



NORGES HANDELSHØYSKOLE
BERGEN, VÅREN 2009

Finnes det en sammenheng mellom bedrifters resultater og utbetaling av styrehonorar?

Av

Hege Tangen Olsen og Marit Fageraas Øien

Veileder: Førsteamanuensis Jarle Møen

Masterutredning i fordypningsområdet finansiell økonomi

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon 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 av utredningen

Denne utredningen undersøker om det finnes en sammenheng mellom bedriftens avkastning, målt ved roa, og kompensasjon til styret.

I hovedanalysen finner vi at selskaper som utbetaler styrehonorar kjennetegnes med at de er store og har eksistert lenge. Selskaper med høy gjeldsgrad og høy roa i tidligere år har mindre sannsynlighet for å utbetale styrehonorar i år.

Videre finner vi ved OLS at kompensasjon av styret er positivt drevet av størrelsen på selskapet, mens roa denne perioden og gjeldsgrad påvirker negativt. På endringsform finner vi at vekst i fjorårets roa gir større sannsynlighet for økt utbetaling av styrehonorar denne perioden.

Bedriftens resultat er negativt påvirket av utbetaling av styrehonorar i år og ett år tilbake, det samme gjelder årets lønn til daglig leder. På endringsform finner vi at vekst i utbetaling av styrehonorar i fjor gir en negativ effekt på veksten i bedriftens roa.

Et siste funn er at lønn til daglig leder har økt de siste årene, i motsetning til styrehonorar som har holdt samme nivå.

Forord

Vårt siste studieår startet med turbulente tider i de internasjonale finansmarkedene. I flere forelesninger ble corporate governance et sentralt tema. Det ble diskutert hvorvidt store deler av finanskrisen kunne vært unngått, eller i det minste blitt redusert, om man hadde hatt større fokus på bedre eierstyring og kontroll. Vi drøftet konsekvensene av hva dårlig corporate governance kan føre til, og hva det faktisk har ført til i mange selskaper.

Disse diskusjonene og all omtale i media fikk oss til å ville vite mer om corporate governance. Vi var spesielt interesserte i norske selskapers fokus på corporate governance, ettersom de fleste anbefalinger og artikler vi har lest stammer fra USA og UK. Etter god hjelp fra veileder Jarle Møen fant vi frem til et spennende tema med utgangspunkt i norske selskaper.

Arbeidet med oppgaven har vært interessant og lærerikt, og en fin avslutning på mange års studier.

En stor takk rettes til veileder Jarle Møen for god veiledning, og Heidi Fredriksen for korrekturlesing!

Bergen, 12.06.09

Hege Tangen Olsen

Marit Fageraas Øien

Innhold

Sammendrag av utredningen	1
Forord	2
Innhold	3
DEL 1: TEORI	7
1. Innledning.....	7
2. Corporate Governance.....	9
2.1 Sentrale prinsipper og temaer	11
2.2 Corporate Governance i Norge.....	12
3. Styrets oppgaver	14
3.1 Hvorfor har bedrifter et eget styre?	14
3.2 Insentiver for å være styremedlem	16
3.3 Hva er styrets rolle?.....	16
3.3.1 Styrollerollens dimensjoner.....	20
3.4 Bedriftens livssyklus og styrets rolle.....	20
3.4.1 Styrets rolle i nyetablerte bedrifter.....	21
3.4.2 Styrets rolle i bedrifter i vekst.....	21
3.4.3 Når bedriften er i krise	21
3.5 Styreleders rolle	22
4. Styrets sammensetning	24
4.1 Formelle lover.....	24
4.1.1 Styrets størrelse og daglig leder som styreleder	24
4.1.2 Valg av styremedlemmer	24
4.1.3 Kvinner i styret	25
4.1.4 Ansatte som styremedlemmer.....	25
4.2 Avhengige og uavhengige styremedlemmer	26
4.3 Størrelse	29
4.4 Diversitet	29
4.5 Kvinner i styrene	30
4.6 Styremedlemmer med flere styreverv.....	31
4.7 Interlocking.....	33
4.8 Styre i datterselskap	34

