsekvenser av eierskapsmeldingen. Dette gjorde vi ved å gå igjennom styrenes lederlønnserklæringer fra selskapenes generalforsamlinger, og hvordan staten forholdt seg til disse.

1.5 Oppgavens oppbygning

Oppgaven starter med en presentasjon av prinsipal-agent teorien, og ser corporate governance i sammenheng med denne. Relevant empiri er også inkludert. Vi gir så en innføring i lederavlønning, hvor vi kartlegger bruk av prestasjonslønn for ledere i Norge. Deretter går vi igjennom hva opsjoner og bonus er, og legger spesielt vekt på positive og negative sider ved disse avlønningsformene. Videre blir regjeringens eierskapspolitikk, endringer i allmennaksjeloven, og eierskapsmeldingen gjennomgått. Vi gjør så rede for ulike reaksjoner på fremleggelsen av eierskapsmeldingen samt på statens nye retningslinjer for lederavlønning i delvis statlig eide selskaper. Etter dette følger en presentasjon av insentivprogrammene til selskapene i vårt utvalg, som tilslutt blir oppsummert i en tabell for sammenligning. Deretter gis det en gjennomgang av vår begivenhetsstudie, hvor vi ser på markedets reaksjon på fremleggelsen av eierskapsmeldingen. Oppgaven tar så for seg intervjuene med selskapene, LO, NHO og Nærings- og handelsdepartementet. Deretter følger en analyse av intervjuene hvor vi sammenligner selskapene, og inkluderer erfaringer fra tidligere kapitler samt egne synspunkter. Avslutningsvis ser vi på mottagelsen styrenes lederlønnserklæringer fikk på årets generalforsamlinger. På denne måten får vi et innblikk i eierskapsmeldingens praktiske konsekvenser. Tilslutt oppsummerer vi oppgaven, og konkluderer i forhold til vår problemformulering.

2. Teori

I dette kapitlet vil vi presentere prinsipal-agent teorien, og se corporate governance i sammenheng med denne. Relevant empiri vil også bli inkludert. Dette er med på å danne bakgrunnen for videre diskusjon og analyse i oppgaven.

2.1 Prinsipal-agent teori

Et prinsipal-agent problem kan oppstå når prinsipalen, altså eieren eller aksjonærene, leier en annen part, en agent, til oppgaver som krever at denne får noe beslutningsansvar. Agenten bærer kostnader i form av tid, kunnskap og krefter, og mottar en kompensasjon for dette. I følge teorien har agenten ingen moral, og vil derfor prøve å yte mindre innsats enn hva kontrakten tilsier på områder som er vanskelig å overvåke. Dermed oppstår problemet at agenten og prinsipalen ikke har det samme målet. Prinsipalen vil ha best mulig avkastning på sin kapital, mens agenten vil minimere sine kostnader i forhold til kompensasjonen han mottar. Dette vil være mulig fordi prinsipalen ikke har mulighet til å overvåke agenten uten store kostnader, og fordi eierne selv ikke nødvendigvis har den rette kunnskapen til å instruere agenten i hans oppgaver og oppdage når agenten handler mot deres interesser. Dette er hva man kaller et moralsk hasard problem (Kaplan og Atkinson, 1998).

Når det gjelder ledere som agenter, har slike personer gjerne flere oppgaver som skal utføres, eller én oppgave med flere dimensjoner. Ved bruk av insentivlønn til slike ledere vil dette ikke bare motivere til mer innsats og allokering av risiko, men også til å styre innsatsen til lederen blant de ulike oppgavene eller dimensjonene. For å inkludere dette har Holstrom og Milgrom (1991) satt opp en multidimensjonal prinsipal-agent teori, som dermed innebærer "multitasking". Problemet med multitasking er at det kan oppstå vridningseffekter ved at agenten fokuserer mer på enkelte oppgaver enn andre, fordi det kan gi bedre uttelling på insentivlønnen. Aktivitetene kan konkurrere om tiden og oppmerksomheten til agenten, og agenten vil i følge prinsipal-agent teorien velge de aktivitetene som gir best uttelling på insentivlønnen. Og dersom det er vanskelig å måle innsatsen på enkelte aktiviteter, er det større sjanse for at nettopp disse aktivitetene blir oversett. En konsekvens kan dermed være at aktiviteter som er viktige for selskapet, men som ikke vil gi den beste økonomiske uttellingen for agenten dersom han fokuserer på disse, kan bli oversett.

2.1.1 Moralsk hasard

Moralsk hasard impliserer at en agent ikke bør lønnes etter en flat modell, fordi dette kan føre til sløsing med ressurser til fordel for agenten i stedet for å oppmuntre til en oppførsel som fremmer eiernes interesser. Dermed må agenten lønnes på en slik måte at hans interesser sammenfaller med prinsipalens, og dette kan ta form av bonuser som baseres på resultatoppnåelse, opsjoner eller andre aksjebaserte systemer. Men det vil likevel være forskjeller i deres interesser på grunn av ulike holdninger til risiko. En prinsipal er i følge teorien risikonøytral mens en agent er risikoavers, en agent har mer informasjon om sine egne handlinger og detaljer om selskapet, og en prinsipal har begrensede muligheter til å overvåke agentens handlinger. Dermed oppstår agentkostnader som en følge av interessekonfliktene. For å minimere disse agentkostnadene er det viktig å utforme insentivprogrammer som på en best mulig måte forener interessene til agenten med prinsipalen (Kaplan og Atkinson, 1998).

2.1.2 Ugunstig utvalg

Et annet problem innen prinsipal-agent teorien er ugunstig utvalg. Her har agenten privat informasjon før en kontrakt blir inngått, som vil si at agenten selv vet hva slags type han er, om han for eksempel er lat. Dette kan ikke prinsipalen observere før en kontrakt er inngått. For å tiltrekke seg talentfulle mennesker til jobben kan selskapet bruke sortering for å få de ønskede typene til å søke. Dette kan gjøres ved å sette opp et insentivsystem som kun gir god uttelling ved oppnåelse av ønskede resultater. Dersom grunnlønnen er forholdsvis lav, men man oppnår en høy gevinst hvis selskapet når forskjellige mål, er det en større mulighet for at de som søker er villige og kapable til å gjøre den innsatsen som behøves for å oppnå et bedre resultat og dermed høyere kompensasjon (Macho-Stadler og Pérez-Castrillo, 2001).

2.1.3 Risikodeling

En prinsipal og en agent har ulike syn på risiko. I prinsipal-agent modellen er prinsipalen risikonøytral, mens agenten er risikoavers. Fordi agenten normalt sett kun mottar lønn fra én arbeidsgiver, vil han være avhengig av denne inntekten og dermed foretrekke en sikker utbetaling fremfor en usikker når disse gir lik forventet nytte. Prinsipalen vil som regel være mer diversifiserte enn agenten, og dermed ha større evne til å til å bære et eventuelt tap. Dette må tas hensyn til under utformingen av et insentivprogram, ved at man ser på faktorer som for eksempel hvor stor påvirkning markedssvingninger skal ha på en variabel lønn, hvor

stor påvirkningsmakt agenten har på resultater, og hvor mye agenten vil motta i minimumslønn (Kaplan og Atkinson, 1998; Macho-Stadler og Pérez-Castrillo, 2001).

2.1.4 Opsjoner som lønn

Dittman og Maug så i 2007 på hvordan prinsipal-agent teorien passet med virkelige kompensasjonsprogrammer til 598 amerikanske ledere. De utviklet en ny prinsipal-agent modell, som predikerer at den beste løsningen er ingen eller få aksjeopsjoner, men at aksjebasert avlønning vil gi et godt insentiv, og en lavere grunnlønn. Dette ville spart selskapene for store kompensasjonskostnader i forhold til de insentivprogrammene som ble observert, men samtidig gitt agentene like gode insentiver. De konkluderer derfor med at denne modellen ikke klarer å forklare hvorfor ledere i selskaper mottar opsjoner som kompensasjon. Dette er riktig nok en amerikansk studie, og man kan ikke uten videre overføre forskning på amerikanske insentivprogram til norske forhold. Vi mener likevel at studien er interessant, fordi det blir konkludert med at opsjoner ikke er en optimal løsning på prinsipal-agent problemet.

En finsk studie av Matts Rosengren fra 2002 finner støtte for sine fremsatte hypoteser om at prinsipal-agent teorien i en stor grad forklarer finske kompensasjonssystemer og bruk av opsjoner. Rosengren mener å finne beviser for at sannsynligheten for bruk av opsjoner øker med størrelsen på selskapet og dens muligheter for vekst. Dette mener han er i overensstemmelse med teorien, hvor overvåkningskostnader øker med selskapets størrelse og kompensasjonen bør knyttes tettere til aksjepris når investeringsmulighetene er større. Det ble også funnet bevis for at bruk av opsjoner går ned med risiko og selskapsfokus.

2.2 Corporate governance

Knyttet til prinsipal-agent problemene er corporate governance, eller eierskapsstyring. Av OECD beskrives corporate governance som “a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined” (Oslo Børs, 2007a). Videre mener OECD at god eierstyring bør gi ledelsen insentiver til å jobbe for selskapets interesser, og legge til rette for overvåking for eierne. Dette fører til at selskapets ressurser kan bli brukt mest mulig effektivt.

I Norge er det ”Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse”, NUES, som har satt opp retningslinjene som gjelder for selskaper på Oslo Børs. Deres ”norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse” omhandler flere områder, inkludert godtgjørelse for ledere. For disse retningslinjene gjelder ”comply or explain”, det vil si at alle selskaper på Oslo Børs må følge disse eller forklare hvorfor de ikke gjør det. Om godtgjørelsen til ledere har utvalget slått fast at

”Retningslinjene bør bygge på at godtgjørelsen til daglig leder og øvrige ledende ansatte, både i form og størrelse, utformes slik at den fremmer verdiskapingen i selskapet og bidrar til sammenfallende interesser mellom eierne og ledende ansatte. Godtgjørelsene bør ikke være av en art eller ha et omfang som kan skade selskapets renommé” (NUES, 2006, s. 41).

Kristin Wallevik (2005) har satt prinsipal-agent teorien i forbindelse med forskning på eierskapsstyring og mener at eierskap påvirker agentproblemene. I selskaper med spredt eierskap eller flere grupper aksjonærer er det mulig at ulike grupperinger er uenige om for eksempel reinvesteringer og utbytte. Slike konflikter vil skape mer rom for agenten til å følge egne interesser, fordi det er uklart hvem han opptrer som agent for.

Gaarud og Nilsen (2004) fant i sin masterutredning en sammenheng mellom eierskap og bruk av opsjoner, og konkluderte med at selskaper med konsentrert eierskap, det vil si med en eier som holder mer enn en tredjedel av aksjene, brukte opsjoner i mindre grad enn selskaper med spredt eierskap ved avlønning av sine ledere. Dette er i samsvar med hva Rosengren (2002) fant, nemlig en sammenheng mellom bruk av opsjoner og eierskapsstruktur, der høyere konsentrasjon av eierskap reduserer bruk av opsjoner, mens institusjonelt eierskap øker sannsynligheten for opsjonspakker. Dette kan forklares med at et mer konsentrert eierskap lettere kan føre en viss kontroll med ledelsen, mens større spredning eller institusjonelle eiere vil ha vanskeligere for dette og dermed må bruke flere midler på å forene interessene og unngå ledelsesstyring.

3. Lederavlønning

Lederlønninger er et meget omdiskutert tema. De er vesentlige for å tiltrekke og holde på dyktige toppledere, men de er også politisk følsomme, i medias søkelys, og spiller en vesentlig rolle når ”mannen i gata” sitt syn på næringslivet skal formes. Det er styret i et selskap som fastsetter belønningen til topplederen, og må vurdere hvilket lønnsnivå og hvilke betalingsformer som kreves for å beholde den beste lederen. Det er mange faktorer som spiller inn når en topplederlønn skal avgjøres. I en rapport utarbeidet av NHO i 2001 nevnes selskapets størrelse, dens økonomiske og konkurransemessige situasjon, markedet lederen skal rekrutteres fra, og internasjonal integrering som eksempler på forhold som spiller inn når godtgjørelsen skal fastsettes. På bakgrunn av dette er det veldig naturlig at både lønnsnivå og belønningsformer varierer i stor grad mellom bransjer og selskaper. For eksempel kan man observere at topplederlønningene i det private næringsliv er betraktelig høyere enn i det offentlige næringsliv.

I følge en undersøkelse foretatt av Hay Group i 2005 er topplederne i store, norske selskaper dårligst betalt i Europa med en lønn cirka 40 prosent under gjennomsnittet. Samtidig har de også de laveste bonusutbetalingene i Europa. Til sammen ligger kompensasjonsutbetalingene cirka 47 prosent under det europeiske gjennomsnittet. Nyutdannede og ansatte i lavere stillinger tjener imidlertid mye mer enn gjennomsnittet, noe som gjør at lønnsforskjellene i Norge er mye mindre enn i andre land (Kigen, 2005). Statistisk sentralbyrå har funnet at topplederlønningene i Norge økte med 12,3 prosent i 2004, dette var tre ganger så mye som for vanlige lønsmottakere (Statistisk Sentralbyrå, 2006). Hay Group mener denne undersøkelsen er basert på et spisset utvalg toppledere, og i en egen undersøkelse har de funnet en lønnsvekst på 3,9 prosent inkludert bonusutbetalinger. De har liten tro på en stor økning i lederlønningene fordi norske ledere ikke er veldig mobile, noe som gjør lønnsmarkedet lokalt. De mener den sosialdemokratiske kulturen vil holde tilbake veksten, men at det er mulig at vi vil finne en noe høyere vekst i veldig internasjonale selskaper, som Statoil, Hydro, Yara og Telenor (Kigen, 2005).

Debatten om topplederlønninger er langt fra særnorsk, men i følge en rapport fra NHO (2001) er media, politiske miljøer og andre i Norge spesielt opptatt av fordelingsmessige spørsmål. Disse interessegruppene hevder at selskaper har ansvar for å utforme lederlønninger som beviser moderasjon, og påpeker at solidaritetslinjen i inntektspolitikken

settes i fare. Dette har igjen ført til krav om at myndigheter og organisasjoner må søke å styre utviklingen (NHO, 2001). I en utredning gjort for Finansdepartementet (Norges Offentlige Utredninger, 2000, s. 40) står det blant annet at ”avlønningen av ledere i norske virksomheter må også ses i sammenheng med lønnsdannelsen ellers i samfunnet. Sterk vekst i lederløningene kan gjøre det vanskeligere å få allmenn oppslutning om moderate lønnsoppgjør og bidra til å svekke oppslutningen om det inntektspolitiske samarbeidet. Høye tillegg til ledere kan også gi inntrykk av at selskapene har større overskudd å fordele i lønnsoppgjørene enn hva som er realiteten.”

3.1 Prestasjonslønn

Prestasjonslønn er utformet med sikte på å påvirke motivasjonen og arbeidsinnsatsen direkte og kontinuerlig (Heum, Nesheim, Norhaug og Salvanes, 2006). Bruken av prestasjonslønn øker stadig i norsk arbeidsliv og det blir ofte hevdet at toppledelsens dyktighet og kompetanse er meget avgjørende for de resultater som et selskap oppnår. Dermed blir det naturlig at lønnen til toppledelsen i et selskap gjøres sterkere avhengig av selskapets resultater og utvikling, og det er nettopp dette som observeres i praksis. I følge en rapport fra NHO (2001) har det i Norge de seneste årene vært en stor økning i bruk av mer differensiert avlønning basert på individuell dyktighetsvurdering, nærmere bestemt prestasjonslønn. Tall for amerikanske børsnoterte selskaper viser at så lite som en tredjedel av det lederne mottar er fastlønn, mens over 40 prosent er i form av aksjeopsjoner (Conyon og Murphy 2000). De variable tilleggene, særlig aksjer og opsjoner, har i følge Core, Guay og Larcker (2003) vært den sterkeste voksende delen av amerikanske leders avlønning.

Forskerne Nordhaug og Døving fra NHH presenterte i 2006 (i Heum et al, 2006), nye tall for bruken av prestasjonslønn. Dette inkluderte blant annet bonusordninger, opsjoner, aksjer og fallskjermer, i Norge og andre land. Dataene om belønningssystemene de analyser er hentet fra Cranfield-studien, en flernasjonal spørreundersøkelse omkring ulike emner innenfor personalledelse. Tabell 1 viser utbredelsen av prestasjonslønn for ledere basert på ulike indikatorer, presentert i prosentandel av selskapene etter land.

Tabell 1

Land	Insentivsystem for ledere
Hellas	66 %
Sveits	62 %
Tyskland	56 %
Belgia	53 %
Østerrike	47 %
Danmark	47 %
New Zealand	43 %
Nederland	41 %
Canada	39 %
Storbritannia	32 %
Norge	31 %
Finland	26 %
Sverige	22 %
Tyrkia	20 %
Israel	17 %
Gjennomsnitt	39 %

Tallene gjelder prosentandelen av selskaper som lønner etter prestasjoner (Heum et al, 2006).

I tabellen ovenfor ser vi at Norge kommer under gjennomsnittet når det gjelder bruk av prestasjonslønn. Dette betyr at Norge i mindre grad lønner ledere etter prestasjoner enn mange andre land. Av tabellen fremgår det også at svenske selskaper bruker prestasjonslønn i mindre grad enn norske, mens man i Danmark finner det motsatte.

I våre litteratursøk opplevde vi at det var meget vanskelig å finne objektiv forskning rundt prestasjonslønn i Norge. Vi har derfor valgt å inkludere noen ideologiske standpunkter for å få frem synspunkter fra norske akademikere.

Professor Paul Gooderham ved NHH uttaler til Dagens Næringsliv (2007c) at han tror prestasjonslønn kan bli et økende fenomen i fremtiden dersom regjeringen ikke setter bremsene på. I Norge har normer og sterke fagforeninger begrenset bruken av prestasjonslønn så langt, men Gooderham mener disse normene nå er under press. Han hevder de heftige debattene om lederlønn og personlige bonuser kan tyde på det, og at norske selskaper og konsultentselskaper ser stadig nærmere på hva utenlandske selskaper foretar seg. Tor Grenness (2006) ved Handelshøyskolen BI trekker frem den sosialdemokratiske likhetskulturen når han argumenterer mot utstrakt bruk av resultatbasert lønn. Den norske likhetstanken mener han nå er utfordret av endringer i avlønningsformen av ledere. Det går nå mot en amerikanisering av systemet, noe som innebærer en større andel resultatbasert lønn og større lønnsforskjeller mellom ledere og øvrige ansatte.

3.2 Opsjoner som prestasjonslønn

Prestasjonslønn har vært i vinden den siste tiden, og det har spesielt blitt fokusert på gunstige opsjonsordninger til toppledere. Hovedhensikten med disse ordningene har i utgangspunktet vært å bidra til mer effektiv drift av selskapene gjennom å påvirke topplederne til først og fremst å tenke på selskapets overskudd og markedsverdi, slik at markedsverdien økes til fordel for aksjonærene. Murphy (1999) konkluderer med at enkelte studier finner at opsjonsordninger for ledere kan bidra til økt markedsverdi av selskapene, men samlet sett er det allikevel lite empirisk belegg for å konkludere at opsjonsordninger bidrar til mer effektiv drift og økt markedsverdi av selskapene. Falkenberg og Fjellkårstad (2003) har sett på sammenhengen mellom bruk av opsjoner og selskapers resultater i Norge, og finner at dersom opsjoner inkluderes i lederes avlønning påvirker dette i liten grad selskapenes resultater.

Nordhaug og Døving (i Heum et al, 2006) ser også på bruk av aksjer og opsjoner som belønningsform og tabell 2 viser antall selskap for hvert land som deltok i Cranfield-studien, og hvor stor andel av disse selskapene som bruker aksjer og opsjoner som prestasjonslønn for ledere. Det fremgår fra tabellen at nest etter Tyrkia er Norge det landet der aksjer eller opsjoner sjeldnest inngår i belønningspakken for ledere. I Danmark, det andre skandinaviske landet i undersøkelsen, bruker langt flere selskaper aksjer og opsjoner som avlønning for sine ledere. Dette er i samsvar med tabell 1 ovenfor, der det fremgår at utbredelsen av

prestasjonslønn for ledere i norske selskaper er mindre enn i danske og de fleste øvrige landene sine selskaper.

Tabell 2

Land	Antall	Aksjer og opsjoner %
Hellas	180	38
Belgia	191	36
Frankrike	400	34
Danmark	516	31
Storbritannia	1115	31
Tyskland	320	23
Canada	364	22
Sveits	311	21
Israel	175	19
New Zealand	286	18
Spania	294	18
Østerrike	270	18
Nederland	397	16
Finland	293	15
Norge	303	14
Tyrkia	171	11

Tallene er hentet fra Heum et al (2006)

Nordhaug og Døving har også nærmere analysert forekomsten av aksjer og opsjoner som belønningsform. De definerer de avhengige variablene i analysen, aksjer og opsjoner for ledere og andre insentivordninger, som kodet enten - eller. Dette innebærer at selskapene har angitt om de bruker disse belønningsformene eller ikke. På bakgrunn av dette har forfatterne brukt logistisk regresjon for å analysere betydningen av kultur, arbeidsmarkedsinstitusjoner,

eierskap og markedsforhold og estimert en likning for hver av de avhengige variablene. Tabell 3 viser resultatene.

Tabell 3

	Aksjer og opsjoner	Andre insentivordninger
Kulturvariabler		
Maktavstand	0,00	- 0,012***
Individualisme	0,01***	-0,007**
Andel fagorganiserte	- 0,10***	-0,05*
Lønnsforhandlinger		
Individuelt	0,10***	0,14****
Lokalt	0,08***	0,08***
Sentralt (nasjonalt)	-0,01	0,03
Statlig virksomhet	-1,91***	-1,38***
Amerikansk selskap	1,13***	0,39*
Globalt marked	0,25***	0,19***
Antall ansatte (logaritme)	0,31***	0,15***

Tallene er hentet fra Heum et al (2006). * p<0,05 ** p<0,01 *** p<0,001

Av tabellen fremgår det at individualisme, som trekk ved nasjonal kultur, er klart utslagsgivende for at selskapet bruker aksjer og opsjoner som belønning til sine ledere. Dette kan bety at ”i land der individbaserte lønssystemer er generelt akseptert, er det større aksept for individualisering på dette området. Andre insentivordninger synes imidlertid å være mest utbredt i kollektivistiske kulturer med en liten maktavstand” (Nordhaug og Døving, i Heum et al, 2006, s. 165). Nordhaug og Døving finner også at økende maktavstand ikke har noen

betydning for bruk av aksjer og opsjoner for ledere, og støtter dermed ikke antagelsen om at det i land med stor maktavstand vil være akseptabelt med store forskjeller. Tabell 3 viser videre at andel fagorganiserte klart reduserer tilbøyeligheten til at aksjer og opsjoner brukes, og at lokale og individuelle lønnsforhandlinger øker tendensen til at aksjer og opsjoner og andre insentivordninger inngår i avlønningen til ledere. I statseide virksomheter er det en fremtredende mindre tendens til å tilby ledere slike ordninger. Det er også verdt å merke seg at aksjer og opsjoner til ledere er hyppigere benyttet i amerikanske selskaper, og dette kan indikere at aksjer og opsjoner er typisk amerikansk, mens prestasjonslønn og andre insentivordninger like godt kan regnes som et europeisk fenomen. I tillegg vil grad av internasjonalt marked påvirke hvorvidt et selskap anvender aksjer og opsjoner.

I Norge har vi en forholdsvis kollektivistisk kultur med liten maktavstand, samtidig som fagforeninger og sentrale lønnsoppgjør står sterkt i mange bransjer. Dette kan være med på å forklare hvorfor Norge er et av de landene i undersøkelsen som bruker aksjer og opsjoner minst hyppig. I tillegg har staten eierskap i flere store selskaper, som også, i følge Norhaug og Døving, kan være en forklarende faktor. Det må nevnes at bruk av opsjoner forekommer i selskaper der staten er deleier, men i disse er staten ofte en minoritetseier.

3.3 Oppsummering

Målet med dette kapittelet var å kartlegge bruk av prestasjonslønn for ledere i Norge. Vi ønsket, ved hjelp av ferske undersøkelser, å få svar på i hvor stor grad norske selskaper bruker prestasjonslønn, også sammenlignet med andre land. Det har vært en økning i bruken av prestasjonslønn i Norge, men da vi sammenlignet Norge med andre land kom det frem at prestasjonslønn for ledere ikke er like utbredt som i disse. Videre har vi sett at Norge er et av de landene der aksjer og opsjoner sjeldnest inngår i belønningspakken til ledere. Variablene Norhaug og Døving kom frem til i tabell 3, som forklarte forekomsten av aksjer og opsjoner som belønningsform, støtter dette. Undersøkelsen til Hay Group viste også at toppledere i store, norske selskaper er dårligst betalt i Europa med totale kompensasjonsutbetalinger langt under det europeiske gjennomsnittet.

4. Opsjoner

En opsjon gir rett, men ikke plikt, til å kjøpe en aksje til en forhåndsbestemt kurs, såkalt utøvelseskursen. Hvis aksjekursen er lavere enn utøvelseskursen ("out of the money") ved utløpsdato er opsjonen verdiløs, og det er billigere å kjøpe aksjen over børs enn å bruke opsjonen. Hvis derimot aksjekursen er høyere enn utøvelseskursen ("in the money") ved utløpsdato, får opsjonen verdi og det vil være gunstig å utøve opsjonen fordi den gir rett til å kjøpe aksjen billigere enn på børsen. Dette vil med andre ord si at jo høyere aksjekursen blir, desto større verdi får opsjonen, og differansen mellom utøvelseskursen og markedsprisen på aksjen er dermed den beregnede gevinsten. Det er viktig å påpeke at verdien av en opsjon ikke kan bli negativ, fordi innehaver ikke er pliktig til å utøve opsjonen.

Dersom det fortsatt er tid igjen til utøvelsestidspunktet er verdien av opsjonen positiv grunnet tidsverdien. Dette er tilfelle fordi det er en sannsynlighet for at aksjekursen overstiger utøvelseskursen. Tidsverdien er størst i begynnelsen og reduseres mer og mer ettersom utøvelsestidspunktet nærmer seg. Høy volatilitet øker også sannsynligheten for at opsjonen skal ende in-the-money, noe som øker verdien på opsjonen. Dette kan være med på å påvirke ledelsens adferd, og i en undersøkelse gjennomført av Cohen, Hall og Viveira i 1999 (i Pedersen, 2006) om hvorvidt opsjoner til ledelsen oppfordret til risikotagning, konkluderer de med at det er en statistisk signifikant sammenheng mellom økt innehav av opsjoner hos ledelsen og påfølgende økninger i selskapets risiko. Dividendeutbetalinger på underliggende aksje vil redusere verdien på opsjonen. Dette kan ses i sammenheng med corporate governance problematikken, fordi dividendeutbetalinger fører til redusert interessefellesskap. I motsetning til opsjonsinnehavere, tjener ordinære aksjonærer på dividendeutbetalinger og er derfor interessert i dette.

I denne oppgaven vil opsjonene som omtales være opsjoner i arbeidsforhold, gjerne kalt ansatteopsjoner. Noen selskaper omtaler dette som en tegningsrett blant annet for å reflektere at de ikke kan omsettes og ofte bortfaller dersom arbeidsforholdet opphører. Ansatteopsjoner kan gis til ulike grupper i et selskap: alle ansatte, nøkkelpersoner, ledergruppen og styremedlemmer. Vi vil kun konsentrere oss om opsjoner gitt til toppledelsen, og ikke brede programmer som inkluderer alle ansatte.

Et opsjonsprogram må alltid forankres i selskapets generalforsamling og et selskap som utformer en opsjonsordning må enten ha fullmakt til å kjøpe sine egne aksjer i markedet,

eller til å utstede nye aksjer når de ansatte utøver opsjonene. Begge deler kan utføres i detalj av styret, men styret trenger en fullmakt fra generalforsamlingen for begge typer transaksjoner. Generalforsamlingen kan gi styret fullmakt til å bestemme hvem som skal ha rett til hvor mange opsjoner, og eventuelle forutsetninger, for eksempel en gitt aksjeprisutvikling. I selskapenes årsrapporter skal det redegjøres for eventuelle opsjonsinnehav hos selskapets ledelse og nøkkelpersoner (Pedersen, 2006).

Opsjoner er, som vi skal se, svært omdiskutert. Det har blitt sett på som en svært god måte å avlønne ledere på, og spesielt på 90-tallet så man en sterk økning i bruken av opsjoner. På den andre siden er det rettet mye kritikk mot bruken av opsjoner som en måte å honorere ledere på. Vi vil nå se nærmere på fordeler og ulemper ved å bruke opsjoner.

4.1 Fordeler med opsjoner

4.1.1 Interesfefelleskap

Opsjoner knytter resultatavlønning til aksjekursene, og ideelt sett skal disse gjenspeile markedets vurdering av selskapets fremtidige inntjening. De skal i tillegg sørge for at ledelsen handler i aksjonærenes interesser ved at de bidrar til å øke verdien av selskapet fremover. Markedet skal gi rask respons og tilbakemelding på ledelsens beslutninger og handlinger, noe som vil påvirke verdien på opsjonene. Ut fra prinsipal-agent teorien, presentert i kapittel 2.1, har vi sett at opsjoner kan brukes til å redusere problemer med både ugunstig utvalg og moralsk hasard. Det vil si at opsjonene kan bidra til å tiltrekke den rette typen mennesker til selskapet, og at disse personene får insentiver til å jobbe for de samme målene som eierne av selskapet. (Kaplan og Atkinson, 1998).

4.1.2 Regnskapsføring av opsjoner

I følge Hall and Murphy (2003) er den mest nevnte årsaken til bruk av opsjoner nettopp at de forener interessene til aksjonærer og ledelsen. Selv mener de derimot at den virkelige årsaken er at mange har basert sin avgjørelse på en oppfattet kostnad av et slikt program, som har vært lavere enn den virkelige økonomiske kostnaden. Det var tidligere ingen krav til hvordan opsjoner skulle behandles i et regnskap, og egenverdien på opsjonene ble satt til null ved tidspunktet for tildeling. Dette gjorde at opsjonene ble oppfattet som ”gratis” i forhold til andre insentivpakker, fordi opsjonene ikke påvirket resultatet til selskapene. Fordi

dette ikke gjenspeilet den virkelige økonomiske kostnaden, var det nødvendig å endre regnskapsreglene slik at kostnadene ved slike programmer ble mer synlige.

Denne endringen i regnskapsreglene kom til Norge i form av IFRS 2, og da denne trådte i kraft 1. januar 2005 ble det fastslått at opsjoner skulle regnskapsføres med virkelig verdi. Dette var gjeldene for avtaler som var inngått fra og med 7. november 2002 og som ikke var ferdig opptjent 1. januar 2005 (KPMG, 2006). Dermed mistet selskapene det som før ble sett på som en stor fordel med å bruke opsjoner. Dette blir underbygget av masterutredningen til Hole i 2006. Hun fant at 12 av 20 selskaper som hadde brede opsjonsordninger i 2002 nå har lagt ned eller skal legge ned disse, og at flere av selskapene som har valgt å beholde programmene vil foreta endringer i dem. Spesielt finner hun at IT-sektoren skiller seg ut fordi en betydelig andel selskaper har valgt å gå bort fra sine opsjonsprogrammer. Hun mener de har benyttet seg av opsjoner på grunn av gunstige regnskapsregler, og påpeker at dette er et corporate governance problem.

4.1.3 Likviditet

En annen positiv side ved opsjoner er at det kan hjelpe selskaper, spesielt i oppstartfasen, med å tilby insentiver når de har begrenset likviditet. På denne måten kan de tiltrekke seg kompetente ledere selv om de ikke har mulighet til å betale en konkurransedyktig lønn. Malkiel og Baumol (2002) påstår at slike programmer er en driver for innovasjon og entreprenørskap. Småbedriftsforbundet (2006) mener slike opsjonsavtaler kan være helt avgjørende for at gründerbedrifter skal kunne tiltrekke seg arbeidskraft i en oppstartfase. En gründer har en god forretningsidé, men veldig ofte manglende kunnskap om ledelse, drift og markedsføring. Å skaffe hjelp til slike oppgaver er svært kostbart, og det vil derfor være svært viktig å ha mulighet til å tilby slike opsjonspakker ved siden av en kanskje ikke helt konkurransedyktig lønn. At lederne godtar lavere lønn mot et opsjonsprogram vil bare skje dersom disse har stor tro på fremtiden til selskapet, det vil si at de mener at opsjonene vil få høyere verdi enn hva de ville ha tjent ved å jobbe et annet sted. At nøkkelpersoner, som har mye informasjon om selskapet, er villige til å motta slik kompensasjon kan også fungere som et signal til investorer, og dermed hjelpe til med å tiltrekke mer kapital til selskapet (Bragelien, 2005a).

4.2 Ulemper med opsjoner

4.2.1 Asymmetriske insentiver og interessekonflikt

Det beste målet på verdien av et selskap er trolig aksjekursen, og denne skal gjenspeile markedets oppfatninger av selskapets fremtidsutsikter. I likhet med eierne oppnår opsjonsinnehaverne gevinst når aksjekursene stiger, men i motsetning til eierne lider ikke opsjonsinnehaverne tap på samme måte hvis aksjekursen faller. Dette kan stimulere til økt risikotaking, kortsiktighet og tilbakeholdelse av informasjon, noe som er svært uheldig for et selskap på lang sikt. Colbjørnsen (2000) presiserer nettopp dette i en forskningsrapport der det hevdes at opsjoner oppfordrer til risikotaking og kreativitet, og straffer ikke i seg selv beslutninger med katastrofale resultater for selskapet. Det kan derfor sies at denne asymmetrien ved opsjoner kan bidra til at belønningen like gjerne kan svekke interessefellesskapet mellom eiere og toppledelse som styrke det.