4.9 Aktive / Passive styremedlemmer	35
4.10 Daglig leder som styremedlem	36
4.11 Andel ansatte valgt i styret	37
4.12 Oppsummert	39
5. Incentiver og lønssystem	40
5.1 Hvordan er belønningen av styret?.....	40
5.1.1 Fast lønn.....	40
5.1.2 Tilbakebetaling av reiseutgifter	41
5.1.3 Aksjeopsjoner	41
5.1.4 Frynsegoder.....	41
5.1.5 Utbetaling av styregodtgjørelse i Norge	42
6. Gjennomgang av litteraturen	45
7. Resultatmål.....	48
7.1 Ulike resultatmål.....	49
7.1.1 Return on Equity: ROE.....	49
7.1.2 Return on Assets: ROA.....	49
7.1.3 Return on Invested Capital: ROIC	50
7.1.4 Driftsmargin = Driftsresultat / Omsetning.....	50
7.2 Valg av resultatmål	50
DEL 2: DATA OG METODE	51
8. Datagrunnlag	51
8.1 Trimming av materialet	51
8.1.1 Konstruksjon av datasettet	51
8.1.2 Fjerning av observasjoner	51
8.1.3 Genererer nye variabler til datasettet	53
8.1.4 Fjerne ekstremverdier	55
8.2 Diskuter forskjeller ved valg av høyre- og venstreside variabler	58
8.2.1 Variabelliste:	59
8.3 Statistisk teori	60
8.3.1 Analyseverktøy	61
8.3.2 Førstedifferansemetoden.....	61
8.3.3 Spuriøs regresjon.	62
8.3.4 Latent variabelmodell	64

8.3.5 Statistiske problem.....	65
8.3.6 Hypotesetesting.....	68
9. Test av forutsetninger.....	70
9.1 Multikollinearitet.....	70
9.2 Heteroskedastisitet.....	70
9.3 Autokorrelasjon	71
9.4 Normalfordeling	72
9.5 Oppsummering av testene	73
DEL 3: ANALYSE OG RESULTATER	74
10. Analyse.....	74
10.1 Deskriptiv analyse	74
10.1.1 Beskrivelse av styrehonorar variabelen	74
10.1.2 Sammenligning av daglig leders lønn og utbetaling av styrehonorar	75
10.1.3 Beskrivelse roa.....	77
10.1.4 Forkjeller mellom bedrifter i ulike livssyklusfaser	77
10.1.5 Forskjeller på tvers av næringer.....	79
10.2 Hovedanalyse.....	81
10.2.1 Hva karakteriserer selskaper som betaler mye/lite i honorar	81
10.2.2 Hvilke faktorer påvirker utbetaling av styrehonorar?	83
10.2.3 Hva driver resultatmålet?	87
10.3 Robusthetssjekk.....	92
11. Konklusjon	94
12. Kritikk av oppgaven	96
Kilder.....	97
Vedlegg	102
Nacekoder to siffer brukt i datasettet (SSB).....	102
NUES fjorten punkter for god eierstyring og selskapsledelse:.....	105
Beskrivelse av variabler.....	110
Observasjoner av styrehonorar inndelt etter næringer.....	110
Do-filer	112
Lager datasettet	112
Begrensninger	114
Test av forutsetninger ved bruk av analyseverktøy	114

Deskriptiv analyse.....	115
Hovedanalyse	119
Hva driver resultatmålet?	122
Robusthetssjekk med driftsmargin.....	125
Vanlig regresjon ols	126
Førstedifferansemetoden.....	127

DEL 1: TEORI

1. Innledning

I senere år har corporate governance blitt et sentralt tema. Turbulente tider har ført til at agent problemer mellom aksjonærene og bedriftens ledelse har fått økt fokus. Skandaler slik som Enron og Société General har ført til at det har blitt stilt spørsmålstegn ved kontrollen av den daglige driften av selskaper. Ledelse som manipulerer regnskap og driver uetisk virksomhet er bare eksempler på noen av de problemstillingene som har vært i avisenes søkelys.