Opsjoner belønner dessuten ikke nødvendigvis dyktighet, fordi et selskap sin aksjekurs bestemmes av mye mer enn kun toppledelsens atferd. I enkelte tilfeller kan selv en dårlig ledelse bli belønnet og noen ganger betydelig mer enn tiltenkt når en bransje eller hele aksjemarkedet av ulike årsaker stiger kraftig i verdi. Et eksempel er opsjonsordninger i oljeselskaper der aksjekursene bestemmes mer eller mindre av oljeprisen, noe som er utenfor toppledelsen sin kontroll. Professor Thore Johnsen ved NHH uttaler i Aftenposten (2006c, s. 5) at ”man bør tenke veldig nøye dersom man skal ha et opsjonsprogram i et oljeselskap, der mye er avhengig av oljeprisen. Da kan det fort bli et lotteri”.

4.2.2 Negativ omtale

Opsjonsordninger til toppledere har fått et dårlig rykte. Ledere blir fremstilt som grådige og det har til og med blitt avslørt triksing med datoene for tildeling. Mange opsjonsordninger fremstilles som gavepakker, og ikke belønning, fordi de kan gi milliongevinster til toppledere på grunn av en generell stigning i aksjekursene. Tidligere konsernsjef i DnB Nor, Svein Aaser, uttaler i VG (2006) at toppledere som trenger fete opsjoner ikke er egnet til å være toppledere. Han mener at det ikke er noen grunn for at det i Norge skal være nødvendig med slike måter å honorere ledere på og at det bør være andre drivkrefter enn store opsjonsgevinster bak en leders gode innsats.

Videre hevder mange at enkelte opsjonsprogrammer er en favorisering av topplederne og at innsatsen og kompetansen til øvrige ansatte, som også er kritisk for gode resultater, ofte kommer i skyggen av dette. Selskaper som PepsiCo, Starbucks, Cisco, Procter & Gamble og Wholefoods har derfor valgt å innføre opsjonsprogrammer som inkluderer alle ansatte (Aftenposten, 2006b).

4.2.3 Tilsøring av lønn

I følge Dale-Olsen (2003) spekulerer enkelte i om bruk av opsjoner reflekterer et forsøk fra ledelsens side til å få en større del av selskapets overskudd uten at disse utbetalingene kommer i form av rene penger. Store utbetalinger i rene penger kan vekke oppsikt og dermed føre til det Bebchuk, Fried og Walker (2002) definerer som "outrage costs". Disse kostnadene er forbundet med sinne og oppgitthet som kommer som en følge av at selskapet ikke kan rettferdiggjøre en høy lønnsutbetaling overfor utenforstående. Dermed setter "outrage costs" en begrensning på kompensasjonen til ledere. Bruk av opsjoner kan dempe denne kostnaden fordi det tilslører det reelle nivået på utbetalingen.

4.2.4 Tilbakedatering av opsjoner

Tilbakedatering er en form for manipulering av opsjoner, og innebærer å endre datoen på et dokument slik at den nye datoen blir tidligere enn den faktiske datoen. Tilbakedatering av opsjoner er et hett tema i USA, har vært gjenstand for mye spekulasjon i media, og er av stor interesse for investorer og regulatorer. Flere selskaper har blitt avslørt for tilbakedatering, og i oktober 2006 rapporterte The Wall Street Journal Online at minst 120 selskaper har blitt etterforsket for opsjonskluss.

Yermack (1997) var den første til å dokumentere uvanlige kursbevegelser rundt tidspunktene for tildeling av opsjoner til toppledere, og konstaterte at aksjekurser hadde en tendens til å stige kort etter slike tildelinger. Hovedforklaringen, mente han, måtte ligge i at tildeling av slike opsjoner ble timet til tidspunkter der man ventet stigning i aksjekursen. Lie (2005) har gjennom forskning også bevist at aksjekurser har hatt en tendens til å falle forut for opsjonstildelinger, toppledelsen har med andre ord fått tildelt opsjoner på dager da aksjekursen har vært svært lav, noe som førte til at opsjonsgevinstene ble unaturlig høye. I følge studien hadde dette mønsteret bare blitt sterkere over tid, og så påfallende at Lie mente det måtte ligge mer i forholdet enn at tildelingen ble godt timet før selskapets ledelser forutså

at aksjekursene ville øke. Dette brakte frem tanken om at tidspunktet for tildelingen hadde blitt tilbakedatert (Pedersen, 2006).

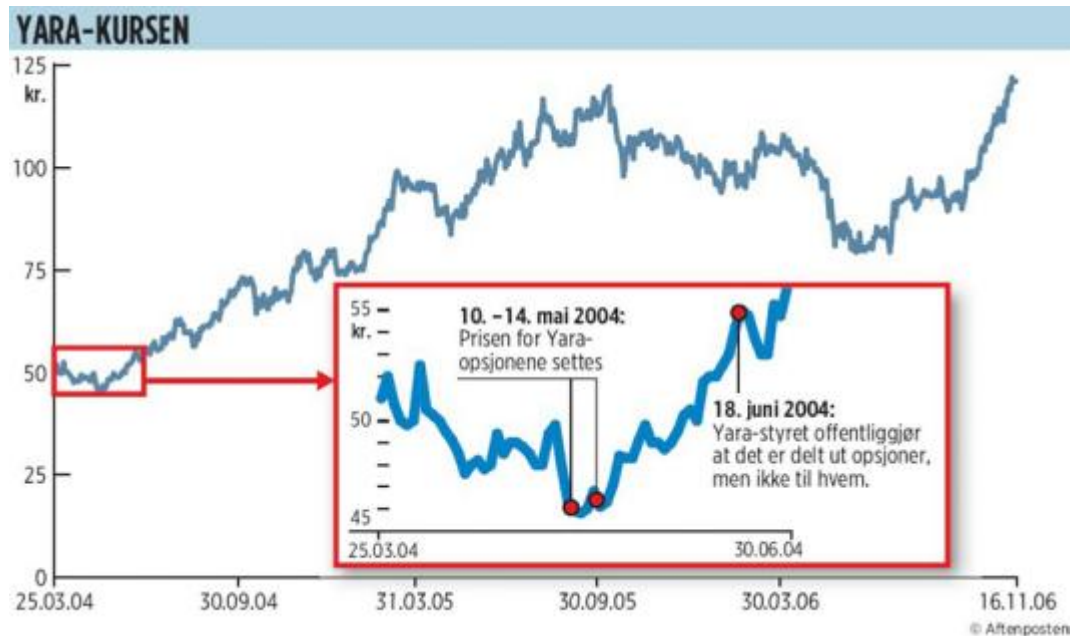
En grunn til at det kan være fordelaktig å tilbakedatere opsjoner er at de som regel er gitt at-the-money, dvs. at utøvelsesprisen til opsjonen er lik markedsprisen på underliggende aksje på tildelingstidspunktet. Fordi opsjonsverdien er høyere dersom utøvelsesprisen er lavere, vil toppsjefer foretrekke å bli tildelt opsjonene når aksjeprisen er på sitt laveste. Tilbakedatering medfører at toppsjefene kan velge en tidligere dato da aksjekursen var spesielt lav, og med dette påvirke opsjonsverdien. Et eksempel på dette er Applegrunnlegger Steven Jobs som nå knyttes stadig tettere til en opsjonsskandale i Apple. Jobs har vedgått at han kjente til tilbakedateringen av de gunstige aksjeopsjonene han selv og andre i selskapet fikk tildelt mellom 1997 og 2002 (Aftenposten, 2007).

Tilbakedatering er i USA ikke ulovlig dersom ingen dokumenter har blitt manipulert, tilbakedateringen er klart og tydelig kommunisert til selskapets aksjonærer eller tilbakedateringen er reflektert i inntjeningen og i skatter. Uheldigvis blir disse forholdene sjeldent overholdt slik at tilbakedateringen i de fleste saker er ulovlig. I Norge er tilbakedatering heller ikke ulovlig, men man må overholde børsens meldeplikt. I USA er det rapportert at nærmere 200 selskaper granskes for triksing med utstedelsesdatoer for opsjoner til ledere og en rekke toppsjefer har måttet gå i kjølevannet av disse skandalene. For eksempel måtte sjefen i United Health, William McGuire, forlate selskapet etter at han ved hjelp av ulovlig tilbakedatering satt på en samlet opsjonsgevinst på over ti milliarder kroner. (Dagens Næringsliv, 2007d). Heron og Lie (2006) finner at 18,9 prosent at-the-money opsjoner til toppledere i perioden 1996-2005 var tilbakedatert eller alternativt manipulert. Selv etter den nye SEC lovgivningen i 2002 var 10,0 prosent av at-the-money opsjoner tilbakedatert. De finner videre at det er mer trolig at teknologiselskaper og selskaper med meget volatil aksjepris tilbakedaterer opsjoner.

I Norge har det ikke blitt avslørt lignende skandaler med tilbakedateringer, men det har vært diskusjoner rundt Yaras valg av innløsningskurs da de 18. juni 2004 vedtok at enkelte toppledere skulle få delta i et insentivprogram. Programmet var nærmest en gavepakke for direktørene og allerede den dagen programmet blir offentliggjort hadde konsernsjef Enger 500.000 opsjoner med en gevinst på 4,1 millioner. Innløsningsprisen som ble valgt for programmet ble satt til 46 kroner, som var den absolutt laveste kursen så langt i Yaras børs historie. Dette var snittet av sluttkursene for Yara i uken etter at selskapet la frem sitt

første kvartals resultat for 2004, noe som skjedde 7. mai. I perioden fra midt i mai til 18. juni hadde aksjekursen steget 18 prosent, fra 46 kroner til 54 kroner. Figur 1 nedenfor illustrerer aksjekursutviklingen i Yara i denne perioden (E24, 2006c).

Figur 1



Erik Lie sier i en kommentar til E24 (2006b) at han synes Yara-sjefenes gigantiske opsjonsprogram ser suspekt ut, men at det er vanskelig å si ut ifra én observasjon. Kommunikasjonsdirektør i Yara, Arne Cartridge, påstår derimot at det ikke lå noen baktanker bak dette og de har besluttet dette ut ifra den modellen at markedet skulle få si sin mening om finansene i selskapet. Professor Thore Johnsen ved NHH støtter Yara, og mener den innløsningskursen styret har valgt er helt legitim. Dette er tilfelle fordi aksjen på mange måter er nullstilt når kvartalsresultatene er lagt frem, og dermed det mest naturlige tidspunktet. Likevel mener Johnsen at styret kunne satt innløsningskursen til samme dag som styremøtet ble avholdt, nettopp på grunn av at aksjekursen hadde steget såpass mye i mellomtiden. Dette kunne forhindre kritikk i etterkant (E24b, 2006).

4.3 Kjennetegn ved et godt opsjonsprogram

I utgangspunktet burde et godt opsjonsprogram belønne eller straffe forhold som en toppleder faktisk kan påvirke. Mye av den negative omtalen opsjonsprogrammer har fått skyldes at toppledere blir belønnet på bakgrunn av faktorer som de ikke kan påvirke. Et eksempel er opsjonsprogrammer i oljeselskaper der aksjekursen er sterkt avhengig av

oljeprisen. Mange hevder at en leder bør premieres ut fra selskapets evne til å gjøre det bedre enn konkurrentene, og ikke den generelle utviklingen i aksjemarkedet. Det går også an å sammenlikne med en slags industry-benchmark. Noen selskaper har til og med innført et tak på den potensielle opsjonsgevinsten. Et eksempel på dette er Yara, der styret har vedtatt et kostnadstak på opsjonsutbetalinger på totalt 45 millioner kroner per år. I tillegg må halvparten av gevinsten brukes på kjøp av aksjer i selskapet, som må eies i minst et år. Kommunikasjonsdirektør i Yara, Arne Cartridge, uttaler til E24 at det er fornuftig at slike ordninger har tak (E24, 2007d).

4.4 Alternative aksjebaserte ordninger

Alternative aksjebaserte ordninger kan være tildeling av selskapets aksjer til dets ledere, eller tilbud om kjøp av aksjer til redusert pris. Som med opsjoner blir da belønningen knyttet til kursutviklingen, men eierne av aksjene vil da være med på både opp- og nedturer i markedet, det vil si at lederne vil bli straffet for dårlige beslutninger. Fordi aksjer også kan gi tap vil de stimulere til mindre kreativitet og risikotaking enn opsjoner (Colbjørnsen, 2000). Dersom aksjene er tildelt, og ikke kjøpt, er det en fordel at verdien for den ansatte er hele aksjeverdien og ikke bare økningen i verdi over prisen på opsjonen. Det følger gjerne med betingelser ved aksjebaserte ordninger, ofte i form av at arbeidstakeren må binde seg til arbeidsforholdet i en viss periode, og at aksjene ikke kan selges videre i denne perioden, gjerne tre til fem år. Perioden hvor man må sitte på aksjene kan i noen tilfeller forkortes dersom spesifiserte mål oppnås. I USA har bruken av aksjeprogram økt med over 100 prosent de siste årene (Satterfield, 2002).

Bryan, Hwan og Lilien (2000) fant i sin studie at aksjebaserte ordninger ikke oppmuntret risikoaverse ledere til å foreta lønnsomme investeringer som var risikable. I stedet forsterker aksjene risikoaversjonen. Hall og Murphy (2003) støtter til en viss grad opp om dette da de mener ordningene forhindrer at ledere velger risikable prosjekter, som de kunne valgt med opsjoner for å øke verdien på disse. De mener også at aksjeprogrammene kan føre til en bedre utbyttepolitikk enn ved bruk av opsjoner, fordi totalavkastningen til aksjene vil være interessant, og ikke bare kursutviklingen. Dermed sier de at aksjeprogrammer oppmuntrer til en oppførsel som er mer i eiernes interesse enn hva opsjoner gjør, og kan med andre ord redusere prinsipal-agent problemet på en bedre måte.

4.5 Oppsummering

Målet med dette kapittelet var å gå nærmere inn på hva en opsjon er, fordeler og ulemper ved bruk av opsjoner og hvordan det blir brukt som et insentiv for ledere. Vi erfarte at både tid og volatilitet gir opsjonen verdi, mens dividendeutbetalinger derimot fører til redusert verdi. En fordel med opsjoner er at de skaper et interessefellesskap. De gir ledere et insentiv til å jobbe for fremtidig verdiskaping, noe som kommer både ledere og aksjonærer til gode. En annen grunn til at selskaper har valgt å bruke opsjoner, er de tidlige regnskapsreglene som innebar at de virkelige opsjonskostnadene ikke ble reflektert i regnskapet. Det kom derimot nye regnskapsregler i 2005, og denne fordelene ble borte. Videre så vi at opsjoner kan hjelpe selskaper med å tilby insentiver når de har begrenset likviditet. Fordi vi i denne oppgaven konsentrerer oss om store, børsnoterte selskaper med god likviditet, vil denne positive likviditetseffekten være minimal.

En ulempe med opsjoner er at de kan føre til asymmetriske insentiver og interessekonflikter fordi opsjonsinnehavere ikke bærer samme risiko som aksjonærene, som kan stimulere til økt risikotaking og et kortsiktig perspektiv fra ledelsens side. Aksjekurser kan også bestemmes av andre faktorer enn toppledelsens atferd, og opsjoner belønner derfor ikke nødvendigvis dyktighet. Videre har debatten rundt opsjoner eskalert, og som en følge av dette har opsjoner fått en negativ klang, spesielt når det gjelder lederlønn. Vi har også erfart at opsjoner kan bli brukt til å tilsløre den reelle størrelsen på lønnsutbetalingene. Tilbakedatering av tidspunktet for opsjonstildelinger har vært et problem i USA, og flere selskaper har blitt avslørt for å trikse med tildelingsdatoene. Foreløpig har vi i Norge ikke opplevd lignende tilstander, og vi føler derfor at denne ulempen er mindre relevant for vår oppgave. Ut i fra de nevnte fordelene og ulempene mener vi at et godt opsjonsprogram burde belønne forhold som lederen faktisk har kontroll over, mens den generelle børsutviklingen bør utelukkes for at det skal fungere som et fullgodt insentiv.

For å kunne gi en kort oversikt over alternativer til opsjoner, så vi også på andre aksjebaserte ordninger, som tildeling av selskapets aksjer eller tilbud om kjøp til redusert pris. Aksjer reduserer de asymmetriske insentivene fordi ledere også kan bli straffet for dårlige beslutninger, mens interessefellesskapet øker på grunn av at totalavkastningen til aksjene vil være interessant, og ikke bare kursutviklingen.

5. Bonus

Bonus er en form for bevegelig lønn som blir utbetalt dersom forhåndsbestemte resultater er oppnådd. Disse resultatene er ofte knyttet til enten regnskapsbaserte eller markedsbaserte tall. Bonus basert på regnskapstall blir gjerne knyttet til omsetning, lønnsomhet og kostnadskontroll, mens markedsbasert bonus er knyttet til aksjeprisen til selskapet. Det blir også mer og mer vanlig at flere elementer, for eksempel balansert målstyring, ligger til grunn for en bonusutbetaling (Colbjørnsen, 2000). Hensikten med en bonusordning er å tiltrekke og motivere ledere, samtidig som at det skapes verdier for selskapet (NHO, 2006b).

Bragelien (2005b) mener bruk av bonus nærmest har blitt et motefenomen i næringslivet, men at et dårlig bonusprogram vil føre til fokus på kortsiktighet, premiering av flaks, høy usikkerhet om lønn, og oppmuntring til manipulering av måltall, for å nevne noe. På den annen side vil et godt bonusprogram kunne motivere til økt innsats, risikotaking og samarbeid, øke fokus på strategisk viktige områder, og gi en følelse av rettferdighet (Dagens Næringsliv, 2006a). Vi vil her se nærmere på fordeler og ulemper ved bruk av bonusprogrammer.

5.1 Fordeler

5.1.1 Måloppnåelse

Bonus utbetales først når en person eller gruppe har nådd et spesifisert mål. Dermed bidrar bonusen til å styre innsats og oppmerksomhet mot områder som er viktige for selskapet, fordi personene vil fokusere på disse områdene. De mål som skal nås kan være varierte, for eksempel kostnadsreduksjon, effektivitetsforbedringer eller forbedring av sykefravær (NHO, 2006b).

5.1.2 Belønning på flere områder

Fordi man velger ulike elementer som skal vurderes, kan bonus oppmuntre til innsats på flere områder (Colbjørnsen, 2000). Dette kan vi se i eksempler fra næringslivet, som i Siemens. Ved sin avdeling i Ålesund slet de med et sykefravær på cirka 11 prosent hver dag. Det ble satt i gang en rekke tiltak for å få bukt med denne situasjonen, og ett var å gjøre sykefravær til en del av vurderingen for bonusutbetalingene til lederne. 20 prosent av

bonusen ble bestemt ut fra dette, og sykefraværet har nå stabilisert seg på cirka 5 prosent (Gimmestad, 2007). Dermed ser vi at bonus er et instrument som kan bidra til å sette fokus på de enkeltområder som selskapets eiere vil forbedre.

5.1.3 Tidshorisont

Tidshorisonten for måloppnåelse kan også variere, noe som gjør bonus til et verktøy som kan benyttes både til kortsiktig og langsiktig tenking (NHO, 2006b). Tidsperspektivet for resultatmålingen kan variere ut fra hva som måles. Det er svært vanlig å knytte bonuser til årsresultater, men også mer og mindre hyppige utbetalinger er vanlig, alt ettersom hva selskapet ønsker å belønne. Ved mer hyppige utbetalinger oppnår man raskere tilbakemelding og belønning, og dette kan dermed bidra til å høyne innsatsen. Setter man tidsperspektivet på bonusene til 3-5 år, ønsker man gjerne å oppmuntre til mer langsiktig tenking, og det blir samtidig et insentiv til å bli værende i selskapet (Colbjørnsen, 2000).

5.1.4 Ingen fremtidig binding

En bonus blir gitt fordi mål som er satt blir nådd. I neste periode vil det være nye mål som må nås for å kunne motta bonus igjen, og dermed binder ikke selskapet seg til faste fremtidige utbetalinger. For selskapet er dette positivt fordi det gir dem muligheten til å belønne utvalgte eller alle ansatte når det oppnås gode resultater, mens kostnadene begrenses i dårligere tider (NHO, 2006b).

5.1.5 Styrke

Bonuser kan også variere i styrke, og dette har igjen sammenheng med hva man ønsker å belønne. Ved å utbetale en bonus kun når et ambisiøst mål er oppnådd kan man oppmuntre til kreativitet og risikotaking, mens et system der bonusen øker med resultatene opp til et visst punkt vil oppmuntre til å bruke mer konservative metoder (Colbjørnsen, 2000).

5.2 Ulemper

Dersom et bonusprogram ikke er riktig utformet, kan det føre til flere uheldige konsekvenser. I følge Iver Bragelien har selskapene svært gode intensjoner med sine bonusprogram, men i realiteten viser det seg at programmene fører til flere uheldige

virksomheter fordi de er svært vanskelige å utforme. I sin liste over ti vanlige bonustabber oppsummeres de tabbene Bragelien har observert i norsk næringsliv (Bragelien, 2005b).

5.2.1 Overdreven tro på ett operasjonelt måltall

Når en bonusordning fokuserer på ett måltall, kan dette gi uheldige vridningseffekter. Ved at oppmerksomheten til de involverte går for mye mot det som gir bonus, kan andre viktige områder blir oversett. Dermed kan et bonusprogram gi negative effekter på områder som ikke er inkludert i ordningen. Dersom de negative effektene er større enn de positive på det berørte måltallet, vil bonusprogrammet totalt sett ikke føre til forbedringer i selskapet.

5.2.2 Overdreven tro på rentabilitetsmål

Fokus på måltall fører til at man vil forsøke å øke inntekter og redusere kostnader, noe som i utgangspunktet er gunstig for selskapet. Problemene oppstår dersom mottagere er i en posisjon der de kan påvirke tallene som inngår i beregningen, og prøver å manipulere resultatene. Dette kan gjøres ved å bruke mer eller mindre kreative måter for å redusere nevneren i rentabilitetsbrøken, altså kostnadene. Konsekvensene kan for eksempel bli at lønnsomme prosjekter blir forkastet, ulønnsomme prosjekter aksepteres, og lønnsomme virksomheter selges.

5.2.3 Uvettig bruk av balansert målstyring

På samme måte som et fokus på ett operasjonelt måltall eller rentabilitetsmål kan føre til problemer, kan også et bonussystem basert på balansert målstyring føre til uønskede resultater. Selv om flere områder blir tatt med i vurderingen, vil fortsatt de elementene som ikke måles bli oversett. I tillegg kan det være svært vanskelig å måle enkelte viktige elementer. Mange ender derfor opp med å inkludere det som lett kan måles, ofte med stor uvilje mot å endre elementene som er med i målstyringen. Dette gjør at balansert målstyring som et verktøy i bonussammenheng kan motvirke strategisk måloppnåelse.

5.2.4 Overdreven tro på såkalte objektive måltall

Det er flere problemer knyttet til dette. For det første kan et fokus på objektive, det vil si tellbare, måltall føre til at viktige aktiviteter der resultater ikke telles på samme måte blir oversett. Objektive måltall blir ofte valgt fordi man ønsker å unngå trynefaktor i bonusprogrammer, men Bragelien påpeker at måltall som oppleves som objektive kan være

subjektive når målene blir satt, fordi man kan favorisere ved å gi enkelte personer lettere mål å nå enn andre. Å bruke kun objektive kriterier kan også gjøre det vanskelig å inkludere ikke-planlagte aktiviteter og hendelser i bonusprogrammet, i tillegg til andre elementer som kan være vanskelig å måle.

5.2.5 Manglende bruk av standardpriser

Når en bonus avhenger av eksterne forhold, som olje- eller aluminiumspriser, kan prissvingninger i markedet, som ledelsen i selskapet ikke har kontroll over, få store innvirkninger på bonusutbetalinger. Dermed kan ledere bli premiert eller straffet for forhold som ligger utenfor deres kontroll. Dette kan gi stor risiko for lederne, og kan virke demotiverende på grunn av at bonusen blir styrt av forhold utenfor deres kontroll.

5.2.6 Blanding av overskuddsdeling og insentiver

Når selskapene lar det totale resultatet bestemme bonuspotten gjør det at store summer kan deles ut i gode år, mens ingenting vil bli delt ut i dårlige år. På denne måten reflekterer ikke bonusen det virkelige arbeidet og innsatsen til de enkelte lederne, og dermed forvinner noe av insentiveffekten i bonusen. I tillegg overføres unødige risiko fra selskapet til lederne. Det kompliserer også ordningen fordi det blir vanskelig å se hvordan endring i atferd vil påvirke bonusutbetalingen. I dårlige tider kan det i tillegg være spesielt viktig å belønne gode ledere, slik at disse ikke forsvinner ut av selskapet.

5.2.7 For kompliserte ordninger

For at en bonusordning skal virke motiverende, må de involverte forstå og se hvordan egen innsats påvirker bonusutbetalingen. Dersom bonusen blir uforutsigbar mister den også den planlagte insentiveffekten. Som en illustrasjon av dette har Bragelien beskrevet bonusordningen til en norsk bank. Her blir en tredjedel av selskapets resultat over et minstebeløp betalt ut til ansatte som bonus. 25 prosent av dette beløpet deles likt mellom alle ansatte, 60 prosent fordeles basert på hvert teams målekort, og 15 prosent fordeles basert på målekortet til hvert team. I tillegg til dette har banken også en konkurranse mellom kontorene om å selge mest mulig av utvalgte produkter. Denne gjøres opp månedlig, og er uavhengig av selskapets resultater. For at en ansatt skal kunne beregne endring i bonus basert på endring i atferd, må det gjøres ekstremt kompliserte utregninger i tillegg til en

vurdering av hva andre i avdelingen og i andre avdelinger vil foreta seg. Resultatet av ordningen vil dermed være at den ansatte mister mye motivasjon i forhold til bonusordningen.

De tre siste bonustabbene som Bragelien nevner, ikke å lytte til ansattes innvendinger, samme bonus til store enheter i virksomheten, og overdreven tro på indirekte motivasjonseffekter, har vi valgt å ikke inkludere fordi vårt fokus er på ledere, mens vi mener disse tre punktene er mer relevante for allmenne bonusprogrammer.

5.2.8 Støy

I tillegg kan støy påvirke tallene som bonusen blir beregnet av, både for regnskapsmessige og markedsbaserte tall. Regnskapet kan inneholde målefeil, i tillegg til at ledere kan ha manipulert tallene, som nevnt i 5.2.2. Dessuten er et regnskap historisk, og det kan ta lang tid før den fulle effekten av handlinger blir gjenspeilet i regnskapet. Det vil si at et selskap kan komme i en situasjon der årsregnskapet viser gode resultater samtidig som at andre, nyere hendelser gjør at aksjekursen stuper. Konsekvensen blir at lederne kan motta store bonuser samtidig som eiernes avkastning går rett ned, det vil si at det ikke blir en tett kobling mellom ledelsens og eiernes interesser. Markedsbaserte tall kan påvirkes av generelle markedssvingninger på børsen eller i andre markeder, som kan ses i sammenheng med punkt 5.2.5 om standardpriser. Dermed kan man ikke garantere at bonuser blir basert på faktisk innsats (Dagens Næringsliv, 2007e; Kim og Suh, 1993; Lambert, Larcker og Baker, 1987).

5.3 Oppsummering

Hensikten med dette kapittelet var å gå nærmere inn på hva bonus er, hvordan det fungerer som et insentiv, samt fordeler og ulemper ved bruk av bonusprogram for ledere. Det kom frem at bonus blir utbetalt ved oppnåelse av et forhåndsbestemt mål, ofte knyttet til regnskaps- eller markedsbaserte tall. Videre kan et godt bonusprogram føre til at en leder yter høyere innsats, er mindre risikoavers, og fokuserer på strategisk viktige områder. Et dårlig bonusprogram kan derimot premiere flaks, fokusere på kortsiktighet og manipulering av måltall.

6. Statlig eierskap

Etter børsnoteringen av Telenor og Statoil, i henholdsvis 2000 og 2001, ble den norske stat den største eieren på Oslo Børs med cirka en tredjedel av den totale børsverdien. Midtveis ut i 2006 hadde staten verdier for 488 461 millioner kroner på børsen gjennom sitt eierskap i Cermaq, DnB NOR, Kongsberg Gruppen, Norsk Hydro, SAS, Statoil, Telenor og Yara International. De siste årene har også utenlandske investorer blitt mer aktive på Oslo Børs, og i 2005 ble denne gruppen den største eieren her (Nærings- og handelsdepartementet, 2006a). Fordi staten forvalter så store verdier mener regjeringen at det er viktig at de sier tydelig i fra hva de vil med dette eierskapet, og vi vil i dette kapitlet se nærmere på denne politikken.

6.1 Regjeringens eierskapspolitikk

Under presenterer vi et utdrag fra et regjeringsdokument om statlig eierskap. Dette er hentet fra Nærings- og handelsdepartementets hjemmesider (2007a).

”Regjeringen vil føre en aktiv eierskapspolitikk. Så vel selskapslovgivningen som allment aksepterte eierstyringsprinsipper gir rom for dette. En hovedgrunn til at staten vil forbli en stor eier er den store betydningen mange selskaper med statlige eierandeler har i Norge. Staten vil derfor ha et langsiktig perspektiv på sitt eierskap, og som aksjonær bidra til selskapenes langsiktige vekst og industrielle utvikling.

Bare dersom selskapene er konkurransedyktige over tid kan de videreføre og videreutvikle sin rolle i norsk økonomi og samfunn. Staten må derfor fremme en langsiktig verdiskaping i selskapene den er eier i. Dette krever en aktiv eierskapspolitikk hvor det formuleres forventninger til styrene om å ha høye ambisjoner for selskapenes utvikling, og at staten tar stilling til vesentlige vekstplaner og følger opp med konkrete eierdisposisjoner når det er grunnlag for det. Styret har ansvar for selskapets strategi. Staten forventer at selskapene formulerer en klar strategi. I en aktiv eierskapspolitikk vil staten på vanlig måte stille markedsmessige krav til avkastning og utbytte, slik at det bygger opp under selskapenes langsiktige verdimaksimering og industrielle utvikling.

Selskaper som skal være konkurransedyktige over tid må ivareta hensyn som går lenger enn kortsiktig profittmaksimering. Ikke minst må selskapene investere tilstrekkelig i så vel forskning og utvikling som i kompetanseutvikling av arbeidskraften. Det vil over tid være vanskelig for et selskap å gjennomføre omstillinger i nødvendig takt og omfang dersom selskapet ikke håndterer slike prosesser på en god måte. Bidrag for å avdempe konsekvensene for lokalsamfunnet er en del av dette. Likeledes må selskapet bringe fram et mangfold i ledelsen på alle nivåer, ellers vil evnen til å forstå omgivelsene rundt selskapet svekkes. Høye etiske standarder i alle forhold vil være nødvendig for å opprettholde selskapets verdier og legitimitet. Selskapets ledelse må ha kompensasjonsordninger som er konkurransedyktige og åpne for innsyn slik at de ikke svekker ledelsens alminnelige autoritet eller risikerer å forringe aksjonærenes verdier.

En aktiv eierskapspolitikk innebærer at staten formulerer klare forventninger også på disse områdene, og at dette kommuniseres åpent til selskapene. Dette gir en vesentlig tilleggsdimensjon utover de alminnelige bedriftsøkonomiske krav til avkastning og utbytte, og det understøtter målet om en langsiktig verdiskaping og god industriell utvikling.”

6.2 Endringer i allmennaksjeloven

I følge allmennaksjeloven § 6-12¹ er det styret og daglig leder som skal forvalte et selskap. Det vil si at staten som aksjeeier gjennom generalforsamlingen bare kan være med på å fatte enkelte typer beslutninger i selskapet. Dermed er det begrenset hvordan staten kan ivareta politiske mål gjennom aksjeeierskap. Stortinget har vedtatt endringer i allmennaksjeloven for at aksjonærene skal få mulighet til å utøve større innflytelse og få mer innsyn når det gjelder fastsettelse av lederlønn og opsjonsordninger. Endringene innebærer at styret overfor generalforsamlingen må presentere en erklæring om lønn og godtgjørelse til ledende ansatte for kommende år. Generalforsamlingen holder så en rådgivende avstemning. Aksje- og aksjeverdibaserte godtgjørelser må godkjennes av generalforsamlingen, jamfør

¹ Se vedlegg 1

allmennaksjeloven § 6-16a². Styret vil fortsatt være det ansvarlige organ for å vedta slike ordninger, og det er også styrets medlemmer som må vurdere om de enkelte elementene i en insentivpakke er nødvendige for å skape en konkurransedyktig avlønning (Nærings- og handelsdepartementet, 2006a).

Hvis styret ikke i tilstrekkelig grad følger statens ønsker som aksjonær i et selskap, kan staten ta dette opp i generalforsamlingen hvis de mener saken er viktig nok (Nærings- og handelsdepartementet, 2006a). Men denne muligheten må vurderes nøye, fordi det også kan få konsekvenser for statens rykte som aksjeeier, blant annet hos utenlandske investorer. Dette er en gruppe som ofte er skeptisk til staten som aktiv eier, og det internasjonale aksjemarkedet innfører ofte statsrabatt på aksjer når de føler at staten er for aktivt inne (Egede-Nissen, 2007). Staten har ikke egne styrerepresentanter i deleide selskaper, men forutsetter at alle styrets representanter jobber for å ivareta selskapets og aksjonærenes felles interesser. Derimot er det vanlig at staten er representert i valgkomiteene som nominerer styremedlemmer (Nærings- og handelsdepartementet, 2006a).

6.3 Eierskapsmeldingen

Basert på ønsket om en mer aktiv eierskapspolitikk samt endringer i allmennaksjeloven, utformet regjeringen Stortingsmelding nr. 13, "Et aktivt og langsiktig eierskap", også kalt eierskapsmeldingen. Denne kom ut 8. desember 2006, og "fokuserer primært på utøvelse av eierskapet i de kommersielle delene av statens direkte eierskap. Dette eierskapet kan betegnes som statens forretningsmessige eierskap" (Nærings- og handelsdepartementet, 2006a, s. 7). Den omhandler ulike sider ved statlig eierskap, som forskning, likestilling, samfunnsansvar, og lederlønninger og insentivordninger. Fordi denne oppgaven bare ser på det sistnevnte, vil vi ikke gjennomgå statens politikk på de andre områdene.

Staten har ulike roller i næringslivet som eier, politikktutformer og markedsregulator, og på grunn av dette mener regjeringen at det er viktig med en stor grad av åpenhet i forvaltningen og sentralisering av eierskapet. På denne måten kan man øke forutsigbarheten, unngå mulige misforståelser om statens eierskap, og redusere konfliktene mellom statens ulike roller.

² Se vedlegg 2

Staten vil gjennom eierskapsmeldingen bidra til mer åpenhet og forutsigbarhet ved å kommunisere hvordan de vil utøve sitt eierskap.

6.3.1 Eierskapsmeldingen og prestasjonslønn

Eierskapsmeldingens kapittel 7.4, ”Lederlønn og insentivordninger”, går nærmere inn på regjeringens syn på lederlønninger i selskaper der staten er eier. I forhold til den utviklingen av lederlønninger som har funnet sted, finner regjeringen at det er behov for mer moderasjon i slike selskaper. Fordi det er toppledelsen som er mest synlig er det spesielt viktig at deres kompensasjonsordninger fremstår som rimelige. Samtidig aksepterer regjeringen at det er viktig med effektive belønningsordninger både for selskapene og for samfunnet. Disse skal være konkurransedyktige, men ikke ledende innenfor sine bransjer. Regjeringen støtter seg til ikke-spesifisert forskning om aksjebaserte insentiver som gir lite belegg for at opsjoner er nødvendige i selskapene som staten er eier i. Eierskapsmeldingen slår fast at staten som aksjonær skal stemme nei til slike opsjonsordninger dersom forslag om dette kommer opp i generalforsamling. Opsjoner er uønsket fordi de har ført til meget høye utbetalinger som følge av endringer i forhold som ligger utenfor lederens innflytelse. Dersom variabel lønn skal benyttes, bør den knyttes til vilkår som kan påvirkes av lederen som mottar kompensasjonen, og ikke baseres på eksterne forhold. Regjeringen forventer også at styrene vil sette et tak på bonusutbetalinger i forhold til fastlønn (Nærings- og handelsdepartementet, 2006a).

Hvert år skal regjeringen legge frem retningslinjer for statlig eierskap som skal ”formidle hvilke forhold staten vil legge vekt på i sin stemmegivning når lederlønnfastsettelsen behandles på selskapets generalforsamling. Retningslinjene reflekterer også statens holdning til disse spørsmålene i selskaper der lederlønnfastsettelse ikke er egen sak på generalforsamlingen” (Nærings- og handelsdepartementet, 2006b, s.1). Her blir det blant annet slått fast at hoveddelen i en leders kompensasjonsordning bør være den faste grunnlønnen, opsjoner og opsjonslignende ordninger skal ikke benyttes, og at eksterne forhold ikke bør påvirke kompensasjonen. Aksjeprogrammer kan godkjennes dersom de er ”særlig egnet til å nå langsiktige mål for selskapets utvikling, og der bransjemessige forhold ligger til rette for bruk av slike ordninger” (Nærings- og handelsdepartementet, 2006b, s.2). Hvis det blir gitt variabel lønn i tillegg til fastlønn, skal denne baseres på objektive, definerbare og målbare kriterier, det bør være flere kriterier og disse må baseres på det lederen kan påvirke. En slik ordning skal være tidsbegrenset, transparent og forståelig. Totalt

bør ikke variabel lønn beløpe seg til mer enn 6 måneders fastlønn. Det blir også slått fast at retningslinjene ikke har tilbakevirkende kraft, det vil si at avtaler som allerede er inngått kan opprettholdes (Nærings- og handelsdepartementet, 2006b).

6.4 Reaksjoner på Eierskapsmeldingen

Vi vil her presentere et utvalg reaksjoner som kom umiddelbart etter fremleggelsen av eierskapsmeldingen.

Venstre mener eierskapsmeldingen inneholder lite nytt, og uttaler at norske selskaper heldigvis kan fortsette som før. Private eiere i delstatlige selskaper trenger ikke å frykte politiske krumspring fra regjeringen sin side ut fra hva som står i meldingen. Fordi både aksjeloven og alminnelige næringsprinsipper fortsatt gjelder, kan eierskapsmeldingen av mange karakteriseres som å være av mindre betydning, uttaler næringspolitisk talsmann for Venstre, Leif Helge Kongshaug (Venstre, 2006). Høyres næringspolitiske talsmann, Torbjørn Hansen, mener eierskapsmeldingen var et gledelig mageplask fordi de ikke går inn for et like aktivt eierskap som de lovte i sin regjeringserklæring. Høyre mener det ikke er behov for store endringer i statens eierskapspolitikk. Fremskrittspartiet er derimot ikke like fornøyde, og hevder at meldingen er et kraftig tilbakeskritt for de berørte selskapene. Næringspolitisk talsmann, Øyvind Korsberg, sier at det er en uting at regjeringen begynner å blande politikk med butikk, og frykter at dette vil skremme andre aksjonærer i selskapene (NA24, 2006a).

NHO mener regjeringen ikke klart nok har skilt de ulike rollene staten har i næringslivet, og advarer mot rolleblanding, som kan skade statens rykte som eier og dermed svekke børsverdien til selskapene. Fordi staten har mange forskjellige roller i samfunnet mener Finn Bergesen, administrerende direktør i NHO, det er viktig at det ikke oppstår politiske uklarheter rundt målet for statens eierskap. De mener staten bør begrense seg til en rolle som tilrettelegger, og ikke gå aktivt inn i sitt eierskap (NHO, 2006a; NTB, 2006a).

LO mener det var på høy tid å få en klar og forutsigbar statlig eierskapspolitikk, og synes meldingen er bevis på en styrking og tydeliggjøring av det statlige eierskapet. Roar Flåthen, daværende 1. nestleder i LO, hevder en aktiv og tydelig statlig eier er bra for selskapene, for samfunnet som er avhengig av verdiskapning og arbeidsplasser, og for den totale

næringsutviklingen i landet. Han nevner også at det både er bra og nødvendig at det utvikles klare retningslinjer for en mer moderat lederlønsutvikling (Hegnar Online, 2006).

BI-professorene Espen R. Moen og Christian Riis mener regjeringen ved å forby opsjoner setter fellesverdier i fare. Opsjoner blir brukt som et instrument for å forene ledelsens og eiernes interesser, og man unngår dermed moralsk hasard og ledelsesstyrte selskaper. Fordi staten er en passiv eier i forhold til andre eiergrupper i markedet, mener Moen og Riis at statlige, delprivatiserte selskaper har et større problem med ledelsesstyring. Deres argument er derfor at opsjoner er viktigere i delprivatiserte selskaper enn i resten av næringslivet for å unngå ledelsesstyring. Slik styring tror de vil føre med seg sløsing med ressurser, lite innovasjon og lav fortjeneste, som tilslutt vil gjøre det vanskelig å opprettholde statlig eierskap. Opsjonsordningene slik de ofte har vært vil de derimot ha endret, slik at de generelle svingningene på børsen ikke får påvirke opsjonsgevinstene (Moen og Riis, 2006).

Børsdirektør Bente A. Landsnes er bekymret for at regjeringen årlig skal utgi meldinger og instruksjoner som vil kunne detaljstyre selskapene, og presiserer at det vil være svært uheldig dersom vi får endrede meldinger ut i fra skiftende regjeringer. Dette kan påvirke forutsigbarheten til markedet, og utenlandske investorer har derfor nå satt en statsrabatt på selskaper der staten er eier. Dette kan smitte over på andre selskaper på Oslo Børs nettopp fordi staten er en så dominerende eier der. Administrerende direktør i meglerhuset Carnegie, Anders Onarheim, mener også at det er grunn til bekymring, og mener at vi kan få et problem dersom det ikke er "lov" til å ha motiverte ledere. Det er problematisk dersom stadig nye signaler og støy kommer fra politikerne. I følge Guttorm Schjelderup, professor ved NHH, kan utenlandske investorer ha grunn til bekymring. Dersom et mer aktivt statlig eierskap fører til "mindre omstilling, og dersom målene om norsk industriutvikling og forretningsmessig avkastning ikke samsvarer, så vil det kunne være en kime til bekymring" (E24, 2006b).

Jens Ulltveit-Moe (Aftenposten, 2006a) mener at våre lave lederlønnings er et konkurransefortrinn internasjonalt fordi det holder kostnadene nede. Derfor er det viktig å betale disse minst mulig, men samtidig er lederne svært viktige for verdiskapningen i selskapene, og det vil straffe seg å betale dem for lite. Ut i fra et lokalt lønnsmarkedsperspektiv mener han også at våre ledere er forholdsvis godt betalt. Ulltveit-Moe trekker frem eksempler som Frederik Baksaas i Telenor og Svein Aaser i DnB NOR for å illustrere hvordan ledere har betydd mye for verdiskapningen i selskaper. Han tror

begrensningene regjeringen har lagt frem gjennom eierskapsmeldingen vil føre til at mange ledere vil foretrekke det private næringsliv, og at dette vil føre til et stort kunnskapstap for de statlige selskapene.

Ulltveit-Moe er enig med regjeringen i at bruken av enkle opsjoner bør opphøre, fordi disse de ikke møter kravet om at ekstern påvirkning skal være minst mulig og dermed blir oppfattet som urettferdige. Derimot er han ikke enig i at det skal være et tak på 50 prosent på bonuser og andre tilleggssytelser. Når verdiskapningen har vært ekstraordinær på grunn av stor innsats fra ledelsen bør dette belønnes skikkelig, og han mener at folk flest i slike situasjoner vil akseptere store utbetalinger. Opsjoner som er indeksert mener han er en rettferdig måte å belønne god innsats, på lik linje som andre indekserte insentivordninger. Statoils bonusordning blir brukt som et eksempel, her blir det kun utbetalt bonus til Lund og resten av toppledelsen hvis selskapet gjør det bedre enn gjennomsnittet av internasjonale oljeselskaper. Ulltveit-Moe mener at grunnlønnen bør reduseres mens bonuselementet økes, slik at lederen også får økt risiko. Et bonustak på 50 prosent vil også gjøre det vanskeligere å belønne andre sider enn overskudd og avkastning, som lavt sykefravær og teknologisk utvikling i selskapet.

6.5 Oppsummering

Målet med dette kapittelet var å presentere regjeringens eierskapspolitikk, hva de ønsket å oppnå, og hvordan eierskapsmeldingen fungerte som et viktig ledd i utformingen av denne politikken. Vi la vekt på hva eierskapsmeldingen sa om lederlønninger og insentivordninger, og de nye retningslinjene som ble gitt innenfor dette. I tillegg ville vi gjøre rede for ulike reaksjoner på eierskapsmeldingen.

Staten forvalter meget store verdier på børsen, og regjeringen ønsker derfor å føre en aktiv eierskapspolitikk som tydelig kommuniserer hva den vil med dette eierskapet. Dette innebærer blant annet å fremme langsiktig verdiskaping og industriell utvikling i selskapene den er eier i. Staten vil stille markedsmessige krav til avkastning og utbytte, og i tillegg ha krav til andre dimensjoner som for eksempel lederavlønning. Eierskapsmeldingen kom som en følge av endringer i allmennaksjeloven, som innebærer at aksjonærene får mulighet til å utøve mer innflytelse og få mer innsyn når det gjelder fastsettelse av lederlønn og opsjonsordninger. Regjeringen gir gjennom eierskapsmeldingen uttrykk for at det er behov for mer moderate lederlønninger i selskaper der staten er eier, og de skal hvert år legge frem

retningslinjer som skal formidle hva staten ønsker å legge vekt på i sin stemmegivning når lederlønsfastsettelsen behandles på generalforsamlinger. Det kom klart frem at staten som aksjonær skal stemme nei til opsjonsordninger dersom det kommer opp forslag om dette i generalforsamlinger, de presiserer spesielt at slike programmer er uønsket fordi de har ført til meget høye utbetalinger som følge av faktorer som er ukontrollerbare for ledere. Dersom variabel lønn, altså bonus, skal benyttes må den ikke baseres på eksterne forhold, og det må settes tak på disse utbetalingene i forhold til fastlønn. Aksjeprogrammer kan godkjennes dersom disse blir funnet særlig egnet. Dermed erfarte vi at det kun er opsjoner og opsjonslignende ordninger som ikke skal benyttes, dette tolkes av oss som et absolutt krav. Etter vår mening har selskapene mer spillerom når det gjelder bonus og aksjeordninger fordi staten kun kommer med anbefalinger om hva selskapene bør gjøre.

Eierskapsmeldingen fikk en blandet mottagelse både fra politikere og næringslivsaktører. Fra politisk hold var opposisjonen mest fornøyd med at meldingen etter deres mening inneholdt lite nytt, og at regjeringen ikke gikk inn for et like aktivt eierskap som lovet i deres regjeringserklæring. Vi erfarte likevel at enkelte var misfornøyde med at regjeringen ville blande politikk og butikk. LO, derimot, mente en aktiv og tydelig statlig eier er bra for selskapene, og at det var nødvendig at det ble utviklet klare retningslinjer for en mer moderat lederlønsutvikling. NHO advarte mot regjeringens rolleblanding, og mente de heller burde fungere som en tilrettelegger og ikke gå aktivt inn i sitt eierskap. Blant reaksjonene kom det også frem at utenlandske investorer kan bli mer skeptiske til selskaper der staten blir en mer aktiv eier, spesielt dersom det blir satt begrensninger på hvor mye ledere kan tjene.

7. Presentasjon av insentivprogrammer

I dette kapittelet vil vi presentere selskapenes insentivprogrammer for toppledere, og hva som er formålet med disse. Vi har valgt å legge vekt på nåværende opsjons- og bonusprogrammer, fordi detaljert informasjon fra tidligere år var mangelfull. For selskapene med opsjonsprogram vil vi gi en oversikt over antall opsjoner tildelt i 2006 og antall utestående opsjoner. For alle de syv selskapene gir vi en oversikt over bonusutbetalinger i 2006, også som prosent av grunnlønn.

7.1 Hydro

Statlig eierskap: 43,8 prosent

Konsernsjef: Eivind Reiten

I et styrevedtak fra 15. juni 2006 kommer det frem at Hydros kompensasjonssystem for toppledere skal bestå av grunnlønn, prestasjonsbasert bonus og en aksjebasert kompensasjon som langsiktig insentiv. Fast lønn representerer basisgodtgjørelse og reflekterer de løpende prestasjonene til ledelsen, og er i samsvar med Hydros generelle retningslinjer for å fastsette basisgodtgjørelse. Den årlige bonusordningen er betinget av at mål fastsatt i forretningsplanene i de ulike forretningsenhetene i Hydro blir oppfylt. For toppledelsen på cirka 30 personer kan bonus utgjøre inntil tre månedslønner, og for generaldirektør kan bonus utgjøre inntil seks månedslønner. Aksjeopsjonsplanen skal bidra til ledelsesfokus på å skape langsiktige verdier for aksjonærene. Alle planene er av typen Stock Appreciation Rights (SARs), siden eieren av opsjonen mottar kontantoppgjør når opsjonene utøves, og antall utstedte og utestående aksjer påvirkes ikke dersom opsjonene utøves. I samsvar med dette har styret også tildelt konsernsjefen 75 000 aksjeopsjoner og hver av de øvrige medlemmer i konsernledelsen 50 000 aksjeopsjoner. Tildelingene skjer pr 1. juli 2006 og utøvelse av opsjonene må skje i tidsrommet 1. juli 2009 til 30. juni 2012. Utøvelseskursen settes til 10 prosent over gjennomsnittet av sluttkurs på Oslo Børs de siste 20 dager før 1. juli 2006. Det er fastsatt vilkår om at ledere som utløser opsjoner forpliktes til langsiktig eierskap av aksjer i selskapet. Den maksimale grense for hvor stor opsjonsgevinst som samlet innløses ved å utøve opsjonene tilsvarer den enkelte basislønn i det år opsjonene utøves.

For alle Hydros aksjeopsjonsplaner gjelder at dersom deltakerne i ordningen skal være berettiget til å utøve opptjente opsjoner i fremtiden og å motta nye tildelinger, er de forpliktet til å investere i langsiktig eierskap i selskapets aksjer for mottatt beløp etter skatt. Den maksimale forpliktelsen er avhengig av lederens posisjon og utgjør to ganger årslønn for generaldirektør, én årslønn for medlemmer av konsernledelsen og en halv årslønn for øvrige. I alle planene mottar opsjonseieren et kontantoppgjør ved utøvelse av opsjonene. Kontantoppgjøret er lik forskjellen mellom utøvelsesprisen og gjennomsnittlig markedspris for selskapets aksjer de siste fem handelsdager forut for utøvelsestidspunktet (Hydro, 2007a).

Antall opsjoner tildelt 1. juli 2006, antall utestående per 31. desember 2006, og utbetalt bonus samme år:

Tabell 4

Norsk Hydro	Tildelte opsjoner 2006	Utestående opsjoner 2006	Bonus 2006 (% av grunnlønn)
Eivind Reiten	75 000	235 000	1 500 000 (30,7 %)
John Ove Ottestad	50 000	185 000	520 000 (19,4 %)
Tore Torvund	50 000	150 000	582 000 (17,4 %)
John Harald Nilsen	17 500	152 500	443 000 (189,3 %)*
Torstein Dale Sjøtveit	50 000	85 000	
Svein Richard Brandtzæg	50 000	85 000	
Cecilie Ditlev-Simonsen	12 500	37 500	
Hilde Merete Asheim	50 000	50 000	

* Sluttet 1. februar 2006

7.2 Yara

Statlig eierskap: 36.2 prosent

Konsernsjef: Thorleif Enger

18. juni 2004 ble det vedtatt et nytt kompensasjonsprogram for ansatte i Yara for å sikre langsiktig verdiskaping og for å forene interessene til eiere og ansatte. Bonus til konsernsjef og øvrige medlemmer av konsernledelsen er basert på oppnådde resultater, og kan gi en

utbetaling på en til seks månedslønner, vurdert ut fra stilling og landet man jobber i. 20 prosent av brutto bonusutbetaling må investeres i aksjer i selskapet, og må beholdes i minst et år. Et ”syntetisk” opsjonsprogram, Share Incentive Rights (SIR), basert på Yaras markedsverdi, kan også gi utbetalinger til toppledelsen. Med syntetisk menes det at det ikke er virkelige opsjoner som deles ut, men en utbetaling basert på verdiøkningen til selskapet. Utgangspunktet er en innløsningskurs på 46,16 kroner, som var gjennomsnittet av aksjekursen uken etter at resultatet fra første kvartal 2004 var lagt frem. Denne kursen vil øke etter hvert for å skape mer insentiv til verdiøkning. Programmet går over seks år, hvor utbetalinger på aksjekurs minus innløsningskurs senest kan forekomme i 2010. Totalt vil det bli delt ut 3,5 millioner syntetiske opsjoner til 30 ledere, og 50 prosent av nettogevinsten etter skatt må investeres i selskapets aksjer som må beholdes i minimum et år. Styret i selskapet har satt et kostnadstak på opsjonsutbetalingene som tilsvarer 45 millioner kroner per år, det vil si at gevinsten for topplederne i Yara ikke kan bli større enn 180 millioner kroner totalt sett, fordelt over årene 2007-2010 (Yara, 2007a).

Antall utestående opsjoner per 31. desember 2006, og utbetalt bonus samme år:

Tabell 5

Yara International	Utestående opsjoner 2006*	Bonus (% av grunnlønn)
Thorleif Enger	500 000	1 962 000 (44 %)
Daniel Clauw	500 000	1 239 000 (19,2 %)
Hallgeir Storvik	200 000	427 000 (19,8 %)
Tor Holba	200 000	483 000 (19,6 %)
Sven Ombudstvedt	200 000	427 000 (19,4 %)
Terje Bakken	150 000	398 000 (20,4 %)
Anne Grethe Dalane	90 000	172 000 (11,8 %)
Arne Cartridge	90 000	183 000 (13 %)
Kendrick T. Wallace	125 000	553 000 (21,6 %)

* Ingen opsjoner tildelt etter 2004

7.3 Telenor

Statlig eierskap: 53,97 prosent

Konsernsjef: Jon Fredrik Baksaas

I 2006 tildelte Telenor 2,66 millioner opsjoner til 134 ledere og nøkkelpersoner globalt, disse blir frigitt etter tre år og seneste utøvelsetidspunkt er syv år etter tildeling. Utøvelseskursen var 74,90 kroner, gjennomsnittlig sluttkurs på Oslo Børs de siste ti handledager før tildeling. Det er satt et tak på gevinsten på disse opsjonene, på 31,46 kroner før juli 2010, 44,94 kroner i juli 2010, og etter dette det samme beløpet pluss aksjekursøkningen mellom juli og utøvelsetidspunkt. Selskapet hadde i 2006 en årsbonusavtale for konsernledelsen som var maksimalt seks månedslønner basert på grunnlønn i 2006. Dersom målnivå nås utbetales 50 prosent bonus, 100 prosent bonus utbetales kun ved særlig gode økonomiske resultater (Telenor, 2007a).

Antall opsjoner tildelt i juni 2006, antall utestående opsjoner per 31. desember 2006, og utbetalt bonus samme år:

Tabell 6

Telenor	Tildelte opsjoner 2006	Utestående opsjoner 2006	Bonus (% av grunnlønn)
Jon Fredrik Baksaas	100 000	330 000	1 331 200 (32,2 %)
Trond Ø. Westlie	55 000	55 000	327 498 (14,2 %)
Arve Johansen	65 000	265 000	811 580 (28 %)
Morten Karlsen Sørby	55 000	55 000	664 654 (24,9 %)
Jan Edvard Thygesen	55 000	205 000	454 700 (20,7 %)
Stig Eide Sivertsen	40 000	40 000	628 100 (30,6 %)
Ragnar H. Korsæth	40 000	83 334	285 600 (18 %)
Bjørn Magnus Kopperud	40 000	90 000	290 677 (15,7 %)

7.4 Cermaq

Statlig eierskap: 43.54 prosent

Konsernsjef: Geir Isaksen

Konsernsjefen og 65 av de øverste lederne i Cermaq fikk 26. oktober 2006 et nytt opsjonsprogram etter at generalforsamlingen vedtok dette i mai samme år. Programmet innebærer at 880 000 opsjoner overføres over en treårsperiode, like mange 26. oktober 2006, 1. juni 2007 og 1. juni 2008. Utøvelseskursen vil være snittkursen for Cermaq på Oslo Børs dagen før, etter og på tildelingsdatoen pluss 10 prosent, med unntak av opsjonene tildelt 26. oktober 2006, der utøvelseskursen ble satt til 92,93 kroner. På denne tiden lå kursen på 77,5 kroner i snitt for 25. og 26. oktober, og plusser man på 10 prosent blir utøvelseskursen 85, 25 kroner. Dermed ble den første utøvelseskursen satt til et noe dårligere utgangspunkt for Cermaqs toppledere. Opsjonene kan utøves mellom tre og seks år etter overføringen. Siste utøvelse kan dermed gjøres i 2014. Det er vedtatt begrensninger i forhold til gevinsten, maksimalt kan det utbetales 50 kroner i gjennomsnitt per opsjon i programmet. Regnskapskostnaden til programmet er beregnet å bli maksimum 15 millioner kroner (Pedersen, 2006).

I tillegg til opsjonene har selskapet et bonusprogram for toppledelsen. Det var i 2006 mulig å oppnå en variabel lønn på 30 prosent av fastlønn dersom return on capital employed, ROCE, nådde 12 prosent og også andre ikke-definerte kriterier ble nådd. For resultater under dette, ned til ROCE på 6 prosent, ble bonusen justert tilsvarende (Cermaq, 2007a).

Antall opsjoner tildelt 26. oktober 2006, antall utestående per 31. desember 2006, og utbetalt bonus samme år:

Tabell 7

Cermaq	Tildelte opsjoner 2006	Utestående opsjoner 2006	Bonus (% av grunnlønn)
Geir Isaksen	16 667	16 667	536 000 (23,7 %)
Geir Sjøstad	11 667	11 667	348 000 (24,6 %)
Peter Williams	11 667	11 667	486 000 (25,5 %)
Kjell Bjørdal	11 667	11 667	429 000 (24,8 %)
Francisco Ariztia	11 667	11 667	661 000 (25,9 %)

7.5 DnB NOR

Statlig eierskap: 34 prosent

Konsernsjef: Rune Bjerke³

Konsernsjefens lønn og bonus skal fastsettes på bakgrunn av en helhetlig vurdering hvor hovedvekten legges på følgende faktorer: finansielt resultat, kundetilfredshet, medarbeidertilfredshet og konsernets omdømme. Bonustildelingen til konsernsjefen fastsettes etter et diskresjonært skjønn, kan utgjøre maksimalt 30 prosent av årslønn, og tildeles ikke resultatbaserte ytelser utover dette.

Konsernsjefen fastsetter kompensasjon til andre ledende ansatte i samråd med styrets leder, og denne lønnen bør fastsettes ut fra behovet for å gi konkurransedyktige betingelser i de ulike områdene. Godtgjørelsen skal sikre at konsernet trekker til seg og beholder personer med ønsket kompetanse og erfaring og kan bestå av fast lønn og bonus. Godtgjørelsen, pensjonsordning og sluttvederlag må ikke i sine ulike komponenter eller i sum være egnet til å skade DnB NORs omdømme. Bonus kan gis på diskresjonær basis til ledende ansatte ut i fra kriterier som er knyttet til resultater og andre objektive kriterier som er basert på forhold som den enkelte leder kan påvirke. Det fastsettes et øvre tak for utbetaling av bonus på inntil 30 prosent av lønnen. Styret kan for spesielle stillinger gjøre unntak hvis det er nødvendig for å gi konkurransedyktige betingelser. Det er viktig at ordningene er resultatavhengige uten

³ Tiltrådte 1. januar 2007.

å være risikodrivende. Ordningene skal også fremme konsernets lønnsomhet, herunder ønsket inntekts- og kostnadsutvikling, samarbeid og lagånd på tvers av organisasjonen.

Aksjer, tegningsretter, opsjoner og andre former for kompensasjon som kun er knyttet til aksjer eller utviklingen av aksjekursen i konsernet tildeles ikke konsernsjef eller ledende ansatte. Derimot gis de på lik linje med øvrige ansatte i DnB NOR konsernet adgang til å delta i et aksjetegningsprogram for ansatte (DnB NOR, 2007a).

Utbetalt bonus 2006:

Tabell 8

DnB NOR	Bonus (% av grunnlønn)
Svein Aaser	2 460 000 (52,2 %)
Tom Grøndahl	624 000 (18,9 %)
Bård Benum	528 000 (24,3 %)
Øyvind Birkeland	504 000 (24,2 %)
Ottar Ertzeid	6 950 000 (322,1 %)*
Helge Forfang	516 000 (24,6 %)
Evlyn Raknerud	480 000 (24,5 %)
Åsmund Skår	612 000 (23,9 %)
Leif Teksum	660 000 (24,4 %)

* Leder for DnB NOR Markets

7.6 Kongsberg Gruppen

Statlig eierskap: 50,001 prosent

Konsernsjef: Jan Erik Korssjøen

Resultatlønn er linket til aktiviteter som øker "shareholder value" og konsernets resultater over tid. Konsernet har i alt 49 ledere som dekkes av et tredelt insentivprogram. Den første, og viktigste, delen går på forbedring av anvendelse av kapitalkostnad fra et år til det neste, deretter blir man vurdert på marginene i selskapet, og tilslutt har de også en individuell del med både subjektive og objektive kriterier for måloppnåelse. Bonusen som opptjenes blir

satt inn i en bonusbank der man har lov til å ta ut 1/3 av årets bonus, mens 2/3 må stå inne lenger. Resultatbasert avlønning har et tak på 2.5 ganger en månedslønn. I 2005 betalte konsernet 15.5 millioner kroner i godtgjørelse til ledelsen (Kongsberg Gruppen, 2006; intervju med representant, 2007).

Utbetalt bonus 2006:

Tabell 9

Kongsberg Gruppen	Bonus (% av grunnlønn)
Jan Erik Korssjøen	426 000 (16,1 %)
Arne Solberg	207 000 (14,1 %)
Stig Trondvold	197 000 (13,9 %)
Even Aas	175 000 (15,9 %)
Ellen Christine Orvin Raaholt	197 000 (16,1 %)

7.7 Statoil

Statlig eierskap: 70.0 prosent

Konsernsjef: Helge Lund

Statoils styre vedtok 15. november 2006 å endre selskapets belønningssystem ”for å kunne tilby mer konkurransedyktige vilkår for ledere, nøkkelpersoner og øvrige ansatte.” (Pedersen, 2006, vedlegg s. 43) Prinsippene systemet er bygget på er at det skal være konkurransedyktig, men ikke lønnsledende, at det skal være en kobling mellom prestasjoner og belønning, og en balanse mellom kort- og langsiktige resultater. I dette har opsjoner blitt funnet som uegnet, fordi olje- og gassprisene har for stor innvirkning på selskapets verdi i forhold til de ansattes prestasjoners påvirkning. Det har vært viktig å skape et system som forener interessene til eiere og ansatte, noe de mener å gjøre ved å begrense hvor store utbetalingene kan bli, og å bruke aksjekjøpsordninger.

For personer i nøkkelstillinger og toppledere vil det kunne utbetales en årsbonus på mellom 15 og 40 prosent av årslønn, 50 prosent for toppsjef Helge Lund. Kravene til en slik utbetaling er basert på en kombinasjon av personlige, finansielle og operasjonelle mål. I tillegg vil en langtidsinsentivordning (LTI) gjøre det mulig å opparbeide en bonus på opptil

to ganger opptjent årsbonus, hvor halvparten må investeres i selskapets aksjer. Denne ordningen er knyttet til både personlige resultater og selskapets verdiskapning over en periode på tre år. Resultatene blir sammenlignet med en referansegruppe bestående av internasjonalt konkurrerende selskaper, og Statoil må gjøre det bedre enn gjennomsnittet av disse for at LTI utbetales. Det er også et bonusprogram som omfatter alle ansatte og dermed også topplederne, på opptil 7,5 prosent av årslønn avhengig av resultater, og et aksjespareprogram som gir én bonusaksje per aksje eid i to år. Årlig kostnad av insentivprogrammene er beregnet til 295 millioner kroner, hvor 60 millioner kroner er knyttet til programmene som kun er for toppledelsen (Pedersen, 2006).

Bonus for 2006 er beregnet ut fra en totalvurdering av oppnådde resultater, og kunne for konsernsjefen maksimalt utgjøre 30 prosent av grunnlønn. For de øvrige medlemmene av konsernledelsen er bonusen basert på forhåndsavtalte mål, og kunne gi et tillegg på ti prosent av grunnlønn ved måloppnåelse, med et tak på 20 prosent hvis resultatene klart oversteg målene (Statoil, 2007a).

Utbetalt bonus 2006:

Tabell 10

Statoil	Bonus (% av grunnlønn)
Helge Lund	906 000 (18,8 %)
Rune Bjørnson	301 000 (14,2 %)
Reidar Gjærum	153 000 (8,4 %)
Jon Arnt Jacobsen	295 000 (11,7 %)
Jens R. Jenssen	283 000 (14,8 %)
Peter Mellbye	392 000 (13 %)
Terje Overvik	323 000 (12,1 %)
Eldar Sætre	373 000 (14,6 %)
Nina Udnes Tronstad	171 000 (10,9 %)
Margareth Øvrum	370 000 (14,2 %)

7.8 Oppsummering med tabell

Hensikten med dette kapittelet var å presentere selskapenes insentivprogrammer for topledere og formålet med disse. Vi oppsummerer våre funn i tabell 11 under. Alle de syv selskapene benytter seg av en form for bonus, med begrensninger på utbetalingene. Statoil, DnB NOR og Kongsberg Gruppen bruker alle bonus som langsiktig insentiv, mens selskapene med opsjonsprogrammer bruker bonus hovedsakelig som et korttidsinsentiv. Aksjeprogrammer brukes av to selskaper, men disse gjelder for alle ansatte og ikke ledelsen spesielt. Opsjoner benyttes av fire selskaper i utvalget, alle med et tak på størrelsen på utbetalingene. To av selskapene har syntetiske opsjonsprogrammer.

Tabell 11

SELSKAP		BONUS			AKSJER	OPSJONER	
Navn	Statlig eierskap	Ja/Nei	Tak	Kriterier	Ja/Nei	Ja/Nei	Tak
Hydro	43,80 %	Ja	3-6 månedslønner	Basert på mål fra forretningsplan	Nei	Ja	1 årslønn
Yara	36,20 %	Ja	1-6 månedslønner	Basert på oppnådde resultater	Nei	Ja	Ja**
Telenor	53,97 %	Ja	6 eller 12 månedslønner	50% hvis mål-oppnåelse, 100% hvis særdeles gode resultater	Nei	Ja	Ja
Cermaq	43,54 %	Ja	30% av fastlønn	ROCE 12%	Nei	Ja	Maks 50 kr/opsjon
DnB NOR	34,00 %	Ja	30% av fastlønn	Helhetlig vurdering	Ja, for alle ansatte	Nei	
Kongsberg Gruppen	50,00 %	Ja	2,5 x månedslønn	Måloppnåelse	Ja, for alle ansatte	Nei, ikke spesielt for ledere	
Statoil	70,00 %	Ja	15-50% av fastlønn. LTI*: 2x årsbonus	Personlige, finansielle og operasjonelle mål. LTI: personlige resultater og verdiskaping over 3 år.	Nei	Nei	

* Langtidsinsentivordning ** Programmet har et årlig kostnadstak på 45 millioner kroner, men det er usikkert om dette innebærer et tak på faktiske utbetalinger eller et tak på beregnet verdi.