For å redusere insentivkonflikter som oppstår mellom ledelse og eiere i et selskap oppretter selskapene separate styrever som skal arbeide for å fremme eiernes interesser i den daglige driften. Ledelsen maksimerer sin nytte ved en kombinasjon av økt bedriftsverdi og personlig forbruk av bedriftens frynsegoder. Aksjonærene på sin side ønsker kun å maksimere selskapets verdi. Styrets arbeid er dermed å minimere ledelsens konsum av frynsegoder ved å sørge for best mulig drift av selskapet. For dette arbeidet mottar de en godtgjørelse, styrehonorar. Ut i fra dette vil det kunne tenkes at økt utbetaling av styrehonorar gir styret insentiv til å arbeide enda hardere for å oppnå målet om å maksimere bedriftens verdi. Høye styrehonorar kan også være en indikator på at selskapet ønsker å skaffe seg de dyktigste styremedlemmene, med høyest kompetanse og erfaring, som vil være med på å løfte bedriften fremover.

Med utgangspunkt i dette blir formålet med oppgaven å se om det eksisterer en sammenheng mellom utbetaling av styrehonorar og bedriftens avkastning. Vil økt utbetaling av styrehonorar tilsi at bedriftene oppnår et bedre resultat?

Vi har benyttet et datasett bestående av regnskapstall og resultater over perioden 1992-2005 for omtrent 150 000 norske selskaper. Etter begrensninger og trimming av materialet satt vi igjen med nesten 500 000 observasjoner over en tiårsperiode. Vi har benyttet analyseverktøyene Probitmetoden, OLS og førstedifferanse.

Med utgangspunkt i utbetaling av styrehonorar og selskapets total kapitalrentabilitet (roa, return on assets) har vi gjort to analyser; én hvor vi ser på karakteristikker ved selskaper som betaler styrehonorar og hva som driver utbetalingen av styrehonorar, og én hvor vi undersøker hvorvidt styrehonorar kan forklare om bedriften gjør det godt.

Våre resultater tyder på at selskaper som utbetaler styrehonorar i Norge er store selskaper som har eksistert i flere år. Noe overraskende finner vi at selskaper med høy roa i tidligere år har mindre sannsynlighet for å utbetale styrehonorar i dette året. Også økt gjeldsgrad reduserer sannsynligheten for å utbetale styrehonorar.

Ved OLS finner vi at utbetalingen av styrehonorar blir drevet av størrelsen på selskapet i positiv retning, mens gjeldsgrad og årets roa har negativ innvirkning. På endringsform derimot, finner vi at en økning i fjorårets roa gir en positiv vekst i årets styrehonorar, mens økning i fjorårets styrehonorar virker negativt på denne periodens styrehonorar. De motstridene resultatene fra OLS og førstedifferanse kan skyldes at OLS ikke tar hensyn til endogenitetsproblemet. Også ved førstedifferanse er det en positiv sammenheng mellom størrelse og styrehonorar, økt størrelse gir vekst i honorarer, mens en økning i gjeldsgrad fører til reduksjon av styrehonorarene. Førstedifferanse resultatene er i tråd med lignende studier, som finner en positiv sammenheng mellom styrehonorar og bedriftens resultater.

I vår andre analyse, der roa er avhengig variabel, finner vi ved OLS at utbetaling av styrehonorar i år og i fjor har negativ betydning på bedriftens roa. Det samme gjelder utbetaling av lønn til daglig leder i år. Økt gjeldsgrad gir også negativ innvirkning, mens større bedrifter har høyere roa. Ved bruk av førstedifferanse finner vi at bedrifter som økte styrehonoraret forrige år eller øker andelen gjeld i selskapet denne perioden, vil få en negativ effekt på roa denne perioden. Videre fant vi en positiv effekt på resultatet hvis selskapet øker sin størrelse. I dette tilfellet får vi ingen signifikant sammenheng mellom endring i bedriftens roa og endring i lønn til daglig leder.