8. Begivenhetsstudie

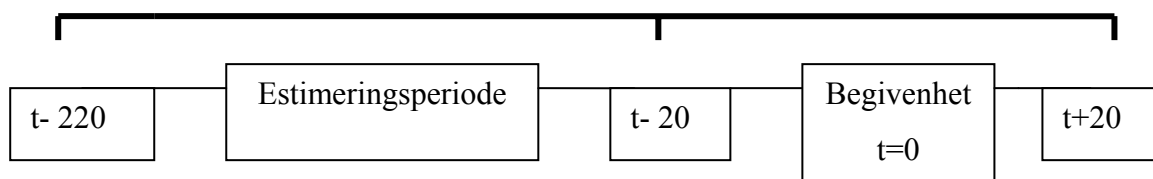
I dette kapitlet vil vi presentere en begivenhetsstudie, som vi valgte å gjennomføre for å vurdere om fremleggelsen av eierskapsmeldingen 8. desember hadde noe effekt på aksjekursene til vårt utvalg av delvis statlige selskaper.

En begivenhetsstudie skal forsøke å avdekke hvor raskt offentlig informasjon blir reflektert i aksjekursene, analysen er med andre ord et mål på viktigheten av en begivenhet ved å se på aksjekursendringer i begivenhetsperioden. Når man utfører en begivenhetsstudie er det vanlig å utforme hypoteser for å teste ulike påstander. Fordi vi har et så lite utvalg av selskaper og dermed ikke får statistisk signifikante resultater, har vi valgt å ikke lage slike hypoteser. Vi har derimot brukt studien for å se på selskapenes faktiske aksjekursutvikling, og sammenliknet dette med forventet kursutvikling. Det kan derfor diskuteres om vår studie er komplett, men vi mener at den gir oss grunnlag for å trekke enkelte konklusjoner.

8.1 Begivenhetstidspunkt, estimeringsvindu og begivenhetsvindu

Når man skal utføre en begivenhetsstudie må det først velges et begivenhetstidspunkt. Vi har valgt 8. desember, fordi det var da eierskapsmeldingen ble lagt frem. Videre må det velges en tidshorisont eller ”begivenhetsvindu”. Valget avhenger av hvilken begivenhet man har valgt og hva man ønsker å belyse. Illustrert i figur 2 nedenfor kan tidslinjen til en begivenhetsstudie deles inn i to hoveddeler. Den første delen er et estimeringsvindu der man estimerer modellparameterne, en periode for å måle forventet kursutvikling. Denne delen bør avsluttes en tid før begivenheten slik at selve begivenheten ikke påvirker estimeringen. Den andre delen er begivenhetsvinduet, som er perioden rundt selve begivenheten. I vår analyse er estimeringsperioden -220 til -21 børsdager før begivenheten, og begivenhetsvinduet strekker seg fra -20 til +20 børsdager etter annonseringen av eierskapsmeldingen.

Figur 2



8.2 Markedsmodellen

Markedsmodellen er en enfaktormodell som relaterer aksjens avkastning til en markedsindeks. Metoden er nært slektet med CAPM-modellen, og bygger på antagelsen om effektive finansmarkeder, der ny selskapsinformasjon reflekteres i aksjeprisen ut fra investorenes tolkning av denne informasjonen. Modellen antar at avkastningen til en aksje har en lineær sammenheng med utviklingen til markedsindeksen. Vi har valgt å se på faktisk og forventet kursutvikling, og ikke avkastning, fordi vi mener denne fremstillingen gjør det lettere for leseren å se eventuelle avvik. Vår fremgangsmåte er derfor lik markedsmodellen, med unntak av benevningene, og kan uttrykkes på følgende måte:

$$V_{it} = \alpha_i + \beta_i V_{mt} + e_{it}$$

V_{it} = verdi for aksje i på tidspunkt t

α_i = aksjespesifikk parameter, måler den del av aksjen sin verdi som ikke forklares av markedsbevegelsene.

β_i = aksjespesifikk parameter, ett mål for aksje i sin følsomhet i forhold til markedssvingninger

V_{mt} = verdien til markedsporteføljen på tidspunkt t .

e_{it} = feilledd

I markedsmodellen vil $\beta_i V_{mt}$ være den verdien som skyldes bevegelser i markedsindeksen, mens α_i måler den gjennomsnittlige verdien som er selskapsspesifikk. Det siste leddet, e_{it} ,

er resterende verdi etter at markedsbevegelser og endringer i gjennomsnittsverdi er tatt hensyn til.

For å finne ut hva slags effekt begivenheten har, må den forventende verdien beregnes. Parameterne alfa og beta kan estimeres ved hjelp av regresjonsanalyse, og vi valgte å bruke Excel til dette. Alfa er skjæringspunktet og beta er stigningstallet. Den forventede verdien for aksje i på tidspunkt t i begivenhetsperioden kan uttrykkes ved følgende sammenheng:

$$F_{(vit)} = \alpha_i + \beta_i V_{mt}$$

8.3 Data og utvalg

For innhenting av data brukte vi Børsprosjektet ved NHH, hvor vi fikk tilgang til Amadeus databasen. Her kunne vi hente ut aksjekurser for alle selskapene. Indeksen vi brukte var OSEBX, som er hovedindeksen ved Oslo Børs. OSEBX inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs og er justert for utbytte (Oslo Børs, 2007b). Aksjekursene måtte justeres for tekniske endringer i aksjen og utbyttebetalinger, mens indeksen kunne anvendes direkte.

Vi har valgt å se på kursutviklingen i de selskapene vi har tatt for oss i oppgaven: Statoil, Hydro, Yara, DnB NOR, Telenor og Kongsberg Gruppen. Utgangspunktet var derfor syv selskaper, men på grunn av manglende data måtte vi utelukke Kongsberg Gruppen fra utvalget.

8.4 Funn

I denne delen vil vi presentere funnene fra begivenhetsstudien, og diskutere disse. Hvert selskaps aksjekursutvikling er representert i to grafer, den første viser den faktiske utviklingen i perioden 24. januar 2006 til 10. januar 2007, som dekker både vår estimeringsperiode og begivenhetsvindu. Begivenhetsvinduet er markert med en gul ramme, og dette utsnittet er presentert mer detaljert i den påfølgende grafen. Her vil vi også ta med forventet kursutvikling, estimert ved hjelp av regresjonsanalyse. En sort linje markerer 8. desember, dagen for fremleggelsen av eierskapsmeldingen, i alle diagrammene. For å vurdere om det er andre hendelser enn eierskapsmeldingen som kan ha påvirket kursutviklingen i begivenhetsperioden har vi sett på børsmeldinger fra selskapene og

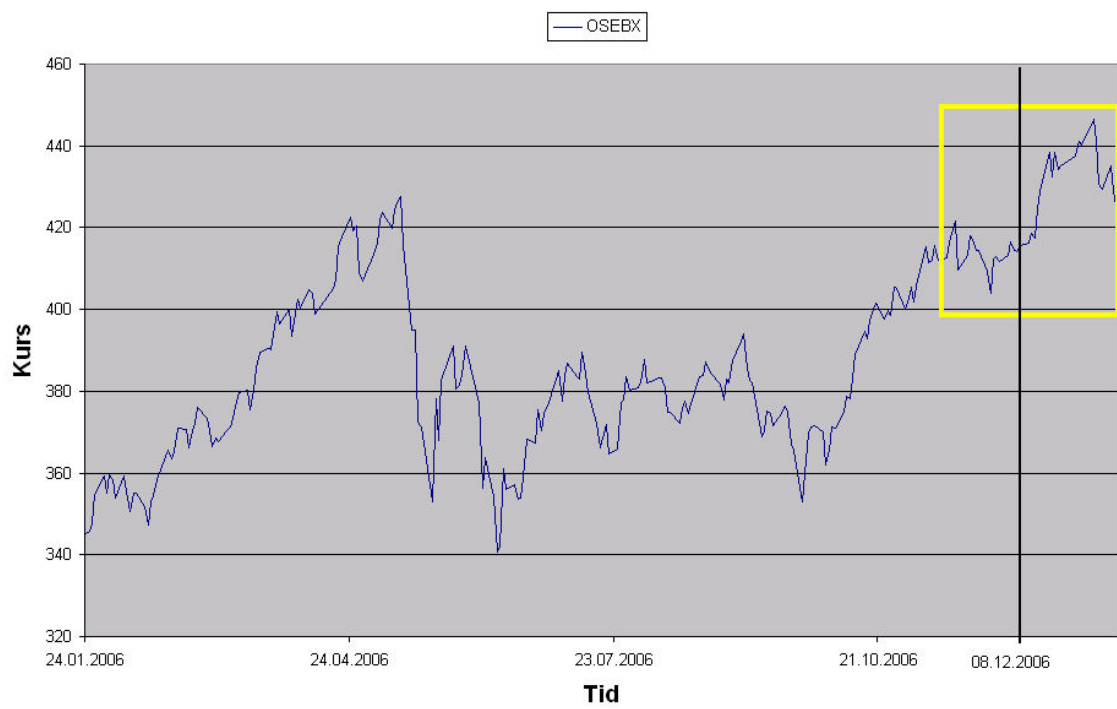
avisartikler. Ved hjelp av dette kan vi lettere sammenligne de faktiske og forventede kursutviklingene.

8.4.1 OSEBX

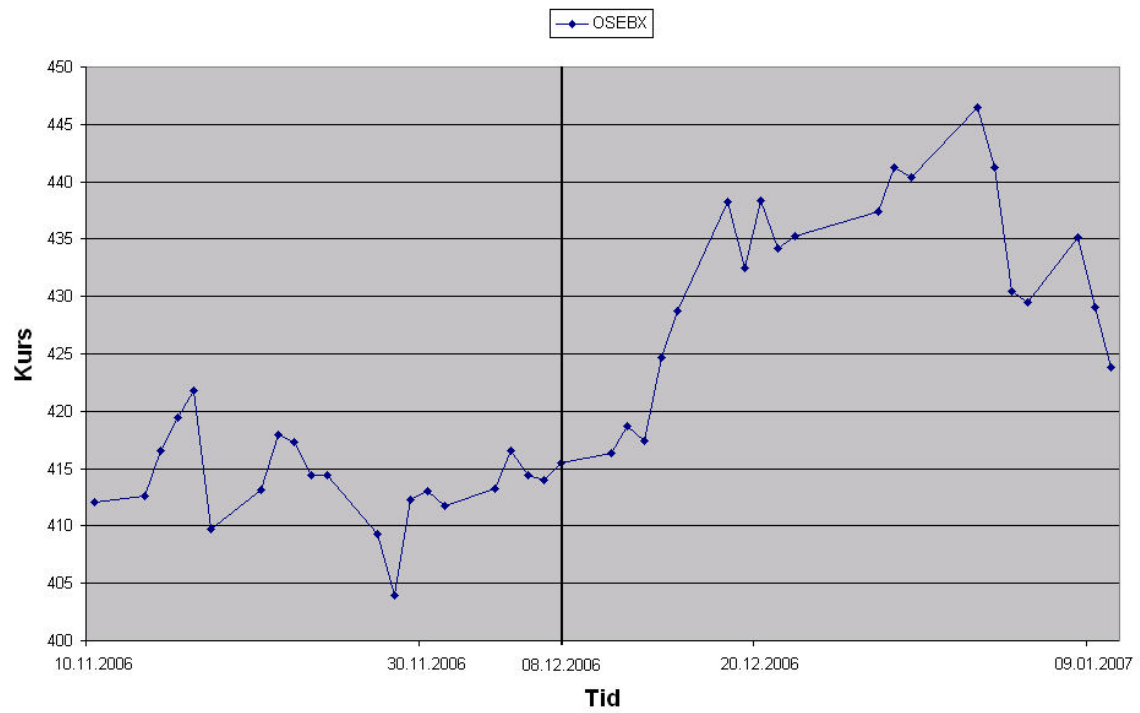
OSEBX inkluderer alle de seks selskapene i begivenhetsstudien, og figur 3 viser utviklingen for hele perioden. Utviklingen i indeksen ble brukt til å estimere forventet kursutvikling for selskapene i begivenhetsvinduet. Vi vil gjøre oppmerksom på at Statoil, Norsk Hydro, Telenor, DnB NOR og Yara International til sammen utgjør en meget stor del av indeksen. På grunn av dette vil endringer i aksjekursene i disse selskapene i stor grad være med på å påvirke utviklingen av OSEBX. Bransje- og selskapsspesifikke hendelser vil derfor være med på å drive indeksen, og det kan av den grunn være problemer knyttet til å bruke denne som et sammenligningsgrunnlag.

Den generelle utviklingen for perioden er positiv, selv om det har vært både opp- og nedturer. Oppgangen fra begynnelsen av perioden og ut april var ledet av blant annet olje- og fiskeaksjer, og inneholdt mange toppnoteringer. Mai 2006 derimot, viste seg å bli en kontrastfylt måned fordi den både inneholdt toppnoteringer, nedturer, frykt og usikkerhet. Oslo Børs forklarer denne plutselige tilbakegangen med internasjonal børsuro. Juni var også en måned der aksjemarkedet var utsatt for mye uro, og 13. juni er periodens bunnotering. Oljeprisfall i september påvirket Oslo Børs i stor grad, mens børsen tok seg opp i oktober til tross for fortsatt nedgang i oljeprisen. I november styrket oljeprisen seg kraftig, noe som førte til en fortsatt positiv utvikling på børsen. Denne utviklingen fortsatte også i desember og januar. I figur 4 ser vi at utviklingen i OSEBX like før fremleggelsen av eierskapsmeldingen var noe negativ, men den begynte å stige igjen 8. desember.

Figur 3

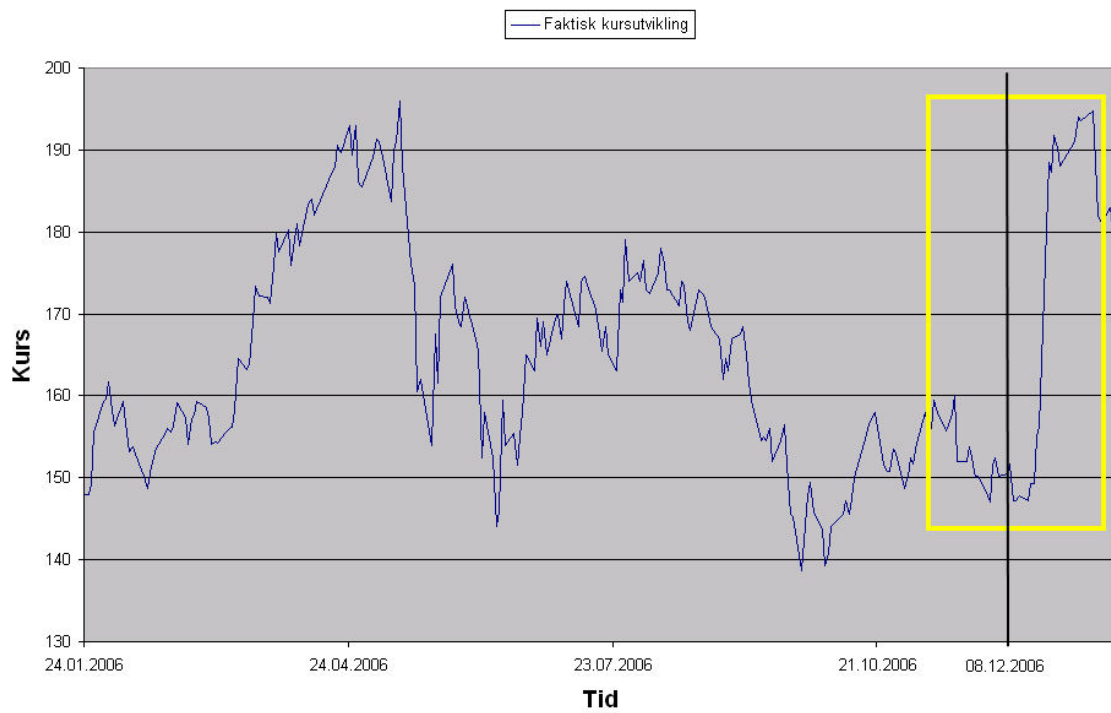


Figur 4

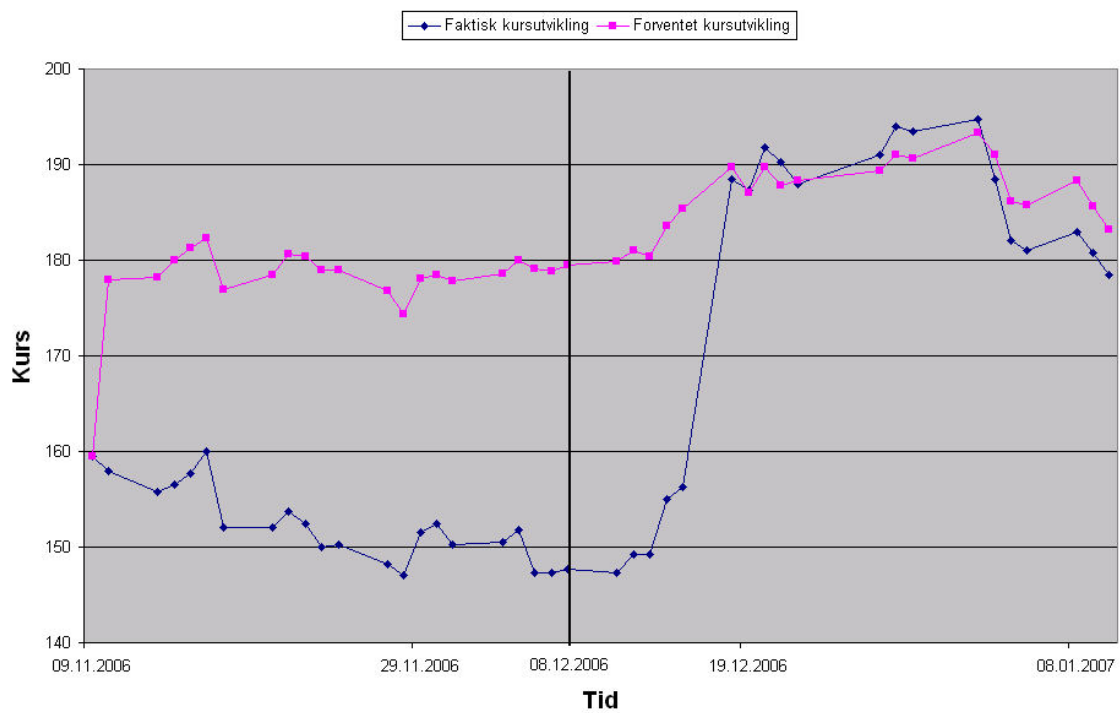


8.4.2 Hydro

Figur 5



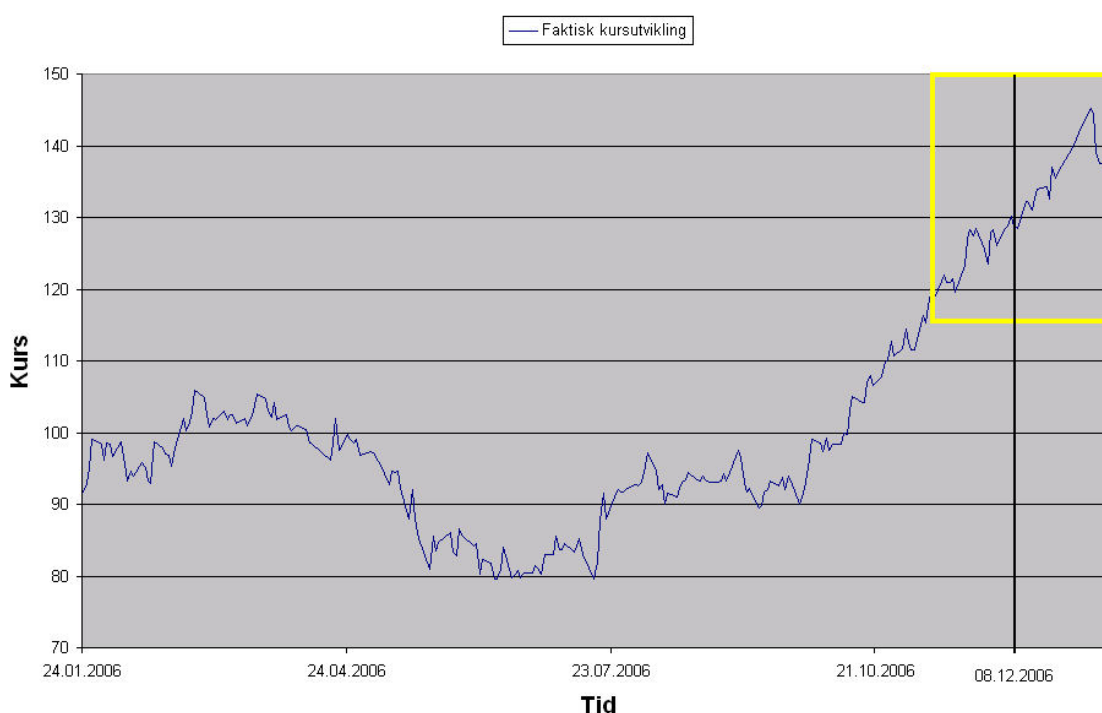
Figur 6



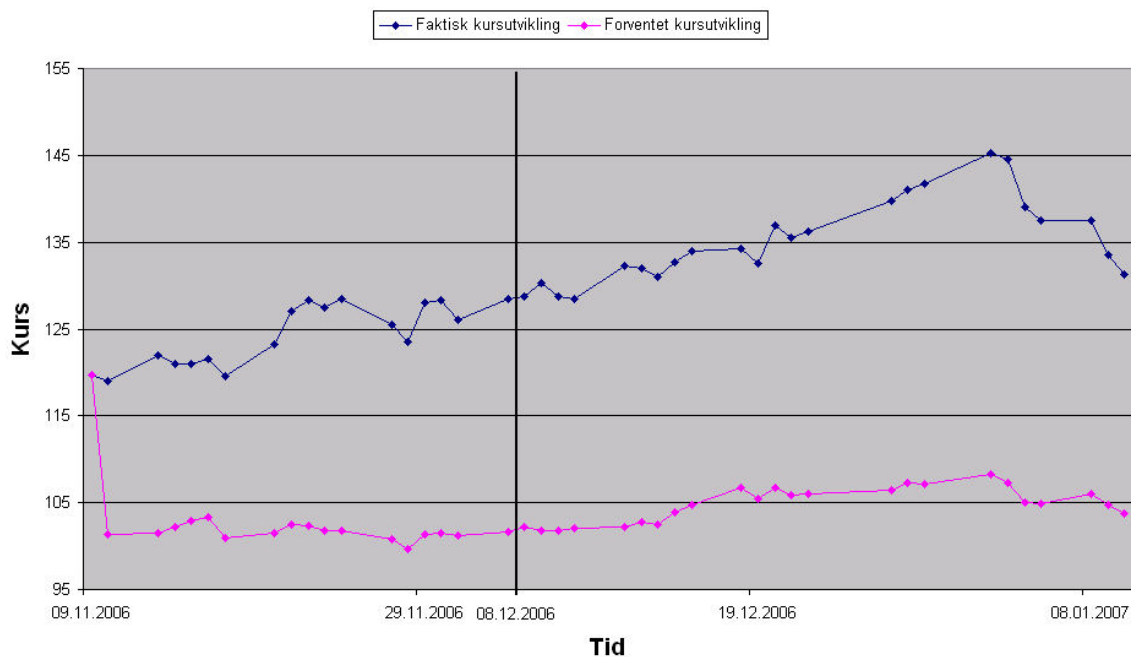
Vi ser her at den faktiske kursutviklingen ligger lavere enn den forventede frem til 15. desember, etter dette steg aksjekursen voldsomt. 18. desember var dagen da fusjonen mellom Statoil og Hydro ble annonsert, og dette ble svært godt mottatt av investorene. Det var derimot ingen merkbare utslag, i forhold til forventet utvikling, i aksjekursen til Hydro verken i dagene rundt fremleggelsen av eierskapsmeldingen eller på selve dagen Vi mener derfor at eierskapsmeldingen ikke hadde noe påvirkning på aksjekursen til Hydro.

8.4.3 Yara

Figur 7



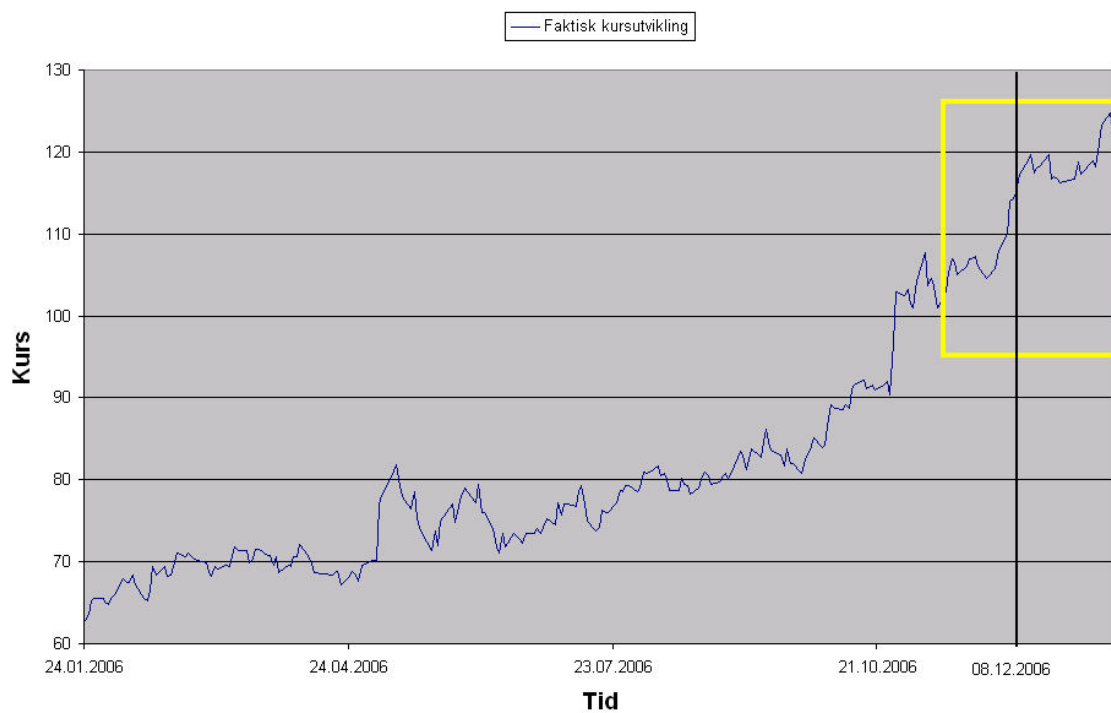
Figur 8



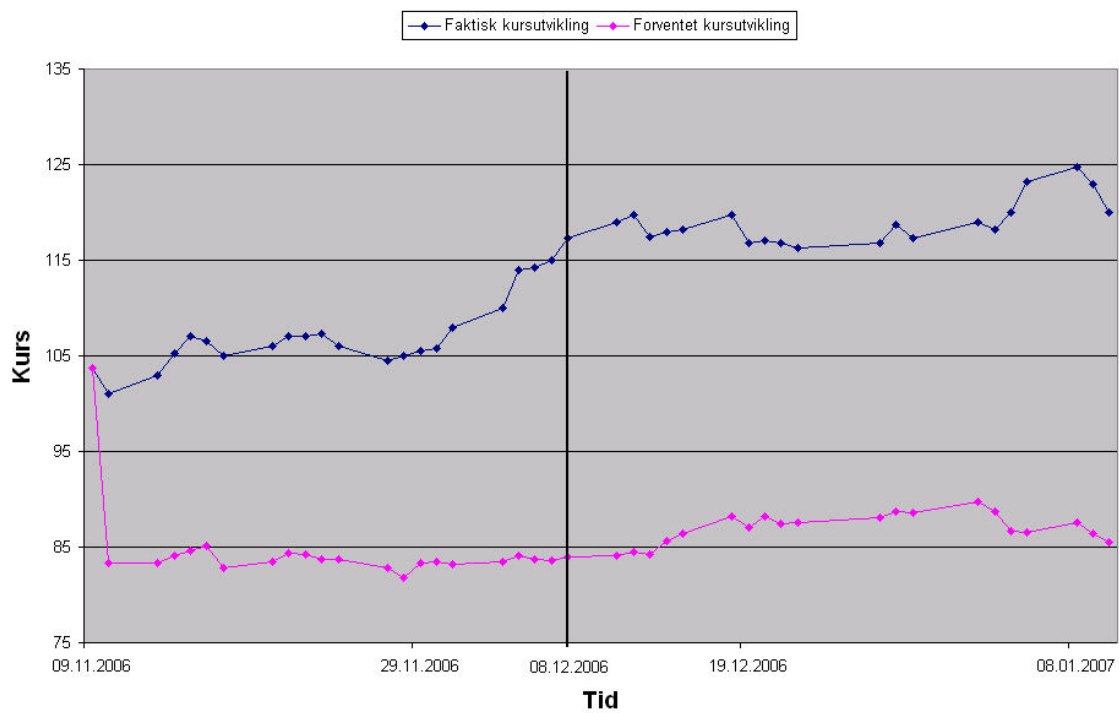
Vi ser at den faktiske kursutviklingen ligger over den kursen vi har estimert. I følge Oslo Børs kan den positive utviklingen komme av gode markedsforhold og sterk etterspørsel etter gjødsel i november. I begivenhetsperioden kom det ingen børsmeldinger av betydning for aksjekursen. I dagene før 8. desember var det en svak negativ utvikling i de faktiske aksjekursene, mens vårt estimat viste en mer stabil utvikling. Dette er kun små forskjeller, og de ble dessuten mer jevnet ut den påfølgende børsdagen. Totalt sett er det lite som tyder på at Yara sin aksjekurs ble påvirket av eierskapsmeldingen.

8.4.4 Telenor

Figur 9



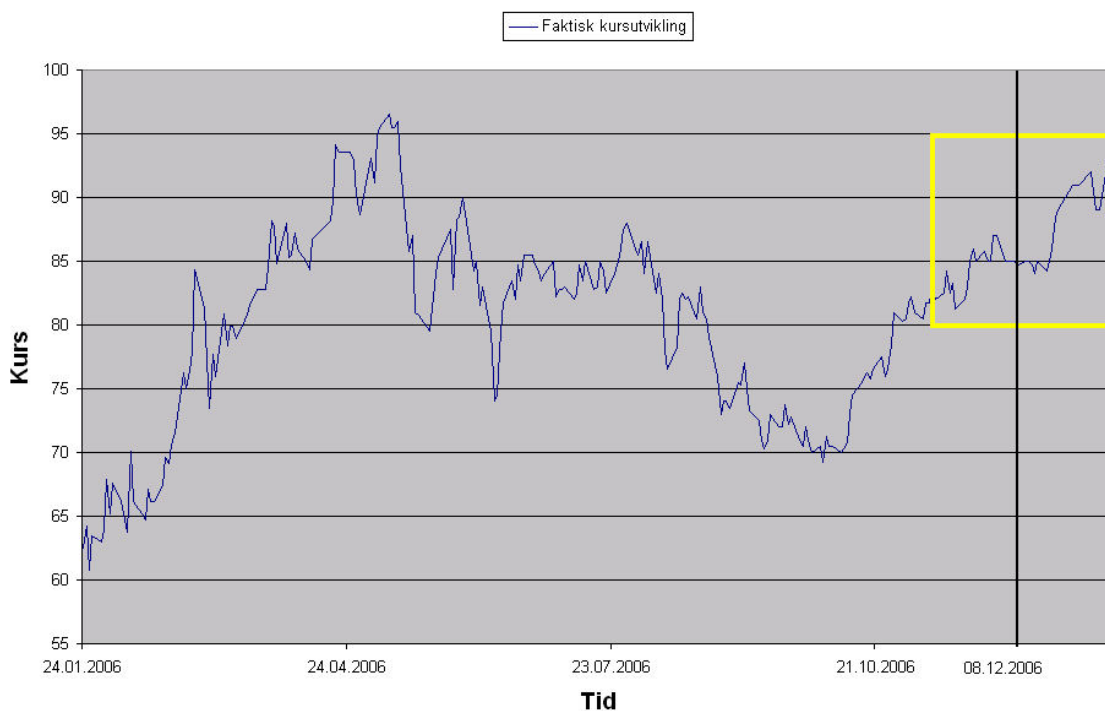
Figur 10



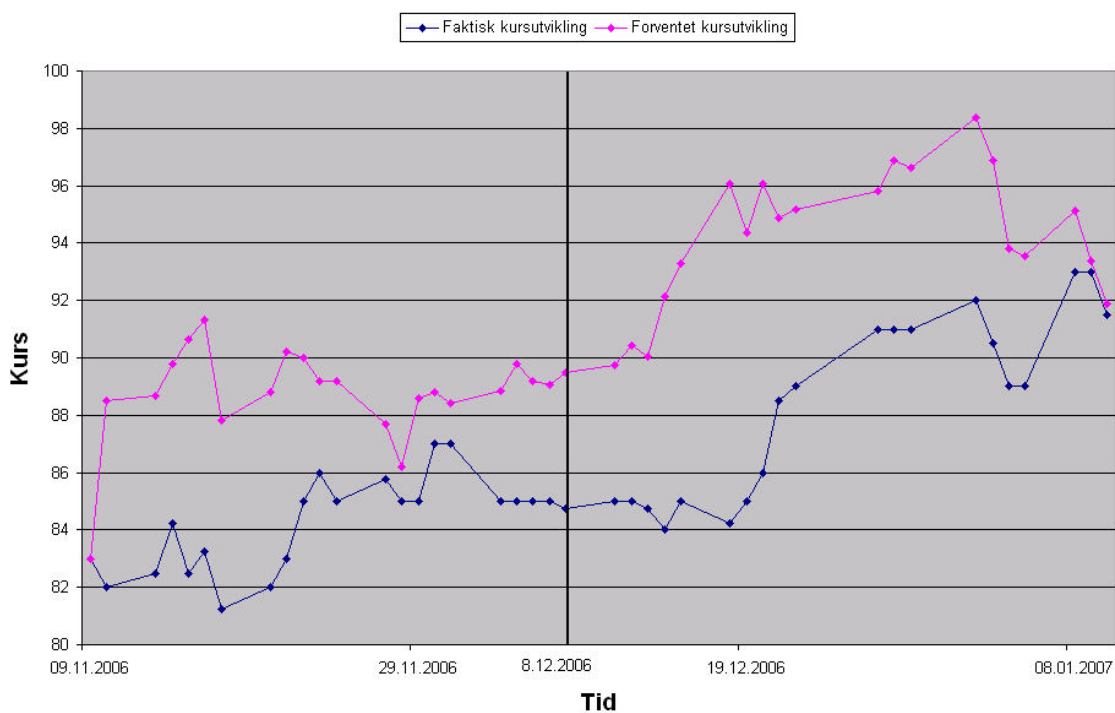
Telenors faktiske kursutvikling ligger godt over den forventede i hele begivenhetsperioden. I dagene rundt fremleggelsen av eierskapsmeldingen stiger den faktiske kursen mer enn den forventede. Dette tror vi reflekterer en meget positiv utvikling i Telenor måneden før fremleggelsen av eierskapsmeldingen. I følge NTB (2006b) påvirket ikke eierskapsmeldingen investorene negativt, noe vi også finner støtte for i studien.

8.4.5 Cermaq

Figur 11



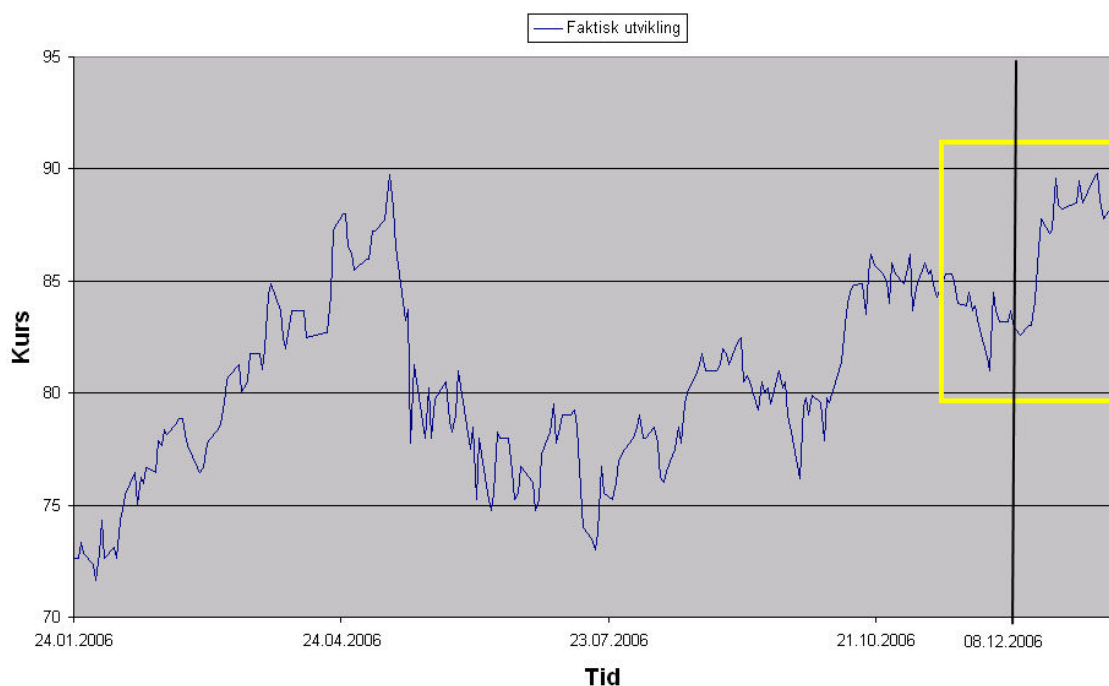
Figur 12



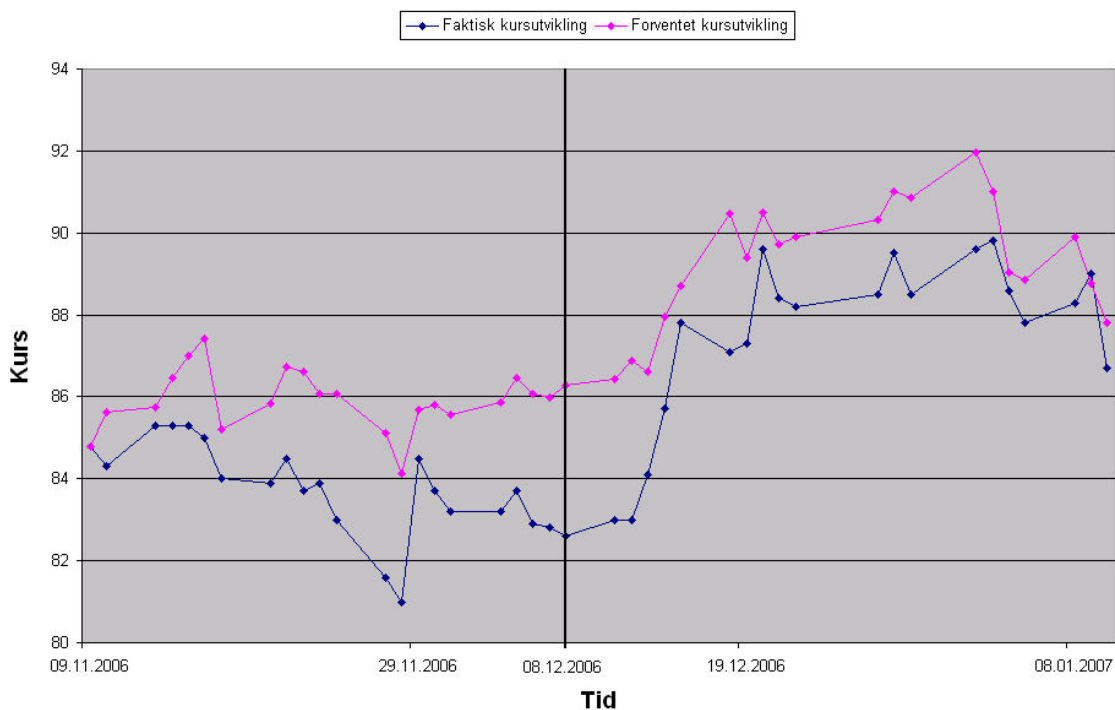
I dette tilfellet er faktisk kursutvikling lavere enn den forventede. Vi finner ingen børsmeldinger som vi tror kan ha påvirket kursutviklingen på og i dagene rundt fremleggelsen av eierskapsmeldingen. Grafen viser at den faktiske kursen disse dagene var relativt stabil. Den forventede kursutviklingen var noe mer ujevn, men likevel ikke særlig ulik den faktiske. Vi mener derfor at eierskapsmeldingen ikke påvirket verdien av Cermaq sine aksjer.

8.4.6 DnB NOR

Figur 13



Figur 14

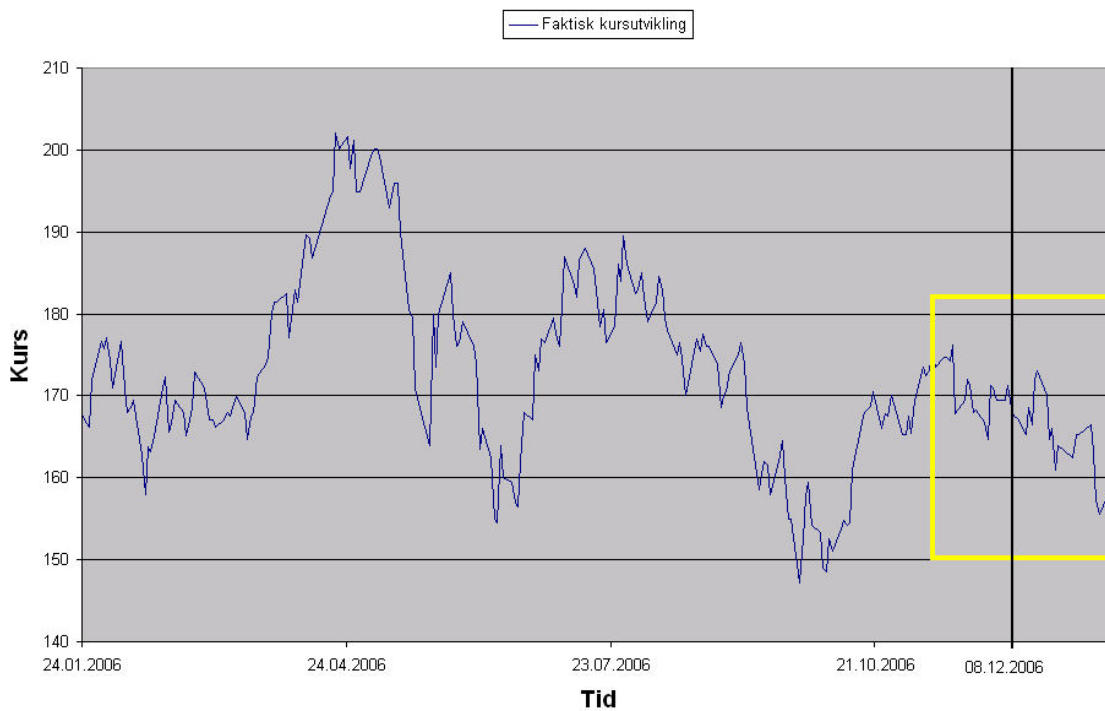


Vi ser at den forventede kursutviklingen er noe høyere enn den faktiske, men begge viser den samme utviklingen. Det er liten grunn til å tro at fremleggelsen av eierskapsmeldingen

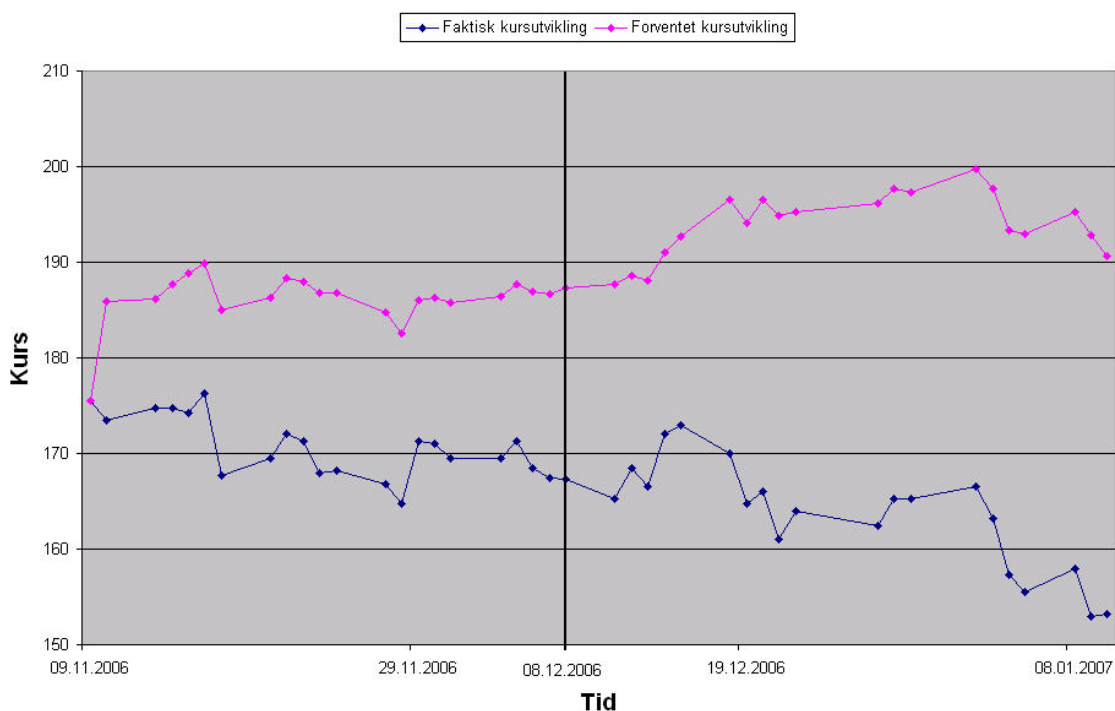
8. desember har påvirket aksjekursen til DnB NOR, fordi det ikke er noen markante kursendringer rundt denne datoen i forhold til det vi forventet. Et søk på børsmeldinger og avisartikler i denne perioden viser også at det ikke var noen spesifikke hendelser i denne perioden som kunne påvirke kursen.

8.4.7 Statoil

Figur 15



Figur 16



Vi ser her at den faktiske kursutviklingen ligger lavere enn den forventede, men likevel følger den samme utviklingen frem til 18. desember. Dette er annonseringsdatoen for fusjonen mellom Statoil og Hydro. For Statoils del påvirket denne annonseringen aksjekursen negativt. Den faktiske og den forventede kursutviklingen rundt 8. desember var relativt like, selv om den faktiske er noe mer negativ. Likevel indikerer ikke dette at fremleggelsen av eierskapsmeldingen hadde noe effekt på investorers syn på selskapet.

8.5 Oppsummering

Målet med dette kapitlet var å undersøke hvorvidt markedet reagerte på fremleggelsen av eierskapsmeldingen. Vi gjorde dette ved å sammenligne den faktiske aksjekursutviklingen til selskapene med den forventede, i dagene rundt 8. desember. Vi fant ingen klare indikasjoner på at fremleggelsen av eierskapsmeldingen påvirket aksjekursene til selskapene, fordi de faktiske og de forventede kursene i stor grad utviklet seg i samme retning. Som nevnt tidligere dominerer selskapene i vårt utvalg indeksen som ble brukt til å beregne den forventede kursutviklingen. Derfor kan dette være en mulig grunn til at de har samme utvikling, dette gjelder spesielt for Statoil, Hydro og Telenor. Likevel mener vi å ha belegg for å påstå at fremleggelsen av eierskapsmeldingen ikke påvirket selskapenes kursutvikling.

En mulig årsak til at det ikke kom noen reaksjoner fra investorers side kan ha vært at eierskapsmeldingen var som forventet. Som vi så i kapittel 6.4 uttalte flere at de var lettet over at eierskapsmeldingen inneholdt lite nytt. I tillegg var det stadige lekkasjer i forkant av fremleggelsen, investorer var derfor allerede opplyst om at staten ville føre en mer aktiv eierskapspolitikk. Lekkasjer førte for eksempel til at Kaupthing 6. desember mente det var risiko forbundet med eierskapsmeldingen, og dette var med i en totalvurdering da Telenoraksjen ble gitt en reduser-anbefaling (Dagens Næringsliv, 2006c).

Vi hadde i utgangspunktet forventet at det ville være en mer markant reaksjon i selskapene på grunn av mediefokuset i forkant, og det faktum at de begrensningene som staten nå ville pålegge dem er av betydning. I artikkelen "Blåser i ministeren" fra NA24 (2006b), ser vi at investorene ikke lot seg skremme av eierskapsmeldingen og sendte børsen opp 8. desember. Dette støtter våre funn.

9. Intervjuer

Som tidligere nevnt i kapittel 1.2, var utgangspunktet for oppgaven å se på hvordan eierskapsmeldingen vil påvirke fremtidige insentivprogrammer i selskaper der staten er deleier. Vi tok derfor kontakt med selskapene med dette utgangspunktet, men erfarte at vi var for tidlig ute fordi selskapene ikke hadde tatt stilling til dette ennå, og i tillegg var informasjonen rundt fremtidige program konfidensiell til den hadde blitt lagt frem på generalforsamling. Vi måtte derfor finne en ny vinkling på oppgaven, og bestemte oss for å se på hvordan eierskapsmeldingen ble mottatt, hva slags holdninger ulike interessenter har til den, og på bakgrunn av dette trekke en konklusjon om hvorvidt vi tror eierskapsmeldingen vil påvirke utformingen av fremtidige insentivprogram. For å vurdere dette ville vi intervju representanter fra de berørte selskapene om oppfatninger angående bruk av opsjoner og bonus, og eierskapsmeldingen. I tillegg ville vi intervju representanter fra LO, NHO og Nærings- og handelsdepartementet for å få deres meninger om det samme. I dette kapittelet vil vi begrense oss til hva selskapenes representanter uttalte, mens en mer kritisk gjennomgang vil bli gjort i neste kapittel.

9.1 Fremgangsmåte

Det første vi gjorde var å ringe investor relations avdelingene i de syv selskapene vi ville studere slik at disse kunne sette oss i kontakt med de rette menneskene i organisasjonen. Deretter sendte vi en e-mail til de personene vi hadde fått oppgitt, hvor vi ba om et telefonintervju. Det viste seg at noen selskaper var mer samarbeidsvillige enn andre, og enkelte måtte vi henvende oss til flere ganger før vi oppnådde kontakt. Dette ble derfor en langvarig prosess. Når kontakt var oppnådd sendte vi spørsmålene og avtalte tidspunkt for intervju. Vi lagde ulike spørsmålssett til selskaper med og uten opsjonsprogram fordi vi ville sette fokus på de programmene selskapene har. Samtidig var noen av spørsmålene like, slik at vi kunne danne oss et sammenligningsgrunnlag. Vi tok i tillegg kontakt med LO, NHO og Nærings- og Handelsdepartementet (NHD) for å få deres syn på eierskapsmeldingen og resultatbasert avlønning. Disse fikk egne spørsmålssett.

Vi valgte å ikke følge et strengt oppsett på spørsmålene fordi utvalget vårt er såpass lite at det ikke var nødvendig for å få en systematisk oversikt over de ulike svarene. Utvalget var også så lite at det ikke ville gitt et statistisk signifikant resultat hvis vi hadde valgt et mer

formelt oppsett. I stedet var vi opptatte av å stille mer åpne spørsmål der det var rom for at respondentene kunne komme med mer informasjon der de følte det nødvendig, for på denne måten å få mer utfyllende svar. Disse svarene ville vi bruke i en diskusjon av ulike oppfatninger. Erfaringer vi gjorde i de første intervjuene brukte vi i de neste intervjuene, slik at tilleggsinformasjon som kom frem underveis kunne inkluderes.

Etter hvert intervju diskuterte vi de svarene vi hadde fått, og skrev et utfyllende sammendrag. Da alle intervjuene var foretatt, sammenlignet og analyserte vi svarene. Intervjuobjektene hadde ulike stillinger innenfor sine respektive organisasjoner, og vi fikk derfor anledning til å få meninger fra for eksempel toppledere, HR-direktører og ansvarlige for utforming av insentivprogrammer. Dette var meget verdifullt for oss, og følte at vi fikk informasjon fra høyt nivå. Fordi noen av respondentene ønsket å være anonyme måtte vi lage et oppsett der selskapene blir presentert som selskap A, B, C og så videre. Dette førte også til at noe nyttig informasjon fra respondentene måtte utelukkes fordi den ble for selskapsesifikk og derfor avslørende. I LO, NHO og NHD intervjuet vi representanter med meget god kunnskap om eierskap og resultatbasert avlønning. Vi har valgt å ikke anonymisere disse organisasjonene fordi de har offisielle syn på disse sakene.

De ulike spørsmålssettene ligger som vedlegg 4-8.

9.2 Selskap A

Vi intervjuet direktør for HR og kompensasjon.

I dette selskapet mener man at det som motiverer ledere er utviklingsmuligheter, og utfordrende og spennende arbeidsoppgaver. Lønn og kompensasjon kommer lenger ned på listen, men må ikke være en negativ faktor. De har valgt opsjoner som insentiv for sine ledere dels for å eksponere lederne for det samme som eierne, altså aksjekurssvingninger, og dels for å oppmuntre til langsiktig verdiskapning. De mener opsjoner er et godt insentiv fordi det skaper et interessefellesskap mellom aksjonærene og lederne. På den andre siden er det utfordringer knyttet til bruken av opsjoner, fordi aksjekursen følger generelle svingninger. Dette gjelder spesielt for selskap A, som opererer i commodity business, hvor råvarepriser i stor grad påvirker aksjepris. En løsning på dette kan være å finne andre selskaper eller konkurrenter å sammenligne seg med, og de observerer at mange selskaper bruker relative total shareholder return (TSR) i sine opsjonsprogrammer. Den generelle trenden i

verdensmarkedet er at man går fra absolutt avkastning til relativ avkastning og bruker indekser og konkurrenter som sammenligningsgrunnlag.

Selskap A synes eierskapsmeldingen mangler langsiktighet, og over tid vil dette føre til problemer i forhold til rekruttering. Dette er noe selskapet er bekymret over. Ved at eierskapsmeldingen setter tak på variabel lønn er det ikke plass til langsiktige insentiver innenfor bonusavtaler. Dermed blir problemet med bonus at det kun belønner kortsiktig atferd. De tror derimot at det er mulig å presse på staten slik at elementer av langsiktige insentiver kan inkluderes, og synes det blir spennende å se hvordan generalforsamlingen vil stille seg til dette. Når opsjoner ikke lenger er et alternativ, ser selskapet for seg at grunnlønn vil øke og at de kan innføre en bonusordning der noe av beløpet må investeres i aksjer med bindingstid.

Når det gjelder konsekvenser av et mer aktivt eierskap mener selskapet at det er vanskelig å vite, men tror at arbeidssøkere vil forholde seg noe mer skeptiske til delvis statlige selskaper og at det dermed kan bli vanskeligere å tiltrekke seg arbeidskraft. Tidligere har ikke staten drevet med detaljstyring og ikke endret rammebetingelser for selskapet, men de vet ikke om dette vil fortsette i fremtiden med en mer aktiv statlig eier. På en annen side nevner selskapet også at statlig eierskap er positivt fordi selskapet aldri har vært aktuelt for oppkjøp, og at et slikt eierskap representerer en stabil og langsiktig faktor. De nevner et eksempel hvor de under en utenlandsekspansjon fikk positive signaler fra ulike hold nettopp på grunn av statens eierskap i selskapet. Likevel presiserer de at dette kan skje uten at staten trenger å ta en for aktiv rolle.

Eierskapsmeldingen kan føre til en økning i grunnlønn, noe som er kostnadsdrivende og uheldig fordi det vil være en økning som gjelder for både gode og dårlige resultater. En mulighet vil være å bruke bonus som et kort- og langsiktig element, og som reguleres av den relative kursutviklingen. Taket på 50 prosent bonus av fastlønn vil derimot være et problem her. Hadde selskapet kunne fortsatt med opsjoner ville de ha ønsket å innføre relativ TSR for å gjøre programmet bedre. Selskapet tror at hyppige medieomtaler har gjort at flere selskaper har innført tak på sine insentivavtaler, men selskap A innførte dette i god tid før denne debatten gikk for fullt i media i 2006. Opsjonsprogrammet til selskap A vil løpe i flere år fremover, og dersom ikke avtalene blir kjøpt ut vil disse være gjeldende frem til utløpsdato.

9.3 Selskap B

Vi intervjuet en analytiker innen kompensasjon.

Den viktigste motivasjonsfaktoren for ledere er i følge selskap B jobben i seg selv. Monetær belønning er mer en trivselsfaktor, men man vil være mer opptatt av penger jo mer man tjener. De har valgt å bruke opsjoner som insentiv fordi styret i selskapet mente at det var hensiktsmessig og den beste løsningen for et langsiktig insentiv. De trekker spesielt frem to grunner til at opsjoner er et bra insentiv. For det første er det enkelt å forholde seg til, man kan se gevinsten uten at noen må regne ut denne for deg, man kan følge med i utviklingen på børsen selv. For det andre gir opsjoner en gearingeffekt som er bedre enn ved bruk av aksjer. Aksjer vil gi verdi til lederne dersom aksjepris er større enn null, mens opsjoner vil ha en innløsningskurs over dette. Dette gjør opsjoner til et mer effektivt verktøy for måloppnåelse. Selskap B er et internasjonalt selskap, og opsjoner er derfor et godt insentiv for ledere i utlandet fordi det får dem til å jobbe på tvers til konsernets beste, og ikke bare tenke på sitt eget selskap i sitt land eller region. Ved å bruke opsjoner, og med dette knytte insentiver til aksjekurs, får man et interessefellesskap på tvers av konsernet. Opsjoner er eksponert for generelle børsvingninger og markedsstøy, men selskap B mener allikevel at dette ikke reduserer insentivet, det kan bare virke litt urettferdig. I oppgangstider vil en leder selvsagt få mye gratis, men da er det også fornuftig at lederne får en del av dette når eierne får sitt.

Selskap B har respekt for at staten ønsker å være en mer aktiv eier, og vanligvis ser de på aktivt eierskap som en positiv ting. Derimot mener de at en aktiv stat kan ha sine svakheter, men selv om det er delte meninger og oppfatninger om statens rolle innad i selskapet må de forholde seg til virkeligheten. Det de synes er mest bekymringsfullt er at det blir innført tak på variabel avlønning, ikke at opsjoner forsvinner. Siden andre selskaper i Norge og utlandet bruker resultatlønn kan det bli vanskelig dersom ikke selskapet kan gjøre det samme for å tiltrekke og beholde ledere i fremtiden. De tror også at høyere fastlønn kan bli en konsekvens, noe staten neppe synes er fordelaktig. Videre sier de at eierskapsmeldingen nødvendigvis ikke trenger å tolkes bokstavlig, men hvis man viser å ha tatt hensyn til den under utformingen av et nytt program, vil antageligvis staten godkjenne programmer som er gunstigere enn hva retningslinjene tilsier. Alternativene for langsiktig insentiv har selskapet ennå ikke utarbeidet, men understreker at behovet for langsiktighet absolutt er til stede. Selskapet jobber med et nytt forslag til insentivprogram nå, som de håper å legge frem på

generalforsamlingen denne våren. De vil selvsagt ta hensyn til eierskapsmeldingen, men det er også mange andre faktorer som spiller inn.

Svakheten med statlig eierskap er at staten ikke er den mest kompetente eier og at suboptimalisering og distriktspolitikk kan bli prioritert foran bedriftsøkonomiske hensyn. Selskapet merket et enormt trykk fra USA forrige gang de annonserte et nytt insentivprogram. Investorer i USA er svært opptatte av insentivordninger, og mente at ingen ville jobbe uten millionlønninger. Selskapet har derimot ikke merket noe spesielt i kjølvannet av eierskapsmeldingen, men vet at det blir uro blant amerikanske investorer dersom eierskapsmeldingen blir fulgt til punkt og prikke fordi det kan bli en minoritetsskvis.

Debatten i det offentlige rom rundt bruk av opsjoner mener selskapet at man bare må stå av. Eierskapsmeldingen ville kommet uansett, og de var derfor forberedt på at det ville komme retningslinjer for avlønning av ledere. Fremtidige insentivprogrammer vil komme som en følge av statens retningslinjer i eierskapsmeldingen, og ikke etter press fra media og interessegrupper. Opsjoner som er tildelt gjennom tidligere program vil fortsatt kunne løses inn.

9.4 Selskap C

Vi intervjuet et medlem av konsernledelsen.

Opsjoner motiverer ikke. Dette mener selskap C, men fremhever andre faktorer som jobbinnhold, miljø, trivsel, høyere prestasjon og ytelse, faglige utfordringer, prestisje og indre interesse som viktige motivatorer. Penger kommer et stykke ned på listen, det er kanskje viktig akkurat rundt et lønnsoppgjør, men ellers tenker man minimalt på dette. Selskapet har valgt opsjoner som insentiv fordi de mener at det gir en klar sammenheng mellom verdiskapning og belønning, og da de ble børsnotert var det riktig med et insentiv som bidro til å skape verdi i selskapet⁴. I tillegg var det press fra internasjonale avdelinger som de nylig hadde kjøpt opp om å innføre opsjoner fordi dette var normalt der, og de fikk

⁴ Vi vil gjøre oppmerksom på at denne uttalelsen er selvmotsigende fordi selskapet her sier at opsjoner blir brukt som et insentiv for toppledelsen, mens de tidligere i intervjuet sa at opsjoner ikke motiverer. Dette kommer vi nærmere inn på i analysedelen.

dermed valget mellom å implementere dette i Norge eller å fjerne disse systemene i utlandet. De valgte opsjoner for å skape felles interesser på tvers av landegrensene. Selskapet ser på opsjoner som et skjebnefellesskap med rettferdig deling mellom eiere og ledere der det blir en overskuddsdeling når det går bra og aksjonærene får god avkastning på sine aksjer. En ulempe ved å bruke opsjoner er at de svekker direkte relasjon mellom innsats og belønning. Motivasjon kan gå ned med aksjekursen, men fordi opsjoner er langsiktige kan man ikke se på de daglige svingningene og det vil først være rundt utløpsdato at man vil være opptatt av kursen.

Selskapet mener at eierskapsmeldingen er en overilt reaksjon på bakgrunn av enkelte selskapers opsjonsprogram. De ser ikke noe problem med å diskutere urimeligheter i forbindelse med slike programmer, men mener det er en typisk norsk reaksjon og basert på norsk likhetsideal å forby opsjoner. Selskapet har fått veldig mange reaksjoner fra utlandet og har brukt mye tid på å forklare de nye reglene for utenlandske investorer. Et alternativ til opsjoner kan være å utforme bonusprogram der en viss del av bonusen må investeres i aksjer med bindingstid, og på denne måten oppnå felles interesser og tenkning.

En mer aktiv stat vil øke forskjellen mellom private og delstatlige selskaper. Dette kan ha en effekt på rekruttering til lederstillinger fordi mange kan mene at staten styrer med andre motiver enn bedriftsøkonomiske. Men staten som eier er ikke entydig negativt, de representerer langsiktighet, er stabiliserende og selger seg ikke ut i nedgangstider. I tillegg trekker de frem at staten har blitt en profesjonell og ordentlig eier, med unntak av diskusjonen om belønning, og de har sluttet seg til alminnelige retningslinjer for corporate governance. Når det gjelder utformingen av nye insentivprogrammer er selskapet klar på at de må forholde seg til eierskapsmeldingen, men synes staten viser en overiver i regulering. Det blir alt for detaljert og trangt. Selskapet mener likevel at mye i eierskapsmeldingen kan omgås, og at det finnes hull i retningslinjene. Selskapet mener de kan leve med et tak på bonus, og blir det for lite kan de øke fastlønn. I tillegg kan de fortsatt bruke aksjebaserte ordninger, noe som fører til at totaliteten i insentivprogrammene ikke er umulig å komme rundt.

Medieomtale og debatt i det offentlige rom har ført til at de følte det var nødvendig å sette et tak på deres opsjonsordninger, og det har også hatt noe innvirkning på størrelsen på programmet. Dette taket ville ikke ha kommet uten denne diskusjonen. Selskapet vil ikke ta

noe initiativ til å kjøpe ut de involverte for å avslutte opsjonsprogrammet tidligere, og tror heller ikke staten vil gå til et slikt skritt.

9.5 Selskap D

Vi intervjuet HR-direktøren i selskapet.

I følge selskap D motiveres en leder av en rekke faktorer som innflytelse, fullmakter, beslutningsansvar og spennende arbeidsoppgaver. Lønn er ikke den viktigste motivatoren, men man må oppleve at man får ”nok” slik at man kan tiltrekke og beholde dyktige ledere. Mange vil få tilbud om høyere lønn utenfor selskapet, grunnen til at mange blir værende er jobben i seg selv og utviklingsmulighetene som ligger i den. Selskapet har valgt å ikke benytte seg av opsjoner fordi de mener å ha plukket opp signaler fra staten om at dette var uønsket, og selskapet ville være lojal overfor dette. I tillegg synes de opsjoner er veldig kompliserte å bruke. Som et langsiktig insentiv har selskapet valgt å bruke bonus med langsiktige elementer.

Selskap D tror eierskapsmeldingen helt klart vil påvirke utformingen av fremtidige bonusprogram. Staten er den største eieren, og selskapet er i så måte forpliktet til å følge det som blir vedtatt og passe på at de er innenfor de retningslinjer som er satt av staten. Konsekvensene av et mer aktivt statlig eierskap synes de er vanskelig å forutse. Det finnes mange måter å drive eierskap på, og de trekker spesielt frem en episode der staten tok en for dominerende rolle. Dette skjedde i Helse Øst, der staten overkjørte det valgte styret i utvelgelsen av ny administrerende direktør. Slike situasjoner kan føre til utfordringer i forhold til konkurrenter, kunder og ansatte. På den andre siden ser de også positive sider ved statlig eierskap, fordi staten er en langsiktig eier.

Selskapet mener at medieomtaler alltid vil påvirke beslutninger man tar, fordi man må tenke på om man er interessert i å havne på forsiden av avisen eller ikke. Men media har ikke påvirket selskapets beslutninger på dette punktet, fordi de aldri har hatt opsjoner.

9.6 Selskap E

Vi intervjuet personaldirektøren.

I følge selskap E er det umulig å komme med et svar på hva som motiverer ledere, dette fordi organisasjonen er stor og sammensatt, og bemannet med forskjellige typer mennesker som har ulike kilder til motivasjon. Selskapet har prøvd å være tydelige, og vil bli tydeligere, på at folk er individuelle og derfor krever ulik kompensasjon. Viktigst er det å koble individ og belønning i forhold til de resultatene vedkommende klarer å skape. Monetær belønning er for mange viktig, mens andre får mer ut av for eksempel anerkjennelse og personlig utvikling.