Et annet funn fra analysen vår er at styrehonorarene ikke har hatt den samme økningen som lønn til daglig leder, men har tilnærmet stått stille over en tiårsperiode. Dette kan være en av grunnene til at utbetaling av styrehonorar ikke påvirker bedriftens resultat slik som forventet.

2. Corporate Governance

”Corporate Governance” er et samlebegrep for eierstyring og selskapsledelse, og dreier seg i stor grad om mekanismene som brukes mellom eierne, styret og ledelsen i et selskap. Begrepet Corporate Governance omhandler også i noe videre forstand forhold til andre enn eiere, som for eksempel ansatte, kreditorer, lokalsamfunn, og andre som selskapet har et forhold til.

Det er vanskelig å finne gode utfyllende definisjoner av Corporate Governance, og det finnes en mengde forskjellige. OECD gir følgende definisjon:

“*Corporate governance:*

. . . involves 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. Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and shareholders and should facilitate effective monitoring, thereby encouraging firms to use resources more efficiently”

OECD Principals of Corporate Governance, 1999

Corporate Governance debatten startet allerede for over 100 år siden ved opprettelsen av de første aksjeselskapene. Denne formen for eierskap rangeres i dag som kanskje den viktigste organisatoriske nyvinningen i selskaphistorien. Men aksjeselskapet førte også til en separasjon av eierskap og kontroll, som er roten til de mange prinsipal-agent problemene, her definert av Jensen & Meckling (1976) som ”en kontrakt der en eller flere personer (Prinsipal) engasjerer en annen person (Agent) til å uttøve visse tjenester på deres vegne, som involverer delegering av beslutningsmakt til agenten.” Når man trenger agenter til å styre bedriften slik prinsipalen ønsker oppstår det agentkostnader. Disse kostnader inkluderer strukturering, implementering og overvåking av kontrakter mellom prinsipalen og agenten. Prinsipal-agent problemet oppstår fordi kontrakter er kostbare å skrive og verifisere. Dette som oftest på grunn av tre årsaker;

1. Informasjonsasymmetri der agenten sitter på mer informasjon enn prinsipalen

2. Interessekonflikter der agentens insentiver avviker fra prinsipalens, og agenten maksimerer sin egen nytte isteden for å maksimere prinsipalens nytte
3. Risikoaversjon og usikkerhet, kan føre til at agenten velger det sikre og mindre lønnsomme i frykt for selskapets og sin egen posisjon.

Forskning har vist (Core et al. 1999) at en svak governance struktur fører til større agentproblemer som kan gi økt konsum av personlige goder for ledelsen, og deretter føre til dårligere resultat for bedriften.

Et sentralt tema i corporate governance er hvordan man best beskytter de rettighetene som ligger i kontraktene selskapet utsteder, med spesielt fokus på aksjonærene. Kontraktsbeskyttelse oppnås i stor grad gjennom rettsapparatet. Forskning har påvist en signifikant empirisk samvariasjon mellom et lands selskapsrettslige tradisjoner og graden av kontraktsbeskyttelse (Eckbo, 2006). Man skiller i denne sammenhengen mellom to ulike tradisjoner; engelsk "common law" og fransk "civil law". En viktig forskjell mellom disse to tradisjonene ligger i graden av fleksibilitet når det gjelder oppdatering av lovverket. I engelsk common law har lovene en tendens til å være mer oppdatert ettersom det er løpende rettsavgjørelser som brukes til å etablere en ny lov. I tillegg er det engelske systemet mer uavhengig av styresmaktene. La Porta et al.(2008) har gjort en rekke studier der de har sett på i hvilken grad de ulike rettstradisjonene gir ulik investorbekyttelse. Det har vist seg at land med engelsk common law tradisjon har klart bedre aksjonærbeskyttelse, kreditorbeskyttelse, større rettslig uavhengighet og mindre korrupsjon. I tillegg har disse landene også høyest økonomisk produktivitet. Unntaket er de skandinaviske landene som har et lovsystem som følger den franske tradisjonen, men som likevel har høyest bruttonasjonalprodukt per innbygger, og klart lavest korrupsjon.