Dette selskapet har valgt å ikke bruke opsjoner fordi de mener det ikke finnes sammenheng mellom den risikoen den enkelte tar, som er minimal, og gevinsten man kan hente ut. Opsjoner fremmer ikke verdien av lagånd, og kan gi enkeltpersoner enorme gavepakker. I tillegg har media bidratt til å gi opsjoner en negativ klang.

Formålet med selskapets bonusordninger er å skape samsvar mellom ytelse og samlet godtgjørelse. Det er en økende trend med større sammenheng mellom ”ytelse og nytelse”, men ofte med tak og begrensninger for å hindre urimelige utbetalinger. Selskapet legger vekt på to ulike retninger i sine langsiktige insentivsystemer. For det første ser de på resultater, ikke bare bunnlinjen, men også produktutvikling, innovasjon og medarbeidertilfredshet for å nevne noe. Disse er alle målbare, og de mener derfor det er fornuftig å lage insentivprogrammer rundt dette. For det andre synes de kjøp av aksjer i eget selskap er et godt insentiv fordi dette fører til sammenfallende interesser og at ledelsen fokuserer på langsiktighet. I denne situasjonen må ledelsen selv legge kroner i potten, det vil si at de selv tar risiko ved å bruke egne penger på aksjer.

Selskapet mener det er meget vanskelig å forutsi konsekvensene av eierskapsmeldingen for deres insentivprogrammer. Det er styret og generalforsamlingen som tar stilling til dette, og hvorvidt de tar hensyn til statens interesser er vanskelig å si noe om på nåværende tidspunkt. Representanten for selskapet mener at styret enten vil ta hensyn til statens retningslinjer fordi de er en betydelig eier som må tas hensyn til, eller det faktum at internasjonale kapitalmarkeder kan forholde seg skeptiske til denne type statlig innblanding. Selv tror han at hensynet til børsen vil veie tungt, men at styret likevel vil prøve å lytte til hva staten

prøver å formidle gjennom eierskapsmeldingen. Han mener også at det er vanskelig å forutse konsekvensene av et mer aktivt statlig eierskap, men at det på kort sikt neppe er positivt for aksjekursen med de begrensningene staten pålegger selskapet.

9.7 Selskap F

Beklageligvis mente øverste sjef for kompensasjonsavgjørelser i dette selskapet at det ikke ville være passende å kommentere verken personlige meninger eller selskapets før temaet hadde blitt diskutert i styret.

9.8 Selskap G

Henvendelsen vår ble videresendt til relevant person hos selskapet. Dersom vedkommende anså det som aktuelt å besvare disse spørsmålene ville han ta kontakt med oss, men vi hørte ikke noe mer fra selskapet. De vil uansett ikke gi noen kommentarer utover det som blir presentert i årsrapporten for 2006.

9.9 LO

Landsorganisasjonen i Norge, LO, er Norges største og mest innflytelsesrike lønnstakerorganisasjon med 830 000 medlemmer som er organisert i fagforbund tilsluttet LO. Medlemmene tilhører både privat og offentlig sektor, og alle bransjer og yrker. LO har sterke bånd til Arbeiderpartiet (LO, 2006). Vi intervjuet en rådgiver i Samfunnspolitisk avdeling.

LO mener staten som eier i lang tid har vært utydelig, og de har fått et inntrykk av at administrasjonene og styrene har hatt for stor frihet i forhold til sin oppdragsgiver, staten. De mener selskaper med statlig eierskap har opplevd en større frihet enn de med private eiere, og synes det er positivt at nåværende regjering er klarere på hva som er statens mål med eierskapet i de ulike selskapene. De presiserer at det har vært en holdningsendring i staten, noe som var på høy tid.

Når det kommer til opsjoner mener LO dette er et særdeles upresist verktøy for styring av ledernes innsats. De hevder at forskning på aksjebasert avlønning i liten grad støtter at opsjoner er et fullgodt verktøy for å oppnå fastsatte mål. På bakgrunn av dette er de glade for

at staten nå tar en ledende rolle ved å signalisere at de vil stemme mot opsjoner på generalforsamlingene. Når det gjelder annen insentivlønn mener de at ulike insentivprogrammer både kan ha tilsiktede og utilsiktede effekter, og i så måte er de tilfredse med at regjeringen hever bevisstheten om insentivprogrammene fordi disse blir behandlet på generalforsamlingen, enten direkte eller indirekte ved styrevalg. Styret må enten rapportere eller få godkjenning fra generalforsamlingen, og dette fører til at eierne er mer klar over hva som skjer. Konsekvensene av eierskapsmeldingen i forhold til insentivlønn mener LO vil være at opsjoner og insentivlønn blir mer synlig i hvert enkelt selskap, og at omfanget av disse reduseres i forhold til fastlønn.

På spørsmålet om effekten av eierskapsmeldingen ville vært sterkere om den hadde hatt tilbakevirkende kraft, mener de at det er umulig å svare på da dette er grunnlovsstridig. Dersom staten skulle frigjøre seg fra allerede inngåtte avtaler, kan de lett se for seg at staten måtte gå inn i forhandlinger om "prisen" for at avtaleinnehaver skulle si fra seg avtalen. De påpeker at det er rimelig å tro at denne prisen ville bli lik nåverdien av opsjonsavtalen, og i så fall ville effekten bli den samme som å ikke gi noen bestemmelser om tilbakevirkende kraft slik staten har valgt å gjøre. De mener derfor at det er rasjonelt å la være. En ulempe med dette er at enkelte opsjonsavtaler løper i flere år fremover, og LO tror dermed debatten om opsjoner og grådighet vil blusse opp hver gang en stor opsjonsavtale eller utøvelse blir offentlig kjent. Dette fordi opsjoner med store verdier krenker folks rettferdighetsfølelse, og naturlig nok vil føre til omfattende irritasjon og debatt.

Fordi private eiere har ganske like interesser som staten i de forretningsmessige selskapene, tror LO at virkningene av eierskapsmeldingen vil forplante seg ut i det private næringsliv. Statens klare eierskapsutøvelse vil gi styrke til de private eierne, som også vil tjene på mer kontroll over lederlønn spesielt, og administrasjon og styre generelt. I selskaper med spredt eierskap mener LO at det vil være lettere for små eiere å samle seg om det staten har gått inn for, noe som vil gi dem mer påvirkningskraft.

LO mener prestasjonslønn er greit å bruke der oppgavene er enkle og lette å måle. Blir derimot oppgavene for sammensatte og avhengige av kvalitet, blir prestasjonslønn et dårlig verktøy som kan gi perverse insentiver i stedet for gode. For ledere som har påvirkningskraft kan det være bra med et insentivprogram, men dersom oppgavene er meget komplekse kan det være vanskelig å lage et godt program. I følge LO vil ikke ledere kun motiveres av individuell kronebelønning. De mener også at enkelte insentivprogram har kommet som en

følge av en motebølge, som kan ha ført til slurvete innføringer. LO mener styrene ikke har vært godt nok opplyst om følgene av slike programmer. De mener derfor at prestasjonslønn må vurderes nøye i hvert enkelt tilfelle.

I mediene har LO kritisert norske ledere for å være grådige, men LO mener det faktum at ledere i de senere år har klart å trekke til seg større summer i belønning enn hva de klarte tidligere forteller mest at de nå har en sterkere forhandlingssituasjon. En bedre forhandlingssituasjon kommer gjerne av organisering, og for eksempel hvis ledere har skaffet seg innflytelse over valg av styrerepresentanter og beslutningstagere for opsjons- og insentivprogrammer har de dermed bedret sin forhandlingssituasjon. I følge LO kan dette forklare fremveksten av ulike belønningsordninger som gir mer til ledere nå enn det de gjorde før. LO mener også at ledere neppe gjør en bedre jobb, eller er smartere eller dyktigere nå sammenlignet med tidligere. Relativt sett har ledere i likhet med resten av arbeidslivet utviklet produktiviteten og er således ”normalt” bedre enn før, slik alle andre også er bedre enn før.

Teknikken med å styrke egen forhandlingsposisjon kan læres fra andre land, og dermed kan norske lederlønninger øke. LO mener det høye lederlønnsnivået i USA skyldes markedssvikt der, og at vi i Norge har demmet opp for viktige trekk ved denne markedssvikten, særlig gjennom aksjeloven og allmennaksjeloven. I USA hevder de det har skjedd en markedssvikt fordi direktøren i et selskap også er selskapets styreleder. I tillegg har lederen ofte med seg andre viktige nøkkelpersoner som CFO, og kontroll over flertallet i styret ved å være den som bestemmer deres karriereløp. I Norge er det eierne som utpeker styret, som er lederens overordnede. LO tror høye lederlønnsnivåer i andre land ikke vil drive lederlønnsnivået oppover i Norge, med mindre selskaper i andre land plukker ledere fra Norge ved hjelp av høyere lønn. I praksis gjør de ikke dette, og dermed påvirkes heller ikke det norske lederlønnsnivået gjennom denne kanalen. Lønnsnivået i Norge er historisk sett lavere enn i for eksempel USA og Storbritannia, og LO tror dette vil stå som en bestandig trend.

LO tror en konsekvens av mindre prestasjonslønn vil være høyere fastlønn. De mener også det er ønskelig med mer synlighet rundt lederlønninger, og tror dette vil føre til en bremsing av lønnsnivået i Norge totalt sett. Dette fordi det ikke er like lett å ta uforholdsmessige verdier ut av selskapene i det åpne som i det skjulte. Dessuten tror de at ikke alle styremedlemmer har vært klar over hvor gode noen av disse insentivavtalene har vært.

Basert på dette tror LO reduksjonen i prestasjonslønn vil være større enn økningen av fastlønn.

9.10 NHO

Næringslivets Hovedorganisasjon, NHO, er den største interesseorganisasjonen for bedrifter i Norge. Medlemmene i NHO er cirka 17 300 bedrifter innen ulike bransjer, og disse bedriftene utgjør cirka 442 000 arbeidsplasser (NHO, 2005). Her intervjuet vi en direktør.

NHO deler ambisjonen til regjeringen om moderasjon, men mener eierskapsmeldingen er for lite fleksibel, og at det blir vanskelig for statlige selskaper å konkurrere om arbeidskraft, spesielt i forhold til internasjonale selskaper. Dette gjelder både opsjoner og bonus, men utenlandske investorer er mest opptatt av opsjoner. Konsekvensen av eierskapsmeldingen vil, for de delvis statlige selskapene, være at de er offer for en skjerpelse av lovgivningen. NHO ser en trend i det private næringsliv hvor selskaper har begynt å vurdere sine opsjonsordninger, og at de ser på andre løsninger. Hva disse alternativene er varierer fra selskap til selskap, men alle vurderer sine ordninger ut i fra sin posisjon i markedet.

NHO mener at det kan være skadelig for de delvis statlige selskapene hvis staten gjør politiske inngrep overfor disse. Dette er noe både kapitalmarkedet og utenlandske investorer vil reagere på. De mener også at det kan bli et problem å tiltrekke seg ledere dersom et selskap blir nødt til å skille seg ut fra, eller forholde seg annerledes til, lederlønnings enn konkurrerende selskaper i både inn- og utland.

Prestasjonslønn er i følge NHO bra der det er produktivitetsfremmende, og må vurderes bedriftsspesifikt. Når det gjelder type prestasjonslønn de anbefaler, presiser de at dette må bestemmes ut fra hvert selskaps situasjon og hvordan det lar seg gjennomføre ut fra strategi og lignende. Spørsmålet blir også hva man vil oppnå med ordningene. NHO er i utgangspunktet ikke kritisk til opsjoner.

At opsjoner var et motefenomen på 90tallet er i følge NHO mulig, men de tror det snarere er en følge av at utenlandske investorer ville ha inn opsjoner som et insentiv, mye fordi det er dette de er vant med. Da utenlandske investorer begynte å bli mer aktive i norsk næringsliv, etterlyste de dette i Norge fordi denne måten å kompensere lederne på ville sette dem i samme situasjon som eierne. Derfor mener NHO at opsjonene ikke er et tegn på at norske

ledere er grådige. Likevel ser organisasjonen nå at stadig flere revurderer disse ordningene, og sløyfer disse fordi aksjekurser også påvirkes av eksterne forhold.

Hvorvidt redusert prestasjonslønn vil føre til økt fastlønn for ledere har ikke NHO gjort seg opp en mening om, men de tror at økt fastlønn er en konsekvens som kan bli akseptert, mye fordi det vil føre til økt gjennomsiktighet.

9.11 Nærings- og handelsdepartementet (NHD)

NHD har ansvaret for å utforme en fremtidsrettet næringspolitikk, noe som innebærer å påvirke alle politikkområder som har betydning for verdiskapning. Departementet skal blant annet utforme, forvalte og tilrettelegge politikk for norsk næringsvirksomhet. NHD opererer som et sekretariat for nærings- og handelsminister Dag Terje Andersen. (Nærings- og handelsdepartementet, 2007b) Her intervjuet vi en seniorrådgiver i eierskapsavdelingen.

Eierskapsmeldingen kom som en følge av endringer i aksjeloven, og førte til at generalforsamlingen nå skal ta stilling til lederlønn i børsnoterte selskap. Regjeringen måtte derfor sette opp retningslinjer for hvordan staten skulle forholde seg til disse spørsmålene. Generalforsamlingen trenger 50 prosent flertall for vedtak om lederlønn. Retningslinjer for heleide statlige selskaper eksisterte også tidligere, men med eierskapsmeldingen har vi også fått retningslinjer for aksjeselskaper. Det er vanlig praksis at alle skal behandles likt, og det ble først nødvendig med en eierskapsmelding da lovendringen i aksjeloven kom. Det blir presisert at en ny regjering eventuelt kan legge frem en ny eierskapsmelding, fordi de også må ha retningslinjer som deres representanter i generalforsamlingen skal stemme etter. Dette betyr at vi kan få nye retningslinjer for statlig eierskapspolitikk i 2009. I Sverige utformet regjeringen en eierskapsmelding i 2003, men NHD sier at Norges eierskapsmelding på ingen måte er en kopi av Sveriges. Likevel ser de at Norge og Sverige vurderer corporate governance forholdvis likt, og at det har blitt akseptert at man ikke bruker opsjoner samt begrenset bonus i Sverige.

På spørsmål om press fra media eller fagforeninger var en medvirkende årsak til at eierskapsmeldingen ble utformet svarer NHD at det var regjeringens ønske å utforme sin politikk på dette området, som er ulik fra den forrige regjeringen. De fikk innspill fra flere aktører, men følte ikke noe press, og han presiserer at eierskapsmeldingen er regjeringens dokument.

Fordi man har manglede oversikt over hvordan aksjekurser vil utvikle seg, og dermed ingen oversikt over de fremtidige kostnadene til de eksisterende programmene, kan debatten om gunstige opsjonsavtaler og gavepakker fortsette og NHD mener derfor at dette kan bli et problem også i fremtiden. Når det gjelder spørsmålet om tilbakevirkende kraft, svarer NHD at de som har inngått kontrakter om opsjoner og bonus har rettigheter, og at man derfor ikke bare kan bryte disse kontraktene. Et alternativ er å kjøpe ut kontraktene, men dette har så langt ikke vært et ønske fra regjeringen sin side.

I juni 2006 ble Cermaqs nye opsjonsprogram vedtatt med godkjenning fra regjeringen. På spørsmål om hvorfor et slikt program ble godkjent svarer NHD at før eierskapsmeldingen trådte i kraft hadde regjeringen ingen generelle prinsipper mot opsjoner. Det betydde at de ikke hadde gjort seg opp en felles mening om dette, og valgte derfor å ikke vike fra tidligere praksis, som var å ikke blande seg inn i slike spørsmål, da de godkjente Cermaqs opsjonsprogram.

På spørsmål om eierskapsmeldingen er absolutt eller om det er mulig å forhandle om opsjoner og bonus, svarer NHD at opsjoner og opsjonslignede ordninger ikke skal brukes, og at dette er en absolutt formulering. Når det gjelder bonus og andre aksjebaserte ordninger gir eierskapsmeldingen mer rom for fortolkninger og slingringsmonn. Staten kan derfor godkjenne ”bedre” avtaler enn det eierskapsmeldingen i utgangspunktet tillater med bonus eller aksjer dersom styret legger frem gode argumenter for dette.

10. Analyse av intervjuene

I dette kapitlet vil vi analysere intervjuene samtidig som vi trekker inn elementer fra tidligere kapitler. I tillegg vil vi inkludere våre egne synspunkter. Først analyserer vi meninger omkring opsjoner og bonus, før vi går nærmere inn på ulike konsekvenser eierskapsmeldingen kan føre med seg. Tilslutt vil vi oppsummere kapitlet.

10.1 Meninger om lederlønn

Vi spurte selskapene om hva som motiverer ledere, og de var alle enige om at lønn ikke er den viktigste motivatoren. De trakk for eksempel frem faglige utfordringer, personlig utvikling, og jobben i seg selv som viktigere faktorer. Selskap A uttrykte samtidig tydelig at monetær belønning ikke må være en negativ faktor, og selskap D mente at så lenge lederne får rettferdig lønn gir dette insentiv til å bli værende i selskapet selv om det er mulighet for å få mer lønn utenfor. Ut i fra dette har vi forstått at monetær belønning ikke er så viktig som man får inntrykk av gjennom medier, og at selskapene heller ønsker å fremheve andre motivasjonsfaktorer. Hvorvidt dette er en realitet eller et forsøk på å være ”korrekt” er vanskelig å avgjøre ut i fra denne type intervju, men vi har den oppfatning at lønn betyr mer enn det de gir uttrykk for. På bakgrunn av uttalelser i media og handlinger foretatt av selskapene har vi nettopp fått et inntrykk av at lønn er en viktig del av totalpakken for lederne. Dersom lønn var uvesentlig tror ikke vi at selskapene til stadighet ville utforme gunstige kompensasjonsordninger for topplederne. Selskap C nevnte spesielt at opsjoner ikke motiverer, selv om dette inngår i toppledelsens kompensasjonspakke. Vi synes dette er forunderlig, fordi de har mange argumenter for hvorfor opsjoner fungerer som et godt insentiv for ledere i dette selskapet. Dette fremkommer i neste avsnitt.

10.1.1 Opsjoner

Selskapene som har opsjonsprogrammer argumenterte alle for at opsjoner er et godt insentiv fordi det gir et interessefellesskap mellom eiere og ledere, og fremmer langsiktig verdiskaping. Dette er i samsvar med det som kom frem som en fordel ved bruk av opsjoner i kapittel 4.1. Det støttes også av prinsippal-agent teorien i kapittel 2.1, som sier at prinsippalen må gi agenten insentiver som gjør at han handler i prinsippalens interesse. I kapittel 2.1.4 konkluderte derimot Dittman og Maug (2007) med at opsjoner ikke er optimal løsning på

prinsipal-agent problemet. Selskap B og C nevnte at dette er spesielt viktig fordi de eier andre selskaper i utlandet, og opsjoner kan gi ledere ute et godt insentiv til å jobbe for konsernets beste og ikke kun fremme eget selskaps interesser. Selskap C følte et press fra sine internasjonale avdelinger for å innføre opsjoner i Norge, fordi dette er vanlig der. Da det samme selskapet ble børsnotert for noen år siden mente de at det var viktig å bruke et insentiv som oppmuntret til verdiskapning, noe de syntes opsjoner kunne bidra til.

Selskap E har valgt å ikke bruke opsjoner fordi denne avlønningsformen bare har en oppside, som kan føre til enorme utbetalinger, mens lederne ikke vil lide noe tap dersom aksjekursen faller. Som vi har sett i kapittel 4.2.1 kan dette føre til økt risikotaking og et mer kortsiktig perspektiv, noe som er svært uheldig for selskapet på lang sikt. Dette er også i tråd med det Colbjørnsen (2000) finner i sin forskning, som vist i samme kapittel. I følge LO er opsjoner et særdeles upresist verktøy for å styre lederes innsats fordi det ikke bidrar til å oppnå de mål man har satt. Selskap A, B og C, som benytter opsjoner, er klar over at generelle børsvingninger og støy er en utfordring for opsjonsprogrammene, men selskap B mente at selv om dette kan virke litt urettferdig vil det ikke redusere insentiveffekten. Vi er enige i at generelle børsvingninger og støy er problematisk, spesielt i selskaper hvor aksjekursen mer eller mindre bestemmes av oljeprisen. Som vi så i kapittel 4.2.1, hevdet professor Thore Johnsen at opsjonsordninger basert på dette kan være rene lotterier. Ved å sammenligne selskapets aksjekurs med konkurrenter og indekser kan dette, i følge selskap A, unngås.

I kapittel 4.2.2 nevnte vi at opsjonsordninger for ledere har fått et dårlig rykte, og dette ble trukket frem av selskap E som en grunn til at de har valgt å ikke bruke opsjoner. De mente også at media har bidratt til å gi opsjoner en negativ klang. Selskap A, C og D var enige i at negativ medieomtale og debatt har ført til endringer i deres oppfatninger om bruk av opsjoner. Selskap C følte det nødvendig å sette tak på sine opsjonsordninger, og mente dette ikke ville ha kommet uten denne diskusjonen, mens selskap A innførte et slikt tak før denne diskusjonen toppet seg. Selskap D, som selv ikke har opsjoner, mente at medieomtaler alltid vil påvirke avgjørelser fordi man ikke ønsker å bli upopulær. Selskap B, derimot, mente at man må stå av slikt mediepress, og at dette derfor ikke har påvirket selskapets syn på opsjoner. Vi mener dette er et bevis på at den mediedekningen og debatten som har vi har vært vitne til i de seneste årene har påvirket selskapenes syn på opsjoner, og i det mest ekstreme tilfellet ført til en endring av opsjonsprogrammet.

10.1.2 Bonus

Selskap D og E har ikke opsjonsprogrammer, og var av den oppfatning at bonus er et bedre insentiv. For eksempel har selskap E et bonusprogram der de belønner faktorer som innovasjon og medarbeidertilfredshet, og denne allsidige vurderingen ble i kapittel 5.1.2 trukket frem som en fordel ved å bruke bonus. Som vist i kapittel 7, tabell 11, inkluderer alle de syv selskapene bonus i sine kompensasjonspakker til topplederne. I selskapene som har opsjonsprogrammer brukes bonus i hovedsak som et kortsiktig insentiv, mens selskapene som ikke benytter seg av opsjoner bruker bonus som et langsiktig element i kompensasjonsordningene. Det kommer frem i kapittel 5.1.3 at nettopp denne fleksibiliteten bonusprogrammer har i forhold til tidshorisont er en stor fordel fordi selskapene innenfor slike programmer kan inkludere både kortsiktige og langsiktige elementer. Vi tror en konsekvens av de nye retningslinjene for lederavlønning vil være en økende bruk av langsiktige bonusprogrammer, for eksempel av typen som Statoil benytter seg av, dersom opsjoner forsvinner. Dette er i tråd med oppfatningene til selskap A og C. De mente at et bonusprogram med aksjedel, det vil si at en andel av bonusen må investeres i aksjer med bindingstid, kan være et alternativt langsiktig insentiv for ledere. Dette alternativet har tidligere vært vurdert av selskap C, men de fant da at opsjoner var et mer egnet verktøy.

10.2 Eierskapsmeldingen

10.2.1 Aktivt eierskap

At staten nå har valgt å gå mer aktivt inn i sitt eierskap har fått blandet mottagelse hos selskapene. Alle så mulige negative følger av dette, selv om tre av de fem selskapene syntes det var vanskelig å forutsi konsekvensene. Selskap A, B og C mente flere arbeidssøkere vil forholde seg mer skeptiske til selskaper der staten er deleier, og at det derfor vil bli vanskeligere å rekruttere ledere. Selskap B fremhevet at staten ikke er den mest kompetente eier, og selskap C mente staten styrer med andre motiver enn bedriftsøkonomiske. Selskap D sa at det er mange måter å drive et eierskap på, og brukte Helse Øst som et skrekkeeksempel på hvordan staten kan overkjøre det valgte styret i selskaper. Dette skjedde da Helse Sør og Helse Øst skulle slås sammen, og styreleder for Helse Øst, Siri Hatlen, ble foreslått som ny styreleder for det nye foretaket av helse- og omsorgsminister Sylvia Brustad. Samtidig krevde Brustad at direktøren for Helse Sør skulle bli ny direktør for foretaket. I følge

helseforetaksloven er det styret i helseforetaket som skal velge denne personen. Hatlen ville derfor ikke godta et slikt diktat fra statsråden, og takket dermed nei til stillingen som styreleder. Dette ble sett på som en svært negativ konsekvens, da Hatlen var ansett som en meget kompetent styreleder. Alle selskapene trakk likevel frem at statlig eierskap kan være positivt, fordi staten representerer stabilitet og langsiktighet. Vi føler selskapene i utgangspunktet er positive til statlig eierskap, men at de er misfornøyde med å bli pålagt begrensninger. Selskapene er vant til statlig eierskap med spillerom, noe som har gjort at de har kunnet dra nytte av fordelene som dette eierskapet har ført med seg. Da staten nå har innført nye retningslinjer for hvordan de vil forholde seg til en rekke problemstillinger, er det naturlig at selskapene blir usikre på i hvor stor grad de vil bli påvirket.

LOs reaksjon på at staten nå vil ta en mer aktiv rolle i sitt eierskap kom ikke overraskende på oss. De mente tiden var overmoden for en klar og forutsigbar eierskapspolitikk, og at styrene og ledelsen i selskapene har hatt for stor frihet. I motsetning til LO mente NHO at et mer aktivt statlig eierskap kan være skadelig for selskapene dersom staten gjør politiske inngrep, noe både kapitalmarkedet og utenlandske investorer vil reagere på. Dette er i tråd med hva begge organisasjonene uttalte umiddelbart etter fremleggelsen av eierskapsmeldingen, som vist i kapittel 6.4. Over har vi sett hva selskapene, LO og NHO mente om et mer aktivt statlig eierskap, mens vi i kapittel 8 undersøkte hvorvidt markedet reagerte på fremleggelsen av eierskapsmeldingen. Kapitlet ble konkludert med at eierskapsmeldingen ikke hadde innvirkning på selskapenes kursutvikling i perioden rundt 8. desember, noe som betyr at investorer ikke lot seg påvirke av at staten annonserte en mer aktiv eierskapspolitikk. Selskapene trakk i intervjuene frem at problemene med et mer aktivt statlig eierskap er mer langsiktige, som for eksempel å rekruttere og beholde dyktige ledere. Dette er noe som på lengre sikt kan påvirke investorenes syn på selskapene, fordi kompetente ledere er viktige for verdiskapning. Vår begivenhetsstudie så kun på de umiddelbare effektene på aksjekursene, men fordi investorers langsiktige forventninger reflekteres i disse mener vi studien sier noe om hvordan investorer vil forholde seg til delvis statlige selskaper også i fremtiden.

10.2.2 Resultatlønn

Av eierskapsmeldingen fremgår det at staten vil stemme nei til opsjonsprogrammer, og at de vil begrense bruk av annen variabel lønn, som bonus. LO var fornøyd med dette fordi det hever bevisstheten og fører til mer åpenhet rundt selskapenes insentivprogrammer. NHO var enig med regjeringen om at det var behov for moderasjon i lederlønningene i Norge, men

mente samtidig at eierskapsmeldingen var for lite fleksibel. I følge NHO må prestasjonslønn bestemmes ut fra hvert selskap sin situasjon, og de var i utgangspunktet ikke kritiske til å bruke opsjoner for å motivere ledere. Selskap A og B var veldig kritiske til at det har blitt satt et tak på bonusutbetalinger, fordi de mente det kunne bli vanskelig å tiltrekke og beholde ledere sammenlignet med konkurrenter. Dette var også oppfatningen til NHO, som mente dette vil gjelde spesielt i forhold til internasjonale selskaper.

Selskap A mente eierskapsmeldingen manglet langsiktighet. Fra før bruker de bonus som et kortsiktig insentiv, og hvis de også må bruke dette som et langsiktig insentiv er et tak på en halv årslønn for lavt. Dette fant de meget bekymringsfullt, fordi langsiktige insentiver til ledere er viktig for fremtidig verdiskapning. Både fra selskap A og B fikk vi et inntrykk av at problemet i hovedsak ikke lå i at opsjoner skulle utgå, men snarere at det ble lagt begrensninger på annen variabel lønn. Dette er en oppfatning som Ulltveit-Moe også deler. I kapittel 6.4 uttalte han at han er enig med regjeringen i at bruk av enkle opsjoner bør opphøre, mens han derimot syntes det var svært oppsiktsvekkende at staten innførte et tak på bonusutbetalinger. At selskap A og B mente begrensninger på bonus var viktigere enn et ”opsjonsforbud” overrasker oss, fordi de to selskapene de seneste årene har inkludert opsjoner som en stor del av sine insentivordninger. For oss er det naturlig å tro at de vil være mer opptatte av å beholde opsjoner, fordi de tilsynelatende mener dette har vært et godt insentiv for deres ledere. En mulig grunn til at de er mer opptatte av taket på annen variabel avlønning er at det gjennom lekkasjer i media tidlig kom frem at staten ville gå i mot opsjoner, mens taket på variabel avlønning kom mer overraskende på selskapene. Selskap C gikk derimot sterkt ut mot eierskapsmeldingens forbud mot opsjoner, og mente den var en overilt reaksjon som kom på bakgrunn av enkelte selskapers opsjonsprogrammer. De syntes det har vært unødvendig mye fokus på opsjoner den siste tiden, og mente alle ville vært bedre tjent med en diskusjon for å få bort urimelige elementer i opsjonsprogrammer i stedet for et ”forbud”. Dette synet deler høyesterettsadvokat Else Bugge Fougner, som uttaler at ”Styrene har gjort fatale feil. Opsjonsinstituttet har kommet i miskreditt, med det resultat at staten av politiske årsaker har tatt det bort. Det har vært utilgivelig av styrever å ikke gjøre en bedre jobb” (E24, 2007a). Vi mener ut fra dette at statens nei til opsjoner til en viss grad er selvforskyldt fordi det er styrenes egne vedtak, og manglende begrensninger i disse, som har ført til de store milliongevinstene og dermed den eskalerende medieomtalen. Dette kan føre til at selskapene nå må gi slipp på en avlønningsform som de selv oppfatter som god.

Det kom frem at selskap C har mottatt mange reaksjoner fra utlandske investorer på grunn av de nye restriksjonene. De forstår ikke hvorfor staten pålegger selskapet dette. Reaksjoner fra utlandet er også noe børsdirektør Landsnes var bekymret for, som nevnt i kapittel 6.4. Uken etter at eierskapsmeldingen ble lagt frem var hun i London for å møte seks store, internasjonale investorer, og fikk da flere bekymrede spørsmål. Det fremkom at disse igjen hadde økt statsrabatten på selskaper i Norge. I kapittel 6.2 ble nettopp dette trukket frem av Egede-Nissen (2007). Han mente utenlandske investorer ofte er skeptiske til staten som aktiv eier, og det internasjonale aksjemarkedet innfører ofte statsrabatt når de føler staten er for aktivt inne. Vi har derimot ikke observert nedgang i selskapenes aksjekurser som kan skyldes dette, og det har vært en positiv utvikling på Oslo Børs i tiden etter fremleggelsen av eierskapsmeldingen. Landsnes fryktet dessuten at årlige styringsbrev fra regjeringen ville påvirke forutsigbarheten til markedet, og dersom ikke eierskapsmeldingen har en bred politisk forankring kan dette føre til at retningslinjene skifter fra en regjering til en annen. Hun mente dette ville være meget uheldig (Dagens Næringsliv, 2006b).

10.2.3 Politisk uforutsigbarhet

Da det stormet som verst rundt opsjoner og milliongevinster til toppledere i delvis statlig eide selskaper, uttalte Nærings- og handelsminister Dag Terje Andersen at "Det er veldig uheldig. Vi kommer til å sette bom for denne utviklingen" (Dagens Næringsliv, 2006f, s. 4). Men er dette første gangen det har kommet så sterke politiske reaksjoner på bruk av opsjoner? Dersom vi spoler tilbake til 1995, pågikk det en lignende diskusjon, denne gangen utløst av Kværnersjef Diderik Schnitlers store opsjonsgevinst. Som en følge av dette vedtok Arbeiderpartiregjeringen i 1996 å innføre ervervelsesskatt på opsjoner, det vil si at mottakere av opsjoner måtte betale skatt da de ble tildelt, i motsetning til beskatning av realisert gevinst. Dette ble sett på som et "opsjonsforbud", og førte til en kraftig nedgang i bruken av denne avlønningsformen. Det kom internasjonale reaksjoner på denne særnorske bestemmelsen, og "opsjonsforbudet" ble karakterisert som et politisk utspill (Aftenposten, 1996). Vi kan her se likhetstrekk med reaksjonene som kom da eierskapsmeldingen ble lagt frem i 2006. Noen lettelser i beskatningen ble innført i 1999, og "forbudet" ble opphevet av en ny Arbeiderpartiregjering i 2000 for å fremme vekst i næringslivet, spesielt i IT-sektoren (Aftenposten, 1999).

Vi ser altså at politikerne allerede på midten av 1990-tallet var oppmerksomme på hvilke ulemper opsjoner kunne medføre. Likevel ble "opsjonsforbudet" opphevet fire år etter

innføringen, og norske selskaper kunne igjen benytte dette insentivet fritt. Når regjeringen i 2006 hevdet at de først da ble klar over de uheldige effektene, synes vi det er underlig at de kan glemme så fort. Vi synes grunnene til hvorfor opsjoner ble ”forbudt” i 1996 og 2006 er svært like, og at staten derfor bet seg selv i halen ved å oppheve ”forbudet” i 2000. Det er programmene som ble laget etter dette som har skapt debatt, fordi selskapene igjen fikk frie tøyler til å lage programmer blottet for begrensninger. Vi mener regjeringen i 2000 ville vært bedre tjent med å innføre restriksjoner på bruk av opsjoner, som for eksempel krav om indeksering og tak, enn å gi selskapene fritt spillerom. Dette ville lagt en demper på opsjonsutbetalingene de seneste årene, og vi kunne dermed ha unngått det enorme fokuset og de mange diskusjonene som har oppstått. Da dette likevel kom, svarte regjeringen med å innføre et nytt ”opsjonsforbud”, denne gangen kun for delvis statlig eide selskaper, og fortsatte dermed en enten-eller tilnærming til opsjoner. Nå som i 1996 er det ingen mellomting mellom ”forbud” og full aksept. Spørsmålet blir da om historien vil gjenta seg, og vi igjen vil se en aksept av opsjoner om noen år. Straffeskatten fra 1996 var gjeldende i fire år, hvor lenge vil eierskapsmeldingens retningslinjer for lederlønn vare? Svaret på dette er avhengig av fremtidige regjeringers syn på lederlønn, og nettopp dette gjør det umulig å forutsi hva som vil skje. Slike usikkerhetsmomenter er ikke høyt verdsatt av investorer og selskapene selv. Eksempelvis trakk selskap D frem at det er vanskelig å forholde seg til regjeringer som hopper hit og dit.

10.2.4 Uklare retningslinjer

Under oppsummeringen i kapittel 6.5 påpekte vi at NHD har valgt to forskjellige formuleringer i retningslinjene for lederavlønning. For det første har regjeringen bestemt at ”opsjoner og andre opsjonslignende ordninger skal ikke benyttes i selskaper der staten har eierandel” (Nærings- og Handelsdepartementet, 2006b, s. 2). Dette tolker vi som en absolutt formulering. Videre sier regjeringen at ”samlet variabel lønn det enkelte år bør ikke overstige 6 måneders fastlønn, med mindre særskilte hensyn tilsier det” (Nærings- og Handelsdepartementet, 2006b, s. 3). Dette tolker vi som en løs formulering med mer spillerom for selskapene. Vi ser dermed at regjeringen har brukt formuleringen *skal* der det ikke er rom for å gå ut over retningslinjene. Der de bruker formuleringer som *bør*, derimot, kan de være villige til å gjøre dette, og NHD innrømmet selv under intervjuet at slike formuleringer betyr at staten kan godkjenne bedre avtaler med bonus og aksjer dersom styret i selskapet legger frem gode argumenter for dette.

Denne mangelen på presisjon i retningslinjene har også blitt plukket opp av selskapene. Selskap C mente for eksempel at den følgende formuleringen er utydelig: ”lederlønningene i selskaper med helt eller delvis statlig eierskap skal være konkurransedyktige, men ikke lønnsledende sammenlignet med tilsvarende selskaper” (Nærings- og handelsdepartementet, 2006b, s. 2). Her kan man sette spørsmålsteget ved hva slags selskaper man skal sammenligne seg med, og hva som ut i fra dette er konkurransedyktig. Det Statoils Helge Lund tjener er bare småpenger i forhold til hva sjefer for utenlandske oljeselskaper mottar. For eksempel tjente BPs toppsjef, Lord Brown, i 2006 54 millioner kroner, Jeroen van der Veer i Shell tjente 60 millioner kroner, Jim Mulva i Conoco Phillips ble belønnet med 90 millioner kroner, og Rex Tillerson i Exxon Mobil tjente 108 millioner kroner det samme året (Ukeavisen Ledelse, 2007). I forbindelse med fusjonen mellom Statoil og Hydro oppstod det en diskusjon rundt Lunds nye lønnspakke, og da har nettopp de nevnte uklare formuleringene i retningslinjene blitt aktualisert. I følge Thorleif Solstad, hodejeger og karrièrerådgiver, kan Lund se frem til en mangedobling av lønnspakken sin dersom regjeringens retningslinjer skal praktiseres. En lønnspakke på 40 millioner mener han vil være konkurransedyktig uten å være ledende (E24, 2006a).

Vi har fått inntrykk av at vage formuleringer i retningslinjene vil bli utnyttet av selskapene, slik at de kan komme rundt noen av restriksjonene som de har blitt pålagt gjennom eierskapsmeldingen. Både selskap A og B var veldig opptatte av at deler av eierskapsmeldingen ikke nødvendigvis måtte tolkes bokstavelig, og selskap B hevdet at dersom man tar noe hensyn til eierskapsmeldingen under utformingen av et nytt insentivprogram vil staten være villig til å godkjenne programmer med høyre variabel lønn enn seks måneder. Selskap C var enig i dette, og uttalte at det er mye i eierskapsmeldingen som kan omgås fordi det finnes hull, og at totaliteten derfor ikke er håpløs å komme rundt. Vi mener et argument selskapene kan bruke dersom de av staten vil prøve å få godkjent kompensasjonsordninger som går utover retningslinjene, er at den samme malen ikke automatisk bør brukes overfor totalt ulike selskaper. For eksempel opererer Statoil og DnB NOR i to vidt forskjellige bransjer og markeder, og det vil være naturlig å tro at lederlønnspolitikken i disse selskapene er ulike. Samtidig er vi klar over at dersom staten skulle utformet selskaps-spesifikke retningslinjer for lederavlønning, hadde dette blitt en altfor omfattende prosess.

10.2.5 Betydning for fastlønn

Selskap A og B mente fastlønnen ville øke som en konsekvens av restriksjonene på variabel lønn. Dette fører til at en toppleder kan motta en høy lønn selv ved dårlige prestasjoner. I kapittel 2.1.2 så vi at selskaper kan bruke resultatlønn til å sortere jobbsøkere, og dermed redusere problemet med ugunstig utvalg. Macho-Stadler og Pérez-Castrillo (2001) hevdet at dersom fastlønnen er forholdsvis lav, men at man oppnår høy gevinst ved måloppnåelse, er det mer sannsynlig at selskapet tiltrekker seg talentfulle jobbsøkere. En økning i fastlønn, som resultat av begrensninger på resultatlønn, kan derfor føre til problemer med ugunstig utvalg. Dette fordi selskapene i samme grad ikke kan bruke resultatlønn som en sorteringsmekanisme. Vi mener økt fastlønn vil være en uheldig konsekvens, fordi den ikke reflekterer det vi mener er intensjonene bak eierskapsmeldingen. Selskap A syntes en fastlønnsøkning ville være meget ugunstig da det fører til økte faste lønnskostnader, som også vil være gjeldende i dårligere tider. Vi mener denne bekymringen er noe overdrevet, fordi dette selskapet anses for å være et meget likvid selskap uten problemer med å imøtekomme slike forpliktelser. Likevel er vi enige i at økt fastlønn gir en uheldig kostnadsbinding, noe vi så i kapittel 5.1.4 at kan unngås dersom selskapet bruker bonus. Selskap C mente de ville vurdere å øke fastlønnen dersom restriksjonene på bonus gir for lite spillerom, og signaliserte at de ikke nødvendigvis var negative til dette. LO så heller ikke bort i fra at begrensninger på prestasjonslønn ville føre til økt fastlønn, men trodde det totale lønnsnivået ville gå ned. Mindre resultatbasert avlønning ville føre til større synlighet rundt lederlønningene, noe som ville bremse lønnsnivået totalt sett. Dette kan være med på å redusere problemet med tilsløring av lederlønn, som vist i kapittel 4.2.3. NHO mente også at økt fastlønn, og dermed økt gjennomsiktighet, kan bli en konsekvens. Hvorvidt dette er positivt eller negativt hadde ikke NHO et bestemt synspunkt på.

10.2.6 Effekt på andre aktører

Det kan være grunn til å tro at regjeringens uttalelser om opsjoner og annen resultatbasert avlønning har ført til mer oppmerksomhet rundt disse temaene også i selskaper uten statlig eierskap. NHO mente at flere private selskaper har vurdert å gå bort fra opsjonsordningene sine og ser heller på andre løsninger, men at dette ikke nødvendigvis er en konsekvens av eierskapsmeldingen. LO mente derimot at statens klare standpunkt vil styrke private eiere og gjøre det lettere for spredt privat eierskap å samle seg om lignende beslutninger. På bakgrunn av dette mente de at eierskapsmeldingen kan føre til mindre bruk av opsjoner og

mer moderasjon i annen variabel lønn i det private næringsliv. Vi tror også det voldsomme fokuset som har vært på opsjonsbruk og eierskapsmeldingen den siste tiden kan bidra til at private selskaper blir mer skeptiske til å utvikle eller videreføre slike programmer. Dette fordi de har sett den negative omtalen som selskapene og deres toppledere kan få. Hvorvidt dette vil skje er vanskelig å forutsi, men vi er likevel av den oppfatning at selskapene vil vise moderasjon, for eksempel i form av tak på opsjonene, hvis de vil beholde dette insentivet. Et eksempel på at andre aktører følger opp statens initiativ til moderering av lederlønn er Folketrygdfondet, som nå har satt egne krav som må oppfylles for at det vil stemme ja til opsjonsprogrammer på generalforsamlingene til selskapene det er aksjonær i. For eksempel må det settes et tak på maksimal avlønning og innløsningskursen til opsjonene må justeres årlig. Selv om fondet ikke har fått gjennomslag for sitt syn på årets generalforsamlinger, sier selskapene at de tar signalene alvorlig og vil vurdere insentivordningene før neste års generalforsamling (E24, 2007b).

10.2.7 Tilbakevirkende kraft

Som nevnt i kapittel 7 har noen av selskapene opsjonsavtaler som løper i flere år fremover, eksempelvis har Telenorsjefene opsjoner som kan løses inn frem til 2013. Regjeringen har valgt å ikke gi eierskapsmeldingen tilbakevirkende kraft, noe som innebærer at de avtalene som allerede er inngått vil være gjeldene frem til utløpsdato. Dersom meldingen hadde hatt tilbakevirkende kraft måtte staten i følge NHD ha kjøpt ut de involverte parter, fordi inngåtte avtaler er basert på kontrakter som ikke bare kan oppheves, på grunn av rettighetene til kontrakthaverne. Dersom staten hadde ønsket å gjøre dette måtte de ha gått inn i forhandlinger om prisen for oppsigelse av avtaler. LO mente det var rimelig å tro at denne prisen ville blitt lik nåverdien av opsjonsavtalene, og effekten ville i så tilfelle blitt den samme som å ikke gi meldingen tilbakevirkende kraft. Synet til LO var derfor at det var rasjonelt av staten å la være. Dette fikk de støtte av fra selskap C, som ikke ønsket å ta initiativ til en slik oppsigelse av sine opsjonsavtaler. I tillegg mente selskapet at det var lite trolig at staten vil oppfordre til dette, siden de selv nylig har vært med på å godkjenne slike programmer. NHD forsvarte dette med at før eierskapsmeldingen trådte i kraft hadde regjeringen ingen generelle prinsipper mot opsjoner, og hadde derfor ingen egen praksis for hvordan slike spørsmål skulle håndteres. Med de nye retningslinjene vil statens representanter på de ulike generalforsamlingene ha like ”instrukser” som de må forholde seg til og stemme etter.

Vi deler oppfatningene til LO om at det er rasjonelt av staten å ikke kjøpe seg ut av inngåtte opsjonsprogrammer, men tror samtidig at dette vil føre til at debatten rundt opsjoner på ingen måte er over. Vi er av den oppfatning at mye av debatten rundt opsjoner kommer frem når de blir innløst, ikke når de blir inngått, og dersom aksjekursutviklingen fortsetter de neste årene har toppledere i de aktuelle selskapene mulighet til å høste milliongevinster helt frem til 2014. Dette tror vi det kan bli bråk av. NHD har selv innrømmet at dette kan bli et problem, men at det ikke har kommet noe ønske fra regjeringen om at disse avtalene skal bli droppet.

10.3 Oppsummering

Målet med dette kapittelet var å sammenligne de ulike selskaperes syn på resultatlønn og eierskapsmeldingen, og se dette i sammenheng med hva LO, NHO og NHD mener. Vi knyttet dette opp mot teori og empiri, og i tillegg så vi svarene i sammenheng med uttalelser fra artikler i norske aviser og tidsskrifter. Samtidig ble våre synspunkter flettet inn.

Det kom frem at alle selskapene mener toppledere hovedsakelig ikke motiveres av penger, men vi stilte spørsmålsteget ved om dette egentlig var et forsøk på å fremstå som ”korrekte”. Vi fant at det er uenighet om hvorvidt opsjoner er et godt insentiv, men at selskapene som bruker denne avlønningsformen er av den oppfatning at dette er et velfungerende insentiv, selv om de er klar over ulemper det kan medføre. Vi fikk derfor inntrykk av at dette er en avlønningsform de ønsker å beholde, og en mulighet er å forme programmene slik at ulempene blir minimert. På samme måte er det også uenighet om hvorvidt bonus fungerer som et langsiktig insentiv. Selskapene med opsjoner bruker bonus som et kortsiktig insentiv, og er derfor noe skeptiske til å innføre dette også som et langtidsinsentiv. Likevel kom det frem at flere av disse vil vurdere dette dersom deler av bonusutbetalingene blir investert i aksjer med bindingstid. Flere av selskapene uten opsjoner har tatt i bruk slike ordninger, og ser ingen problemer med å benytte bonus for å motivere ledere både på kort og lang sikt. Vi mente at nettopp denne typen avlønning kan bli en konsekvens av regjeringens nye retningslinjer dersom bruk av opsjoner opphører.

Vi så på mottagelsen eierskapsmeldingen fikk, og her er alle selskapene enige i at det både er positive og negative sider forbundet med statlig eierskap. De er alle skeptiske til den nye, aktive rollen staten signaliserer, men synes det er veldig viktig å påpeke at statlig eierskap i seg selv ikke er negativt. LO og NHO har ulike syn på dette, LO støtter regjeringen, mens

NHO har flere betenkeligheter til økt statlig involvering. Vi trakk her inn vår begivenhetsstudie, for å vise markedets reaksjon på fremleggelsen av eierskapsmeldingen. Studien konkluderer med at markedets umiddelbare reaksjon ikke var negativ. Restriksjonene staten pålegger selskapene i forhold til bruk av bonus ble møtt med større grad av misnøye enn ”forbudet” mot opsjoner. Vi hadde forventet at selskapene med opsjoner ville ha tatt et slikt ”forbud” mer alvorlig, nettopp fordi det i større grad vil påvirke hvordan de avlønner sine ledere. Et slikt ”opsjonsforbud” er derimot ikke noe nytt, vi fant at det i 1996 ble innført en straffeskatt på opsjoner, som den gang førte til en stopp i bruk av opsjoner som insentiv. Denne ordningen ble avsluttet i 2000, og det er opsjonsprogrammer etablert etter dette som har skapt debatt. Vi satt spørsmålstegn ved statens enten-eller tilnærming til opsjoner, og i hvilken grad de nye retningslinjene vil endre seg i takt med fremtidige regjeringsskifter.

Vi fikk igjennom intervjuene med selskapene inntrykk av at enkelte formuleringer i retningslinjene for lederavlønning er uklare, og valgte derfor å se nærmere på disse. Vi var enige med selskapene i dette fordi det viste seg at flere av punktene i retningslinjene er lite presise og gir uttrykk for at selskapene hadde noe spillerom. Dette blir også bekreftet av NHD. Selskapene mener de kan komme rundt noen av restriksjonene som har blitt pålagt dem, og at fremtidige insentivprogrammer som går utover retningslinjene kan bli godkjent. Totalt sett følte vi de vage formuleringene i retningslinjene fører til mindre bekymring hos selskapene. Dersom det blir gitt for lite rom i forhold til variabel lønn, kan det føre til økt fastlønn. Denne oppfatningen har flere av selskapene, og mener dette vil få en uheldig kostnadsdrivende effekt. Både LO og NHO er enige i at begrensninger på resultatlønn kan føre til økt fastlønn, men LO er også av den oppfatning at det totale lønnsnivået samtidig vil gå ned. Dersom økt fastlønn blir en følge av eierskapsmeldingen, føler vi dette er noe motstridende i forhold til dens egentlige formål.

Før eierskapsmeldingen trådte i kraft var det ikke utarbeidet noen klare retningslinjer for hvordan staten skulle forholde seg til lederavlønning. Dette kan ha vært en årsak til at staten tidligere har ”godkjent” gunstige opsjonsavtaler. Dette vil det bli slutt på, fordi statens representant på generalforsamlinger nå har klare instruksjoner for hvordan han skal forholde seg til slike temaer. De tidligere godkjente kompensasjonsavtalene vil være gjeldende frem til utløpsdato, fordi eierskapsmeldingen ikke har tilbakevirkende kraft. Derfor er det kun nye avtaler som blir berørt av eierskapsmeldingen. Vi erfarte i tillegg at eierskapsmeldingen kan ha en indirekte påvirkningskraft på det private næringsliv. Dette kan skje i form av økt

oppmerksomhet rundt resultatlønn, som kan føre til at private selskaper vil være mer bevisste når de utformer nye kompensasjonsprogrammer, og for eksempel velger å gå bort fra opsjonsordningene sine. Videre kan den også gjøre det lettere for spredt privat eierskap å samle seg om lignende beslutninger.

11. Eierskapsmeldingen i praksis

Vi ønsker nå å supplere vår analyse med styrenes lederlønnserklæringer fra selskapenes generalforsamlinger, og se hvordan staten forholder seg til disse. Vi føler dette kan gi oss en pekepinn på fremtidige konsekvenser av eierskapsmeldingen.

Det er først på selskapenes generalforsamlinger man ser i hvilken grad de nye retningslinjene fra staten blir tatt hensyn til i praksis. Det er her styret legger frem sin erklæring vedrørende lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte. For opsjoner og andre aksjebaserte ordninger må generalforsamlingen fatte et bindende vedtak, jamfør allmennaksjeloven 6-16a (2)⁵. For bonus, naturalytelser, pensjons- og etterlønnsordninger holder generalforsamlingen en rådgivende avstemning, jamfør § 5-6 (3) i allmennaksjeloven⁶. Denne avstemningen er bare et uttrykk for om man er enig eller uenig i erklæringen, og generalforsamlingene har ikke mulighet til å beslutte endringer i styrets erklæring. Gjennom protokolltilførsler er derimot aksjonærene sikret dokumentering av supplerende eller avvikende synspunkter. Det er ikke vanlig med mer enn cirka 60 prosent aksjonæroppmøte på generalforsamlingene, noe som medfører at staten i de fleste selskapene vil være sikret et flertall med et eierskap i overkant av 30 prosent. Det betyr at staten alene kan stemme ned opsjoner i Telenor, mens de er avhengige av lavt oppmøte eller støtte fra andre aksjonærer i Hydro og Yara. Flere av selskapene uttrykte under intervjuene, i kapittel 9, at de var spente på hvordan styrene og generalforsamlingene ville ta stilling til de nye retningslinjene fra staten. Et problem vi oppdaget var uklartheter i retningslinjene når det gjaldt tilbakevirkende kraft. Retningslinjene fastslår at ”avtaler inngått før ikrafttreden av disse retningslinjene kan opprettholdes” (Nærings- og handelsdepartementet, 2006b, s. 2). Det viste seg at selskapene var usikre på om disse avtalene henviste til opsjonsprogrammer eller bare tildelte opsjoner, noe vi også syntes var uklart. Vi henvendte oss derfor til Nærings- og handelsdepartementet for å oppklare dette, og ble fortalt at opptjente opsjonsrettigheter ville bli respektert, men at de gjennom sin stemmegivning ikke ville være med på å vedta nye opsjonsprogrammer eller tildele opsjoner i 2007.

⁵ Se vedlegg 2

⁶ Se vedlegg 3

11.1 DnB NOR

DnB NOR hadde generalforsamling 24. april 2007, og totalt antall aksjer representert var 62,5 prosent. Staten eier 34 prosent av selskapet og hadde derfor et solid flertall. Styret la frem sin erklæring om lønn og annen godtgjørelse for ledende ansatte, delt inn i to deler. Den første inneholdt veiledende retningslinjer for det kommende regnskapsåret, den andre inneholdt bindende retningslinjer for aksjer, tegningsretter og opsjoner. DnB NOR sitt styre la frem en kompensasjonspakke som har en annen sammensetning enn det staten legger til grunn, med lavere bonuser og sluttvederlag, men bedre pensjonsbetingelser. Staten var uenig i pensjonsalderen, som de mente var for lav, og pensjonsytelsen, som de mente var for høy, og de stemte derfor nei til første del av styrets erklæring. I tillegg ba de om følgende protokolltilførsel:

”Staten ved Nærings- og handelsdepartementet oppfordrer styret til å revidere sine retningslinjer for lederlønn slik at de materielt sett er i tråd med statens retningslinjer for lederlønn. Dette gjelder spesielt den delen som omhandler pensjonsvilkår, hvor pensjonsalder ikke bør settes lavere enn 65 år, og kompensasjonsgraden bør ikke overstige 66 pst. Retningslinjene bør også omfatte bestemmelser om opptjeningstid og at pensjonsutbetalinger samordnes med eventuelle opptjente pensjonsrettigheter fra tidligere arbeidsgivere. Videre bør det fremgå eksplisitt at retningslinjene gjelder generelt for inngåelse av nye avtaler og at de omfatter alle ledende ansatte.” (DnB NOR, 2007b, s. 6)

Resultatet av den veiledende avstemningen ble at 54,4 prosent av de representerte aksjene på generalforsamlingen, det vil si staten, stemte mot den første delen av styrets erklæring, mens den andre delen ble enstemmig godkjent. Styrets svar på dette var at de vil vurdere synspunktene som kom frem, men kan ikke love at statens krav blir etterkommet. Styreleder Olav Hytta sier det var et bevisst valg å ikke følge staten krav om en pensjonsalder på 65 år, fordi de mener de bygger på en faglig feil (E24, 2007c).

11.2 Hydro

Hydro hadde generalforsamling 8. mai 2007, og totalt antall aksjer representert var 52,94 prosent. Staten har et eierskap på 43,8 prosent i selskapet og hadde dermed et klart flertall på generalforsamlingen. Selskapets styreleder, Jan Reinås, la frem styrets erklæring om

fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte, og opplyste samtidig at styret har vedtatt å ikke videreføre selskapets etablerte opsjonsordning. Statens representant, Reier Søberg, ga uttrykk for at erklæringen var innenfor statens retningslinjer, men at det allikevel fantes uklare momenter. Han ba derfor om at følgende forklaring ble lagt til protokollen:

”Staten mener at Styrets erklæring om retningslinjer for ledende ansatte i Norsk Hydro ASA slik redegjort for av styrets leder og slik den er gjengitt i Note 4 til konsernregnskapet på side F19 i årsrapporten for 2006 er uklar. Det er vanskelig å skille mellom hva som er en redegjørelse for eksisterende ordninger og hva som er retningslinjer for det kommende regnskapsåret. Dette bør gjøres på en annen måte til neste ordinære generalforsamling. Basert på den skriftlige redegjørelsen i årsrapporten og på redegjørelsen fra styrets leder på generalforsamlingen i dag vil staten stemme ja til Styrets retningslinjer for kommende regnskapsår. De er materielt i tråd med Statens retningslinjer for godtgjørelse til ledende ansatte på fire viktige punkter som er:

1. Styret vil ikke utstede nye opsjoner eller opsjonslignende programmer.
2. Norsk Hydros system for variabel lønn medfører at samlet variabel lønn ikke overstiger 6 måneders fastlønn, med mindre særskilte hensyn tilsier det.
3. At i avtaler om pensjon vil pensjonsalder som hovedregel ikke settes lavere enn 65 år og at samlet kompensasjonsgrunnlag ikke bør overstige 66 prosent av lønnen.
4. Avtaler om etterlønn bør ikke overstige 12 måneders fastlønn, i tillegg til eventuell lønn i oppsigelsestiden.” (Hydro, 2007b, s. 3)

Den veiledende avstemningen ga en klar oppslutning om styrets erklæring.

11.3 Kongsberg

Kongsberg hadde generalforsamling 8. mai 2007, og totalt antall aksjer representert var 78,9 prosent. Staten eier 50,001 prosent av selskapet og har dermed uansett flertall på generalforsamlingen. Protokollen fra generalforsamlingen sier at styrets erklæring om lønn og annen godtgjørelse for konsernets ledende ansatte ble presentert, gjennomgått og godkjent

(Kongsberg Gruppen, 2007). Utover dette finnes det lite informasjon, og det ble ikke fra statens side bedt om noen protokolltilførsler.

11.4 Yara

Yara hadde generalforsamling 10. mai 2007, og totalt antall aksjer representert var 51,67 prosent. 36,2 prosent av selskapets aksjer er eid av staten, noe som ga dem et flertall på generalforsamlingen. Styrets leder, Øyvind Lund, ga en redegjørelse vedrørende styrets erklæring om fastsettelse av retningslinjer for lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte. I denne erklæringen kommer det blant annet frem at ingen nye aksjeinsentivrettigheter vil bli gitt det kommende år, og for å sikre en fortsatt konkurransedyktig kompensasjonspakke for ledere vil styret vurdere en økning i grunnlønnen. Lund påpekte at Yaras styre ved utarbeidelsen av erklæringen har lagt vekt på at den skal være forenlig med statens retningslinjer for lederlønn, og mener at kompensasjonsordningene er i tråd med disse (Yara, 2007b). Styrets erklæring ble lagt frem til rådgivende avstemning, og det var et klart flertall for å godkjenne erklæringen.

11.5 Telenor

Telenor hadde generalforsamling 15. mai 2007, og totalt antall aksjer representert var 71,06 prosent. Statlig eierskap i selskapet er 53,97 prosent. Styrets erklæring vedrørende fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte ble presentert og det kom blant annet frem at det kan gies en årsbonus med maksimalt bonuspotensial på 50 prosent av grunnlønn. I tillegg skal det etableres et belønningsprogram knyttet til langsiktig verdiskaping, som vil inneholde at et bestemt element av fastlønn må investeres i selskapets aksjer, kjøpt på markedet og med bindingstid. Dette nye belønningsprogrammet kommer som en følge av at styret i Telenor har bestemt at selskapets opsjonsprogram for perioden 2006-2008 skal termineres på grunn av endringene i rammevilkårene til regjeringen (Telenor, 2007b). Det betyr at det ikke vil bli tildelt flere opsjoner til toppledelsen. Generalforsamlingen godkjente styrets lederlønnserklæring.

Selv om styret i Telenor har besluttet å ikke tildele flere opsjoner, benyttet allikevel avtroppende styreleder, Leif Enger, under generalforsamlingen sjansen til å understreke at han er svært oppgitt over opsjonskritikken som har vært rettet mot han og konsernsjef

Baksaas. Enger mener denne kritikken har medført at mange har glemt hvilken eventyrlig kursutvikling Telenoraksjen har hatt, og dermed hvilke enorme verdier selskapet har skapt. Han trekker også frem at staten som er en så viktig eier må unngå å komme med populistiske uttalelser, og setter spørsmålsteget ved statens eierstyring. Statens representant på generalforsamlingen, Reier Sjøberg, sa at staten har utøvd sitt eierskap på en tilfredsstillende måte og mener de har fulgt de prinsipper for godt eierskap som ligger til grunn (Dagens Næringsliv, 2007b).

11.6 Statoil

Statoil hadde generalforsamling 15. mai 2007. Det er så langt ikke opplyst om hvor mange aksjer som var representert, men staten eier 70 prosent av selskapet og har dermed uansett flertall på generalforsamlingen. Styreleder, Jannik Lindbæk, presenterte styrets erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse, og denne bygde på hovedprinsippene for selskapets lederlønnspolitikken vedtatt i november 2006 samt statens nye retningslinjer for lederlønn fra desember samme år. Staten ved Bjørn Ståle Haavik redegjorde for statens stemmegivning og ba om at følgende skulle bli lagt til i protokollen:

”På bakgrunn av redegjørelsen fra styrets leder finner staten å kunne stemme for styrets erklæring slik den er lagt fram for generalforsamlingen. Det vises særlig til at Statoils lederlønnsordning for 2007 vil bli praktisert i samsvar med statens retningslinjer. Staten forventer at styret som trer i virksomhet fra gjennomføringstidspunktet for sammenslåingen av Statoil ASA og Hydros petroleumsvirksomhet, til neste ordinære generalforsamling foretar en gjennomgang av det sammenslåtte selskapets retningslinjer for å bringe dem i samsvar med statens retningslinjer for lederlønn. Dette betyr blant annet at:

1. Samlet variabel lønn det enkelte år ikke bør overstige 6 måneders fastlønn, med mindre særskilte hensyn tilsier det.
2. Pensjonsalder skal som hovedregel ikke settes lavere enn 65 år og samlet kompensasjonsgrad bør ikke overstige 66 pst. av lønn.
3. Sluttvederlag bør ikke overstige 12 måneders fastlønn i tillegg til eventuell lønn i oppsigelsestiden.” (Statoil, 2007b, s. 2)

Styrets erklæring ble vedtatt med et klart flertall. Konsernsjef i Statoil, Helge Lund, uttalte etter generalforsamlingen at disse restriksjonene må man bare godta. Han må for eksempel leve med det styret bestemmer, mens styret må leve med det aksjonærene, altså staten, bestemmer (Dagens Næringsliv, 2007a).

11.7 Cermaq

Cermaq hadde generalforsamling 22. mai 2007, og totalt antall aksjer representert var 56,91 prosent. Staten eier 43,54 prosent av selskapet og hadde dermed flertall på generalforsamlingen. Styreleder Sigbjørn Johnsen presenterte styrets erklæring om lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte. Cermaqs generalforsamling godkjente et opsjonsprogram i 2006, og styrets leder presisterte under årets generalforsamling at de allerede inngåtte opsjonsavtalene vil bli overholdt. Dette innebærer at opsjoner vil bli overført til ledelsen i 2007 og 2008. Styret har derimot bestemt at det ikke vil bli inngått nye opsjonsavtaler. Det ble holdt en rådgivende avtemning angående styrets retningslinjer for lederlønn, og denne ble enstemmig godkjent (Cermaq, 2007b).

11.8 Oppsummering

Målet med dette kapittelet var å se på eierskapsmeldingens praktiske konsekvenser. Vi erfarte at alle selskapene, i større eller mindre grad, har tatt hensyn til statens nye retningslinjer for lederlønn. Hydro, Telenor og Yara tildeler ikke flere opsjoner, og viderefører dermed ikke sine etablerte opsjonsordninger. Opsjoner som allerede er tildelt, derimot, kan innløses som avtalt fordi retningslinjene ikke har tilbakevirkende kraft. I teorien kunne styrene i disse selskapene lagt frem forslag om å tildele ytterligere opsjoner, men det ville vært meget oppsiktsvekkende dersom dette hadde blitt gjort i praksis. Dels er det grunnet statens flertall på generalforsamlingen, som vil gjøre det umulig å få et slikt forslag vedtatt, og dels for ikke å bli oppfattet som respektløs. Vi har fått inntrykket at det er viktig for selskapene å fremstå som ryddige og ordentlige overfor en så stor eier, og de ville sendt helt gale signaler dersom de ikke hadde respektert statens ønsker. Selv om selskapene etterfølger statens retningslinjer betyr ikke at alle er enige i prinsippene, noe som kom klart frem at de ikke var under intervjuene i kapittel 9. Cermaqs generalforsamling vedtok i 2006

et nytt opsjonsprogram, og på det tidspunktet ble det inngått skriftlige avtaler med de enkelte mottakerne om at opsjoner skulle tildeles 1. juni 2007 og 1. juni 2008⁷. Dette var derfor ikke oppe til bindende avstemning under årets generalforsamling. Statens retningslinjer har ikke tilbakevirkende kraft på inngåtte avtaler, som forklart i innledningen til dette kapittelet, og derfor kunne ikke staten stoppe disse opsjonstildelingene. Grunnen til at Cermaq, i motsetning til de andre selskapene, ikke avsluttet sitt opsjonsprogram, var fordi det allerede var vedtatt spesifikke fremtidige opsjonstildelinger i dette selskapet. Dette ikke var tilfelle i de andre selskapene, og skulle de fått aksept for opsjonstildelinger i 2007 var de avhengige av godkjenning fra staten, noe vi vet ville vært usannsynlig.

Styret i Statoil vedtok i november 2006 et nytt bonusprogram, som det i etterkant viste seg gikk langt utover statens nye retningslinjer for lederlønn. Under årets generalforsamling la styret frem en erklæring som bygde på hovedprinsippene fra det nylig vedtatte bonusprogrammet samt statens retningslinjer. Det kommer dermed klart frem at Statoil har valgt å moderere sitt eksisterende bonusprogram for å tilpasse seg statens ønsker. Dette er noe staten i utgangspunktet ikke kan pålegge selskapet, jmfør allmennaksjeloven § 5-6 (3). Vi tror Statoil valgte å endre sitt bonusprogram for å ikke å opptre respektløst og sende ut feil signaler, spesielt fordi staten har en så stor eierandel i selskapet.

Vi ser at samtlige selskaper, bortsett fra Cermaq, nå benytter seg av bonus som et langsiktig insentiv. Dette er i tråd med det vi trodde ville skje, som nevnt i kapittel 10.2. Enkelte av selskapene har uttalt at bonus mangler langsiktighet, og vi ser at de har løst dette ved å kombinere bonusutbetalinger med aksjer med bindingstid. På denne måten klarer de å skape et interessefelleskap mellom aksjonærer og ledere. Yaras styre vurderer en fastlønnsøkning for å sikre en fortsatt konkurransedyktig kompensasjon for sine toppledere, noe vi i vår analyse konkluderte med at kunne bli en konsekvens av opsjonsstans og restriksjoner på bonus.