Som en konsekvens av bedre investorbekyttelse spiller aksjemarkedet en større rolle i land med den engelske tradisjonen; investorbekyttelsen gjør at man ikke trenger å ha stor eierandel for å ha rettigheter og innflytelse, og bedre beskyttelse gjør deg mer villig til å tilby kapital via aksjekontrakter. I land som følger den franske rettstradisjonene er aksjemarkedet mindre utviklet (Eckbo, 2006). Flere selskaper er finansiert av familier og banker, og det er en større grad av krysseierskap og pyramidestrukturer der et selskap holder aksjer i et annet selskap som igjen holder aksjer i et tredje selskap. Investorbekyttelsen er svakere i disse landene og for å sikre seg selv har investorene ofte høye eierandeler. I land som USA og UK

har man god investorbeskyttelse og man observerer stor grad av spredt eierskap med mange små eiere. Dermed kan eierskapskonsentrasjon være en indikator på kvaliteten av investorbeskyttelse.

Spredt eierskap kan føre til at høyere kompensasjon må betales til ledelsen for å gi dem insentiver, mens ved konsentrert eierskap er dette ofte ikke nødvendig fordi båndene er tettere og det er lettere å observere ledelsen. Dette kan være en av grunnene til at man ser store forskjeller i kompensasjonspakker i land med forskjellige rettstradisjoner.

2.1 Sentrale prinsipper og temaer

(Faremo, 2007)

<p>Aksjonærer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Veldefinerte vedtekter og målsetninger • En aksje = en stemme • Lik og samtidig tilgang til informasjon • Likebehandling av aksjonærer i forretningsmessige sammenhenger • Transaksjoner med nærstående etter armlengdeprinsippet 	<p>Styret</p> <ul style="list-style-type: none"> • Uavhengige styrerepresentanter • Kriterier og rutiner for nominering og valg av nye styremedlemmer • Eventuelle underutvalg/komiteer av styret • Årlig evaluering av styrets arbeid
<p>Ledende ansatte</p> <ul style="list-style-type: none"> • Informasjon og åpenhet om kompensasjonsordninger • Årlig evaluering av ledelsen 	<p>Revisjon</p> <ul style="list-style-type: none"> • Uavhengighet • Holdning til tilleggstenester
<p>Kommunikasjon med markedet, aksjonær- og utbyttepolitikk</p> <ul style="list-style-type: none"> • Klar strategisk retning • Kommunisert Corporate Governance • Forutsigbar og kommunisert aksjonær- og utbyttepolitikk • IR Policy for relevant og pålitelig informasjon til investormarkedet 	<p>Finansiell informasjon</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tilgang til pålitelig finansiell informasjon fra selskapet • Internasjonal regnskapsskikk

Corporate Governance har i dag en fremtredende rolle på grunn av de siste tiårs privatiseringer, oppblomstring av store pensjonsfond, overtagelsesbølgen på 80-tallet, deregulering og integrasjon av kapitalmarkeder, Asia krisen i 1998 og ikke minst selskapsskandaler som Enron, WorldCom og Parmalat på starten av 2000 tallet (Becht et al. 2002). Trenden går mot større uavhengighet mellom styret og ledelsen, større åpenhet om driften og ledernes belønningsforhold og mer bruk av styreutvalg for å organisere styrets arbeid bedre (Sandnes et al. 2002).

2.2 Corporate Governance i Norge

Det norske markedet kjennetegnes med relativt konsentrert eierskap i forhold til USA og UK der de fleste selskap er eid av mange små aksjonærer. Gjennom konsentrert eierskap har eierne større insentiver til å drive aktiv overvåkning enn ved spredt eierskap, der ”free-raider” problemet lett oppstår. Norges rettssystem bygger på den franske civil law, men som nevnt skiller den skandinaviske versjonen seg ut ved å ha bedre bruttonasjonalprodukt per innbygger og lite korrupsjon. Dette tyder på at rettsapparatet i Norge fungerer godt for beskyttelse av investorer, men det er likevel opprettet et utvalg for å utarbeide corporate governance statutter.

I Norge er det Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse (NUES) som er ansvarlige for å utgi de norske anbefalingene for eierstyring og selskapsledelse (corporate governance). NUES har til formål å arbeide for god eierstyring og selskapsledelse i foretak som er eller ønsker å bli opptatt til notering på norske regulerte markeder, og i andre foretak med spredt eierskap.

Arbeidet skal fokusere på å:

- utgi den norske anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse
- gjøre anbefalingen kjent blant aktører på finansmarkedene.

NUES er sammensatt av representanter for ulike interessegrupper; eiere, utstedere og Oslo Børs. Følgende ni organisasjoner har etablert NUES og stiller seg bak anbefalingen: Aksjonærforeningen i Norge, Den norske Revisorforening, Eierforum, Finansnæringens Hovedorganisasjon, Norske Finansanalytikeres Forening, Næringslivets Hovedorganisasjon, Norske Pensjonskassers Forening, Oslo Børs og Verdipapirfondenes forening. Anbefalingene ble første gang utgitt i en rapport i 2003, og har siden blitt oppdatert jevnlig etter behov. Siste

versjon ble offentliggjort i desember 2007. Vedlagt ligger NUES 14 punkter for god eierstyring.

Selskaper notert på Oslo Børs skal årlig offentliggjøre en omtale av selskapets prinsipper for eierstyring og selskapsledelse i samsvar med NUES, og selskaper som søker opptak til Oslo Børs må også legge ved en redegjørelse om eierstyring og selskapsledelse i sin søknad (Oslo Børs).