Vi kan konkludere med at eierskapsmeldingen har fått betydning i praksis. Samtlige selskaper holdt seg innenfor statens nye retningslinjer for lederlønn, bortsett fra DnB NOR, som bevisst valgte å overse statens anbefalinger for pensjonsalder og –ytelser. Selv om dette går utenfor vår problemstilling, er det verdt å gjøre oppmerksom på at styret i DnB NOR

⁷ Dette opsjonsprogrammet er beskrevet i kapittel 7.4.

sendte meget klare signaler om at de ikke var villige til å oppfylle statens ønsker fullt ut. I tillegg ga denne hendelsen en god illustrasjon på hvor lite påvirkning staten har når det avholdes en rådgivende avstemning. Statens syn ble kun lagt til i protokollen, som styret tar til orientering når de skal utforme neste års erklæring om lederlønn og annen godtgjørelse. Vi synes det er overraskende at DnB NOR ikke valgte å imøtekomme ønskene til en så stor enkelteier, og det blir derfor meget spennende å se om styret velger å ta protokolltilførselen til etterretning på neste års generalforsamling.

12. Konklusjon

I løpet av høsten 2006 var det mye negativ fokus på høye lederlønninger i delvis statlig eide selskaper, og særlig ble svært gunstige opsjonsavtaler trukket frem. For å bremse lederlønnsutviklingen i selskaper der staten er eier, annonserte regjeringen at de ville komme med nye retningslinjer for lederlønn, og disse ble lagt frem i forbindelse med eierskapsmeldingen. Mange var spente på hva retningslinjene ville inneholde, og utgangspunktet for denne oppgaven var derfor å kartlegge hvordan eierskapsmeldingens retningslinjer for lederavlønning ble mottatt og hva slags syn interessenter hadde på disse. På bakgrunn av dette ville vi gjøre oss opp en mening om hvorvidt vi tror eierskapsmeldingen vil påvirke utformingen av fremtidige insentivprogrammer i delvis statlig eide selskaper.

Vi kan konkludere med at mottagelsen eierskapsmeldingen fikk fra ulike hold var meget blandet. Noen var bekymret for at et mer aktivt statlig eierskap kunne være skadelig for selskapene dersom regjeringen årlig gir ut retningslinjer som detaljstyrer virksomhetene, mens andre syntes det var på høy tid at staten kommuniserte en tydeligere og mer forutsigbar eierskapspolitikk. For å undersøke markedets reaksjoner på fremleggelsen av eierskapsmeldingen gjorde vi en begivenhetsstudie, hvor vi kunne konkludere med at det ikke fantes noen klare indikasjoner på at denne fremleggelsen påvirket aksjekursene til selskapene.

Selskapenes reaksjoner valgte vi å kartlegge gjennom intervjuer, noe vi fikk gjennomført i fem av syv selskaper fra vårt utvalg. Etter intervjuene satt vi igjen med et inntrykk av at selskapene var bekymret for hvilke konsekvenser en mer aktiv statlig eierskapspolitikk kunne føre med seg, og at de var usikre på i hvor stor grad de ville bli påvirket av de nye retningslinjene. Dette kunne man først slå fast etter at selskapenes styre hadde lagt frem sine lederlønnserklæringer på generalforsamlingene. Selskapene syntes i utgangspunktet at statlig eierskap var positivt, men virket misfornøyde med at det nå ble lagt begrensninger på lederlønn og at de dermed mistet spillerom. Selskapene som brukte opsjoner var mest bekymret for bonusbegrensningene, som er forbausende fordi de i samme intervju uttalte at opsjoner er et godt insentiv for deres ledere. Vi fastslo også at noen av formuleringene i retningslinjene ble sett på som uklare, dette var et syn selskapene delte med oss og som ble bekreftet av Nærings- og handelsdepartementet. Denne mangelen på presisjon så selskapene på som en mulighet for å komme rundt noen av restriksjonene som var pålagt dem, og

dermed få staten til å godkjenne bedre avtaler. Fordi selskapene mente det var mye som kunne omgås i retningslinjene, og at staten dermed indirekte viste tegn til fleksibilitet, kunne vi konkludere med at de likevel ikke syntes totaliteten var håpløs.

Vi mener det er positivt at staten tydeliggjør hvor de vil med sitt eierskap, og gjennom dette tar initiativ til å moderere lederlønninger i delvis statlig eide selskaper. Etter vår oppfatning har enkelte av kompensasjonsordningene i disse selskapene vært feil konstruert, uten begrensninger, og dermed ført til enorme gevinster for topplederne. Regjeringen fortjener ros for å ha satt søkelys på dette og dermed bidratt til at folk nå er mer oppmerksomme på de negative effektene av opsjoner. I tillegg har lovendringer sørget for mer gjennomskiktighet når det gjelder lederlønninger. Likevel mener vi begrensningene staten har pålagt selskapene snarere reflekterer politisk styring enn bedriftsøkonomisk. Med dette mener vi at det å for eksempel ”forby” opsjoner fra regjeringens side er en handling for å oppnå goodwill hos velgerne, og at selskapene nødvendigvis ikke er tjent med å miste dette incentivet. Dette fører oss tilbake til vårt argument om at opsjoner i utgangspunktet er et godt langtidsincentiv dersom det er satt opp gode rammer rundt programmene, for eksempel i form av indeksering og tak på gevinst. Vi mener regjeringen burde være oppmerksom på dette, men i stedet for å vurdere slike alternativer har de valgt å fortsette en enten-eller tilnærming til opsjoner, noe som beviser lav grad av fleksibilitet. En bedre løsning er å ha lik tilnærming til opsjoner og bonus, hvor programmene blir godkjent av staten så lenge de har akseptable begrensninger. Vi mener ”opsjonsforbudet” kom som en overilt reaksjon på enkelte selskapers ”misbruk” av dette incentivet, og i så måte må selskapenes styre skyldes seg selv for den situasjonen som har oppstått. Hadde styrene lært av debatten på midten av 1990-tallet, og tatt disse erfaringene med seg da de lagde nye opsjonsprogrammer til toppledelsen, kunne mye av oppstyret rundt opsjoner vært unngått i ettertid og heller ikke vært med på å fremprovosere et ”forbud” fra staten.

Vi ønsket også å foreta en gjennomgang av styrenes lederlønns erklæringer som ble lagt frem på selskapenes generalforsamlinger i vår, og på denne måten komplementere analysedelen med de faktiske konsekvensene av eierskapsmeldingen. Vi så da for første gang hvordan selskapene i praksis forholdt seg til statens nye retningslinjer for lederlønn, og hvordan staten vurderte styrenes erklæringer. Vi konkluderte med at alle selskapene i større eller mindre grad tok hensyn til regjeringens retningslinjer. Hydro, Yara og Telenor tildeler ingen opsjoner til toppledere i 2007, og avslutter dermed sine etablerte opsjonsprogrammer. I Cermaq blir opsjoner tildelt i både 2007 og 2008 fordi dette ble vedtatt på selskapets

generalforsamling i 2006, og eierskapsmeldingen gir ikke staten mulighet til å gå tilbake på inngåtte avtaler. Nærings- og handelsdepartementet ga klart uttrykk for at de ville stemme nei dersom nye opsjonstildelinger ble foreslått, og fordi antall aksjer representert på generalforsamlinger i disse selskapene normalt ligger rundt 60 prosent har staten flertall. Selv om selskapene i teorien kunne foreslått nye opsjonstildelinger, forstod de at det ville være umulig å få dette godkjent fordi staten har et så klart flertall. I tillegg ønsket de å signalisere respekt overfor statens ønsker, selv om de gjennom intervjuene uttrykte at de er uenige i at opsjoner skal utgå.

Fra selskapenes generalforsamlinger erfarte vi også at selskapene som nå går bort fra opsjoner vurderer å innføre bonusprogrammer med aksjedel. Dette er i overensstemmelse med våre konklusjoner etter intervjuene. Statoil hadde fra før en slik ordning, men valgte å moderere denne fordi den gikk langt utover statens retningslinjer. Videre nevnte Yara at de ville vurdere en økning i grunnlønnen for å sikre en fortsatt konkurransedyktig kompensasjon for sine toppledere, og dette stemmer overens med vår konklusjon om at opsjonsstans og restriksjoner på bonus kan føre til økt grunnlønn. Det er derfor grunn til å tro at flere vil følge Yaras eksempel.

Vår hovedkonklusjon er at eierskapsmeldingens retningslinjer for lederlønn har fått, og kommer til å få, stor betydning for lederavlønning i delvis statlig eide selskaper. Det er positivt for selskapene at uvetting bruk av resultatlønn opphører. Selskapene har ikke tatt mye initiativ til å gjøre dette på egenhånd, og det var derfor viktig at staten satte ned foten og tok på seg rollen som markedsregulator. Likevel mener vi lederlønsbegrensningene er lite fleksible og dermed ikke kommer selskapene til gode. Begrensningene virker negativt for selskapene fordi de får mindre spillerom, og det kan eksempelvis bli problematisk å rekruttere og beholde dyktige ledere. Hvor lenge selskapene må forholde seg til begrensningene er usikkert fordi det avhenger av fremtidige regjeringers syn på lederavlønning. Det vi kan si med sikkerhet er at oppfatninger om hvordan ledere skal avlønnes har forandret seg tidligere, og vi ser ingen grunn til at dette ikke kan skje igjen.

Forslag til videre studier

Utgangspunktet vårt var å se hvordan eierskapsmeldingen og dens retningslinjer for lederlønn ville påvirke utformingen av fremtidige kompensasjonsprogrammer. Vi erfarte derimot at dette ikke var mulig på et så tidlig tidspunkt. En interessant studie kan derfor være å se på hvordan fremtidige kompensasjonsordninger vil bli konstruert på bakgrunn av statens nye retningslinjer for lederlønn. Spesielt interessant vil det være å gå nærmere inn på de konkrete langtidsbonusprogrammene som vil erstatte opsjoner. Det kan også være av interesse å undersøke hvorvidt selskapenes styrer velger å ta til etterretning statens protokolltilførsler fra årets generalforsamlinger, og dermed presenterer erklæringer de kommende år som er i tråd med statens ønsker.

I forhold til de begrensningene staten har lagt på lederlønn, er det også mulig å se på om de delvis statlig eide selskapene opplever problemer med å rekruttere dyktige ledere. Dette er noe selskapene selv trakk frem som en mulig konsekvens. I tillegg kan man undersøke om begrensningene fører til lederflukt fra disse selskapene over til private selskaper, og om det vil bli større forskjeller i lederavlønning mellom statlige og private selskaper.

Litteraturliste

Aftenposten (2007) ”Grillet om juks – Apple-sjefen i avhør etter opsjonsskandalen”, 24. januar, s. 7.

Aftenposten (2006a) ”Minst mulig kan være mye”, 22. desember, s. 7.

Aftenposten (2006b) ”Opsjoner for fremtiden”, 21. november, s. 8.

Aftenposten (2006c) ”Ingen opsjoner, ingen ledere”, 10. november, s.5.

Aftenposten (1999) ”Opsjoner – en skattet fordel”, 17. november, s. 34.

Aftenposten (1996) ”Opprør mot norsk opsjonsskatt”, 27. mars, s. 25.

Bebchuk, L. A., Fried, J.M og Walker, D.I. (2002) ”Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation”, *The University of Chicago Law Review*, vol. 69, nr. 3, s. 751.

Bragelien, I. (2005a) forelesningsnotater, Styring av større foretak.

Bragelien, I. (2005b) ”10 bonustabber – Hvordan lære av teori og praksis”, *Praktisk økonomi og finans*, nr. 2, s. 25.

Bryan, S. Hwan, L. S. og Lilien, S. (2000) ”CEO stock-based compensation: An empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants” *The Journal of Business*, vol. 73, nr. 4, s. 661.

Cermaq (2007a) ”Årsrapport”.

Cermaq (2007b) ”Protokoll fra ordinær generalforsamling i Cermaq ASA”, <http://hugin.info/134455/R/1128319/210044.pdf>

Colbjørnsen, T. (2000) ”Resultatavhenging belønning. En utredning skrevet for Kredittkassen”, *SNF-rapport*, nr. 25/00, Bergen.

Conyon, B.R og Murphy, K.J (2000) “The price and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom”, *Economic Journal*, Vol. 110.

Core, E.J, Guay, R.W og Larcker, F.D (2003) "Executive equity compensation and incentives: A survey", *Economic Policy Review*, Vol. 9, nr.1, s. 27.

Dagens Næringsliv (2007a) "Innstramning på Lund-bonus", 16.mai, s. 9.

Dagens Næringsliv (2007b) "Enger skyter tilbake", 16. mai, s. 13.

Dagens Næringsliv (2007c) "Lønnes oftere etter prestasjon", 2. februar, s. 20.

Dagens Næringsliv (2007d) "Over 60 opsjonsofre hittil", 10. januar, s. 32.

Dagens Næringsliv (2007e) "Opsjoner bedre enn sitt rykte", 10. januar, s. 37.

Dagens Næringsliv (2006a) "Bonusfesten kan gi kjempebakrus", 28.desember, <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article970184.ece>

Dagens Næringsliv (2006b) "Statsrabatten er tilbake", 19. desember, http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article959415.ece?WT.svl=article_image

Dagens Næringsliv (2006c) "Gullmåned for Baksaas", 6. desember, s. 50.

Dagens Næringsliv (2006d) "Lønn som fortjent?", 25. november, s. 2.

Dagens Næringsliv (2006e) "Jeg har tross alt stått i front", 17. november, s. 12.

Dagens Næringsliv (2006f) "Opsjonsstorm mot Telenor-sjefen", 8. november, s. 4.

Dale-Olsen, H. (2003) "Avlønning på toppen i arbeidslivet", *Økonomisk Forum*, nr. 9, s. 37.

Dittman, I. og Maug, E. G. (2007) "Lower salaries and no options? On the optimal structure of executive pay", *Journal of Finance*, Vol. LXII, nr 1.

DnB NOR (2007a) "Årsrapport 2006".

DnB NOR (2007b) "Generalforsamlingsprotokoll", 24. april, www.dnbnor.com/veddnbnorno/01/12/proto062.pdf

E24 (2007a) "NHHs Vårkonferanse: Statens krav til lederlønn svekker lønnsomheten", 22. mai, <http://e24.no/makro-og-politikk/article1798655.ece>

-
- E24 (2007b) ”Folketrygdfondet: Stiller strenge krav til opsjoner”, 20. mai, <http://e24.no/naeringsliv/article1795318.ece>
- E24 (2007c) ”Rød offensiv i børsgigantene”, 25. april, <http://e24.no/boers-og-finans/article1756618.ece>
- E24 (2007d) ”Går glipp av 24 mill.”, 17. februar, <http://e24.no/boers-og-finans/article1647105.ece>
- E24 (2006a) ”Lønnsmyggen Lund kan få pålegg”, 20. desember, <http://e24.no/naeringsliv/article1576289.ece>
- E24 (2006b), ”Børssjefen frykter kursfall”, 9. desember, <http://e24.no/boers-og-finans/article1563301.ece>
- E24 (2006c), ”Opsjonsbråket: Årslønn rett i lomma”, 16. november. <http://e24.no/selskap/YAR/article1535794.ece>
- Egede-Nissen, H. (2007) ”Utbyttepolitikken – en systemfeil”, Dagens Næringsliv, 6. februar, s. 13.
- Falkeberg, P. og Fjellkårstad, J. (2003) ”Topplederkompensasjon i norske børsnoterte selskaper”, Utredning HAS, Norges Handelshøyskole.
- Gaarud, A. og Nilsen, O. J. G. (2004) ”Ansatteopsjoner ved Oslo Børs: En analyse av anvendelse og strukturering av opsjoner for ansatte i selskaper notert på Oslo Børs”, Siviløkonomutredning finans og finansiell økonomi, Norges Handelshøyskole.
- Gimmestad, J. (2007), “Bonus gir lavt fravær” Forbruker.no, 28. januar, <http://forbruker.no/jobbogstudier/jobb/article1619148.ece>
- Grenness, T. (2006) “Den norske modellen”, Dagens Næringsliv, 29. november, s. 3.
- Hall, B. J. og Murphy, K. J. (2003) “The trouble with stock options”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, nr. 3, s. 49.
- Hegnar Online (2006) ”LO om eierskapsmeldingen”, 8. desember, <http://www.hegnar.no/hegnar/newsdet.asp?id=238285>

Heron, A.R og Lie, E (2006) "What fraction of stock option grants to top executives have been backdated or manipulated?", *Working Paper*.

Heum, P., Nesheim, T., Norhaug, O. og Salvanes, K. G. (2006) *Arbeidsliv i Omstilling*, Fagbokforlaget.

Hole, I. K. (2006) "Brede opsjonsordninger blant selskaper på Oslo Børs: En analyse av virkningen av IFRS 2", Siviløkonomutredning økonomisk styring, Norges Handelshøyskole.

Holstrom, B. og Milgrom, P. (1991) "Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design", *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 7 (Special Issue), s. 24-52.

Hydro (2007a), "Årsrapport 2006".

Hydro (2007b) "Generalforsamlingsprotokoll", 8. mai. http://www.hydro.com/library/attachments/no/investorrelations/general_meeting/genfors_prot_2007_no.pdf

Kaplan, R. S. og Atkinson, A. A. (1998) *Advanced management accounting*, Prentice Hall, New Jersey.

Kigen, A. (2005) "Ny undersøkelse: Toppledere sakker akterut", *Horisont*, nr. 4, s. 82.

Kim, O. og Suh, Y. (1993) "Incentive efficiency of compensation base on accounting and market performance", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, nr. 1-3, s. 25.

Kongsberg Gruppen (2007) "Protokoll fra ordinær generalforsamling 2006 i Kongsberg Gruppen ASA", http://www.kongsberg.com/dokumenter/generalforsamling/kog/protokoll_generalforsamling2007.pdf

Kongsberg Gruppen (2006), "Annual Report 2005: Our most important markets".

KPMG (2006) "Regnskapsføring av opsjoner til ansatte", <http://www.kpmg.no/arch/img/9182283.pdf>

Lambert, R.A., Larcker, D.F. og Baker, G.P. (1987) "An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts; Discussions", *Journal of Accounting Research*, vol. 25, s. 85.

Lie, E. (2005) "On the Timing of CEO Stock Option Awards", *Management Science*, Vol 51, No 5 pp. 802- 812

LO (2006), "Kort om LO", 14. februar, http://www.lo.no/portal/page?pageid=56,42466&_dad=portal&_schema=PORTAL&_pd_i=-141&_pd_c=%20&_pd_v=2602

Lovdata (1997), "Lov om allmennaksjeselskaper", <http://www.lovdata.no/all/nl-19970613-045.html>

Macho-Stadler, I. og Perez-Castrillo, (2001) *An introduction to the economics of information: incentivess and contracts*, 2. utgave, Oxford University Press, New York.

Malkiel, B. G. og Baumol, W. J. (2002) "Stock Options Keep the Economy Afloat", *Wall Street Journal*, Vol. 239, nr. 66, s. 18.

Moen, E. R. og Riis, C. (2006) "Opsjoner er viktig", *Dagens Næringsliv*, 5. desember, s. 3.

Murphy (1999) "Executive compensation" Chapter 38, *Handbook of Labour Economics*, North-Holland 1998.

NA24 (2006a) "Et gledelig mageplask" 8. desember, <http://www.na24.no/naeringsliv/article829241.ece>

NA24 (2006b) "Blåser i ministeren", 8. desember, <http://www.na24.no/naeringsliv/article829392.ece>

NHO (2006a) "Eierskapsmeldingen: Må ikke gå i rolleblandingsfella" 8. desember, <http://www.nho.no/naeringsutvikling/article17625.html>

NHO (2006b) "Er bonus lønnsomt?", www.nho.no/files/DM-59020-v1-veiledning_bonus.pdf

NHO (2005) "Kort om NHO", 1. august, http://www.nho.no/kort_om_nho/

NHO (2001) "Godtgjørelse til toppledere", januar, www.nho.no/files/Ledergodtgjorelse.pdf

Norges Offentlige Utredninger (2000) "En strategi for sysselsetting og verdiskaping", nr. 21. <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/NOUer/2000/NOU-2000-21.html?id=117571>

NTB (2006a) "Opposisjonen: Syltynn eierskapsmelding", NTBtekst, 8. desember.

NTB (2006b) ”Telenor fortsetter å vokse”, NTBtekst, 8. desember.

NUES (2006) Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, <http://www.nues.no/filestore/Norskanbefalingforeierstyringogselskapsledelse2006.pdf>

Nærings- og handelsdepartementet (2007a) ”Regjeringens eierskapspolitikk”, http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/Tema/Eierskap/Statlig-eierskap/Regjeringens-eierskapspolitikk.html?id=382882&e_pslanguage=NO

Nærings- og handelsdepartementet (2007b), ”Om departementet”, <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dep.html?id=714>

Nærings- og handelsdepartementet (2006a) St. Meld. Nr. 13 (2006-2007) Et aktivt og langsiktig eierskap, 8. desember.

Nærings- og handelsdepartementet (2006b) Retningslinjer for statlig eierskap: Holdning til lederlønn, 8. desember.

Oslo Børs (2007a) ”Corporate Governance – definisjoner” <http://www.oslobors.no/servlet/BlobServer?blobtable=Document&blobheader=application%2Fpdf&blobwhere=1043746327485&blobcol=urlblob&blobkey=id&1043746327485.pdf>

Oslo Børs (2007b) ”OSEBX: Oslo Børs Benchmark Index” http://www.oslobors.no/ob/aksjeindekskursutvikling?menu2show=1.6.2.1.&p_instrid=ticker.ose.OSEBX&p_period=1D

Pedersen, J. G. (2006) ”Lederlønninger og opsjoner”, Nærings- og handelsdepartementet. <http://www.regjeringen.no/upload/kilde/nhd/nyh/2006/0089/ddd/pdfv/300892-eierskap06-lederlonnopsjoner.pdf>

Rosengren, M. (2003) ”Stock option compensation in Finland: an analysis of economic determinants, contracting frequency, and design”, *Working Papers* No. 496, Swedish School of Economics and Business Administration, Helsinki, 1. august.

Satterfield, B. (2002) ”Evaluating long-term incentive alternatives” *Benefits Quarterly*, vol. 18, nr. 3, s. 17.

Småbedriftsforbundet (2006) ”Opsjoner må ikke fjernes”, Leder, 16. november, http://www.smaabedriftsportal.no/artman/publish/article_241.shtml

Statistisk Sentralbyrå (2006) ”Tabell 8: Utvikling i lønn for ledere i aksjeselskap og børsnoterte selskap. Selskap med 25 lønnsforhold og over. Identiske menn og kvinner. 2004 og 2005”, <http://www.ssb.no/emner/06/05/lonnltreg/tab-2006-06-27-08.html>

Statoil (2007a) ”Årsrapport 2006”.

Statoil (2007b) ”Protokoll fra ordinær generalforsamling i Statoil ASA”, 15. mai.

Telenor (2007a) ”Årsrapport 2006”.

Telenor (2007b) ”Protokoll fra ordinær generalforsamling i Telenor ASA 15. mai 2007”, 15. mai.

Ukeavisen Ledelse (2007) ”Grønnere gress i utlandet”, 30. april.

Venstre (2006) ”Symbolendringer i eierskapsmeldingen”, 8. desember, <http://www.venstre.no/politikk/smaabedrift/181>

VG (2006) ”Refser opsjonene – DnB NOR-topp Svein Aaser: Toppledere må klare seg uten”, 28. desember, s. 13.

Wallevik, K. (2005) ”Eierskapsstruktur styrende for corporate governance”, Foredrag 25. oktober, www.agderforskning.no/download/sios/Kristin%20Wallevik,%20Agderforskning.pdf

Yara (2007a) ”Årsrapport 2006”.

Yara (2007b) ”Generalforsamlingsprotokoll”, http://www.yara.com/library/attachments/en/investor_relations/20070510_gf_protokoll_no.pdf

Yermack, D. (1997) ”Good timing: CEO stock option awards and company news announcements”, *Journal of Finance*, vol. 52, s, 449-476.

Vedlegg 1: Allmenaksjeloven § 6-12

§ 6-12. *Forvaltningen av selskapet*

(1) Forvaltningen av selskapet hører under styret. Styret skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten.

(2) Styret skal fastsette planer og budsjetter for selskapets virksomhet. Styret kan også fastsette retningslinjer for virksomheten.

(3) Styret skal holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling og plikter å påse at dets virksomhet, regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll.

(4) Styret iverksetter de undersøkelser det finner nødvendig for å kunne utføre sine oppgaver. Styret skal iverksette slike undersøkelser dersom dette kreves av ett eller flere av styremedlemmene.

(5) Hvis det er avtalt at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling, jf § 6-35 annet ledd, har styret den myndighet som fremgår av § 6-37 fjerde ledd.

(Lovdata, 1997)

Vedlegg 2: Allmennaksjeloven § 6-16a

§ 6-16a. Erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte

(1) Styret skal utarbeide en erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til daglig leder og andre ledende ansatte. I vedtektene kan det fastsettes at erklæringen skal utarbeides av et annet organ. Erklæringen skal omfatte lønn og i tillegg godtgjørelse i form av:

1. naturalytelser,
2. bonuser,
3. tildeling av aksjer, tegningsretter, opsjoner og andre former for godtgjørelse som er knyttet til aksjer eller utviklingen av aksjekursen i selskapet eller i andre selskaper innenfor det samme konsernet,
4. pensjonsordninger,
5. etterlønsordninger,
6. alle former for variable elementer i godtgjørelsen, eller særskilte ytelser som kommer i tillegg til basislønnen.

(2) Erklæringen skal inneholde retningslinjer for fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse som nevnt i første ledd for det kommende regnskapsåret. Retningslinjene bør angi hovedprinsippene for selskapets lederlønnspolitik. Retningslinjene skal angi om det skal kunne gis godtgjørelse i tillegg til basislønn, om det skal settes vilkår eller rammer for slik godtgjørelse, og hva disse i så fall går ut på, samt eventuelle ytelseskriterier eller andre tildelingskriterier. Retningslinjene for ordninger som nevnt i første ledd tredje punktum nr 3 er bindende for styret, hvis ikke noe annet er fastsatt i vedtektene. For øvrig er retningslinjene veiledende, men det kan fastsettes i vedtektene at de skal være bindende. Dersom styret i en avtale fraviker retningslinjene, skal begrunnelsen for dette angis i styreprotokollen.

(3) Erklæringen skal også inneholde en redegjørelse for den lederlønnspolitikken som har vært ført det foregående regnskapsåret, herunder hvordan retningslinjene for lederlønsfastsettelsen er blitt gjennomført.

(4) Erklæringen skal dessuten gi en redegjørelse for virkningene for selskapet og aksjeeierne av avtaler om godtgjørelse som nevnt i første ledd tredje punktum nr 1 til 6 som er inngått eller endret det foregående regnskapsåret.

Tilføyd ved lov 15 des 2006 nr. 88 (i kraft 1 jan 2007 iflg. res. 15 des 2006 nr. 1432).

(Lovdata, 1997)

Vedlegg 3: Allmennaksjeloven § 5-6

§ 5-6. Ordinær generalforsamling

(1) Innen seks måneder etter utgangen av hvert regnskapsår skal selskapet holde ordinær generalforsamling.

(2) På den ordinære generalforsamlingen skal følgende saker behandles og avgjøres:

1. godkjenning av årsregnskapet og årsberetningen, herunder utdeling av utbytte;
2. andre saker som etter loven eller vedtektene hører under generalforsamlingen.

(3) Den ordinære generalforsamlingen skal også behandle styrets erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte etter § 6-16 a. Det skal holdes en rådgivende avstemning over styrets retningslinjer for lederlønnfastsettelsen. Retningslinjer om ytelser som nevnt i § 6-16 a første ledd tredje punktum nr 3 skal godkjennes av generalforsamlingen.

(4) Årsregnskapet, årsberetningen, revisjonsberetningen, bedriftsforsamlingens uttalelse etter § 6-37 tredje ledd og styrets erklæring etter § 6-16 a skal senest en uke før generalforsamlingen sendes til hver aksjeeier med kjent adresse.

Endret ved lov 15 des 2006 nr. 88 (i kraft 1 jan 2007 iflg. res. 15 des 2006 nr. 1432).

(Lovdata, 1997)

Vedlegg 4: Spørsmål til selskaper med opsjoner

1. Hva mener dere er det som motiverer ledere mest?
2. Hvorfor har dere valgt opsjoner som insentiv for deres ledere?
3. Hva gjør opsjoner til et godt insentiv?
4. Hva er formålet med opsjonsordningen deres?
5. Hvordan mener dere at opsjoner fungerer som insentiv når aksjekursen også følger generelle markedssvingninger?
6. Hva synes dere om at eierskapsmeldingen nå forbyr dere å innføre nye opsjonsprogram?
7. Hva mener dere kan være et alternativ for langsiktig insentiv for ledere når muligheten for bruk av opsjoner forsvinner?
8. Hva mener dere er konsekvensene av et mer aktivt statlig eierskap?
9. Hva slags betydning vil eierskapsmeldingen ha for utforming av insentivprogram i fremtiden?
10. Har bråket rundt opsjoner det siste året har fått dere til å revurdere ordningene?
11. Ser dere for dere at programmene vil endres før utløpstiden? Hva kan i tilfelle trigge dette?

Vedlegg 5: Spørsmål til selskaper uten opsjoner

1. Hva mener dere motiverer ledere mest?
2. Hvorfor har dere valgt å ikke ha et opsjonsprogram for deres ledere?
3. Hva er et bedre alternativ for langsiktige insentiver?
4. Har eierskapsmeldingen noen påvirkning på hvordan dere vil utforme fremtidige bonusprogram?
5. Hva mener dere er konsekvensene av et mer aktivt statlig eierskap?
6. Har medieomtaler av opsjonsordninger hatt noe å si for at opsjoner ikke brukes av dere?
7. Hva er formålet med bonusordningene? Hva måles? Hvilke mål skal nås?

Vedlegg 6: Spørsmål til LO

1. Mener dere at det nå var på høy tid at staten tok en mer aktiv rolle som eier?
2. Hva synes dere om det eierskapsmeldingen sier om opsjoner spesielt og insentivlønn generelt?
3. Hva mener dere konsekvensen av eierskapsmeldingen på opsjoner og insentivlønn vil være?
4. Ville effekten eventuelt vært sterkere om meldingen hadde tilbakevirkende kraft? (Jfr opsjonsprogram som varer frem til 2013)
5. Tror dere meldingen vil bidra til at debatten om opsjoner og grådighet vil stilne, eller vil den fortsette til alle opsjonsprogram er ute?
6. Tror dere at virkningene vil forplante seg ut i det private næringsliv?
7. Hva er deres holdninger til prestasjonslønn? (hvordan kan man belønne og oppmuntre til å forbedre resultater med kun fastlønn?)
8. Hva slags type prestasjonslønn er bra?
9. Er norske ledere grådige, og er opsjoner et resultat av en grådighetskultur som har oppstått i de senere år?
10. Hvordan ser dere på norske lederlønninger i forhold til hva man ser i utlandet? Tror dere vi vil se en utvikling i Norge som vil ha likhetstrekk med det som er observert i USA og Europa?
11. Tror dere en konsekvens av å bremse på prestasjonslønn vil føre til økt fastlønn for ledere? Er dette i tilfelle et ønsket scenario?

Vedlegg 7: Spørsmål til NHO

1. Hva synes dere om det eierskapsmeldingen sier om opsjoner spesielt og insentivlønn generelt?
2. Hva mener dere konsekvensen av eierskapsmeldingen på opsjoner og insentivlønn vil være for de delvis statlige selskapene?
3. Tror dere at virkningene vil forplante seg ut i det private næringsliv?
4. Mener dere at det kan være skadelig at staten nå tar en mer aktiv rolle som eier?
5. Kan det bli vanskelig for selskapene å tiltrekke seg gode ledere uten opsjoner eller store bonusavtaler?
6. Hva er deres holdninger til prestasjonslønn?
7. Hva slags type prestasjonslønn anbefaler dere?
8. Hva mener dere om påstanden om at opsjoner var et ”motefenomen” på 90tallet, og at utviklingen internasjonalt tilsier at bruk av opsjoner uansett vil gå ned?
9. Er norske ledere grådige, og er opsjoner et resultat av en grådighetskultur som har oppstått i de senere år?
10. Tror dere en konsekvens av å bremse på prestasjonslønn vil føre til økt fastlønn for ledere? Er dette i tilfelle et ønsket scenario?

Vedlegg 8: Spørsmål til NHD

1. Hvorfor var det nødvendig for staten å lage nye retningslinjer for lederavlønning på dette tidspunktet?
2. Var press fra media og fagforeninger en medvirkende årsak til at eierskapsmeldingen ble utformet?
3. Hvorfor valgte dere å ikke gi meldingen en tilbakevirkende kraft?
4. Ser dere det som et problem at nåværende opsjonsavtaler løper så langt frem i tid som til 2013? Vil dette tilsi at debatten kan fortsette i mange år fremover?
5. Kan en konsekvens bli at staten avvikler eksisterende opsjonsprogrammer, dersom det kommer frem nye avsløringer om rekordutbetalinger?
6. Har det tidligere eksistert retningslinjer for statens representanter i generalforsamlinger?
7. Kan meldingen avvikles eller endres dersom vi får en ny regjering i 2009?
8. Har dere sett mye til Sverige under utformingen av meldingen? Hva vet dere om konsekvensene av den svenske meldingen?
9. Hvorfor har dere valgt å godkjenne opsjonsprogram, som for eksempel hos Cermaq, så sent som i juni 2006?
10. Er eierskapsmeldingen absolutt? Må den tolkes bokstavlig, eller er det rom for å forhandle om lønnsvilkår utover de grensene som er satt?
11. I forhold til aksjeloven må man ta hensyn til minoritetsinteresser i selskapet, hvordan ser dere på dette i forhold til begrensningene dere har satt på lederlønn i eierskapsmeldingen?