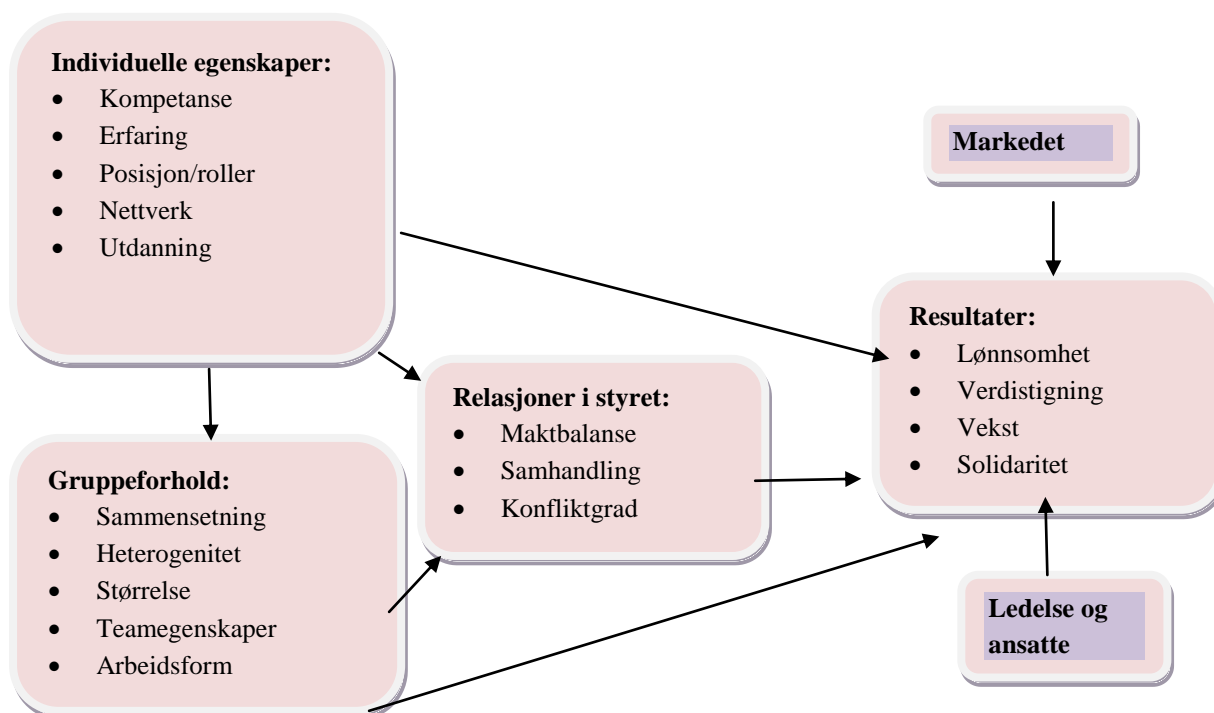
3. Styrets oppgaver

3.1 Hvorfor har bedrifter et eget styre?

Bedrifter benytter seg av et separat styre for å redusere agentproblemet som kan oppstå mellom aksjonærene og ledelsen i bedriften. Disse partene har ulike insentiver; aksjonærene maksimerer sin nytte gjennom bedriftens langsiktige verdiskapning, mens ledelsen som arbeider for aksjonærene, maksimerer sin nytte ved en blanding av fast kompensasjon og konsum av bedriftens frynsegoder. Når ledelsen bruker bedriftens frie kapital på for eksempel ”smøreturer” eller middager, økes deres personlige nytte samtidig som bedriften blir pålagt en ekstra kostnad. Det er derfor nødvendig for aksjonærene å gi ledelsen insentiver til å redusere sitt konsum av slike frynsegoder. Bedriftene oppretter derfor et separat styre som skal bidra til å redusere agent problemet ved blant annet å utarbeide ledelsens kompensasjonspakke og veilede daglig leder i driften av selskapet (Jensen, 1986). Styret er dermed et organ som skal arbeide for å fremme alle aksjonærenes interesser gjennom regulering av bedriftens organisering og planlegging av fremtidig strategi for å maksimere selskapets langsiktige avkastning. Etter aksjeloven § 6-1 er alle aksjeselskap pålagt å ha et styre. Styret er underordnet generalforsamlingen og har overordnede ansvar for driften av selskapet (§ 6-12).

I boken ”Den skjulte styreverden” av Arne Selvik (2001) legges det vekt på at styret skal bidra til å skape resultater for virksomheten. Styret blir sett på som en viktig del av organisasjonen og en verdifull ressurs for bedriften. Deres oppgave er å bidra til at det skapes verdier for eierne, ansatte, kunder, leverandører og samfunnet i sin alminnelighet. For å forklare sammenhengen mellom styreeffektivitet og resultater legges følgende modell til grunn.

Figur 1: Sammenheng mellom styreeffektivitet og resultat



Ut i fra modellen kan man se at virksomhetens resultater i en stor grad bestemmes som en kombinasjon av ledelsens dyktighet og markedets utvikling og konkurransesituasjon. Det viser seg å være en tendens til at når bedriftens resultater er veldig gode eller veldig dårlige, tillegges det større vekt på ledernes egenskaper enn det ofte er grunn til (Selvik, 2001).

Den øverste boksen i modellen tar for seg **individuelle egenskaper** som man trenger for å kunne bære rollen som styremedlem. For å oppnå et best mulig resultat må vedkommende ha den relevante kompetansen og de ferdigheter som kreves. I tillegg kan det være en fordel at styremedlemmet har opparbeidet seg et stort nettverk av kontakter. At styremedlemmene kommer fra ulike utdannelseinstitusjoner vil kunne bidra til en stor spredning innen både kompetanse og nettverk. Siden styret er en gruppe av ulike individer er **gruppeforhold** med på å avgjøre styreeffektivitet. Ved gruppeforhold menes gruppens sammensetning, størrelse og arbeidsformer. Det er viktig at styremedlemmene er gode teamspillere og til en viss grad har ulike ferdigheter. Sammen vil de individuelle egenskapene og gruppeforholdet påvirke **relasjoner i styret**. Maktbalansen i styret bestemmes av to forhold. Det første forholdet er styremedlemmenes posisjon i forhold til aksjonærinteresser og de ansatte. Det andre forholdet er mellom kunnskap og autoritet hos daglig leder og styrets leder. Disse forholdene er med på å bestemme konfliktgraden i styret og er videre avgjørende for resultatet av styrets arbeid.

Hvilket av de ulike punktene under **resultater** som er viktigst (lønnsomhet, verdistigning, vekst eller solidaritet), avhenger av hvilken fase og hvilken konkurransesituasjon bedriften befinner seg i. Styrets hovedoppgave er å maksimere den langsiktige verdiskapningen gitt disse forholdene (Selvik, 2001).

3.2 Insentiver for å være styremedlem

Styremedlemmene har ofte ulike insentiver for å sitte i styret fordi de er drevet av ulike motiver. For at et styremedlem skal gjøre en god innsats er det svært viktig at personen både har insentiver til å påta seg styrevervet og i tillegg er motivert til å gjøre det arbeidet som kreves. Det er ofte insentiver i form av status, godtgjørelse eller ønske om å stifte bekjenskaper i form av nettverksbygging som driver styremedlemmene. Dermed finner man ofte venner av eierne eller andre bekjenskaper i styrene. De har ikke alltid insentiv som bygger på at de har lyst til å gjøre en jobb for bedriften. Styrerommet kan derfor fungere som et utstillingsvindu for personer som vil gjøre karriere på forskjellige områder. Styremedlemmer kan også være motivert av at de ønsker å vise sin kompetanse og dyktighet som leder og beslutningstaker, eller at de klarer å håndtere det juridiske ansvaret som kreves av å sitte i et styre. Motivasjon kan knyttes til styremedlemmens egenutvikling gjennom den lærdom, erfaring og de kontakter som erverves gjennom styrearbeidet. Det ligger ofte mye prestisje i det å få et styreverv (Selvik, 2001).

3.3 Hva er styrets rolle?

Fama & Jensen (1983) ser på styret som ” *the apex of internal decision control systems of organizations*”. Styret har som hovedoppgave å sørge for god selskapsledelse og eierstyring slik at selskapet i det lange løp presterer best mulig. For at styret skal klare dette kreves det at styret har felles interesser med eierne, til enhver tid er fullt informert og er i stand til å ta de rette beslutningene. Retningslinjer utarbeides av styret for at ledelsen og ansatte skal arbeide sammen for å maksimere bedriftens verdi. Styret lager en årlig plan med mål, strategi og gjennomføringen av disse. Intern kontroll innebærer at det legges opp rutiner som sikrer at målene nåes ved å følge opp personalressurser og organisasjon, etiske retningslinjer, kvalitetsstandarder og sertifisering. Styrevervet gjelder som regel over en periode på to år. Dette er oppgitt i § 6-6 i aksje- og allmennaksjeloven: ”*Styremedlemmer tjenestegjør i to år. I vedtektene kan tjenestetiden settes kortere eller lengre, men ikke til mer enn fire år. Ved suppleringsvalg kan kortere tjenestetid fastsettes.*” Samtidig sier loven at hvis ikke nytt

styremedlem er valgt kan nåværende styremedlem bli værende i stillingen til nytt medlem er valgt.

I senere tid har styrets rolle endret seg mye. Det er først og fremst endringer i bedriftenes omverden på det globale planet som utgjør den største forandringen. Rask utvikling og et stort mangfold av nye virksomheter har ført til at det kreves en bevisst styring og samarbeid mellom en kompetent daglig leder og et velfungerende styre. Styret må alltid være oppdatert slik at selskapet fører en konkurransestrategi som er med på trendene. Samtidig må de holde øye med forvaltning av dagens verdier og kontrollere at rutinene følges.

I Morten Huses bok, ”Styret: Tante, barbar eller klan?” (2007) kategoriseres styrets hovedoppgaver i tre;

1. Strategioppgaven:

Strategi kan defineres som utvikling, vedlikehold og styring av selskapets kjernekompetanse for å oppnå langsiktige resultater og overlevelse. Formålet ved bruk av strategi vil være å utvikle ressurser slik at det gir varige konkurransefordeler. Styret skal sette strategi på to plan.

1. Det første er foretaksstrategi. Med dette menes strategi relatert til selskapets virksomhet, det vil si utvikling av ulike beslutninger som omhandler både klargjøring og beslutning av selskapets foretningssidé, langsiktige mål og misjon.
2. Det andre er virksomhetsstrategi hvor man avgjør konkurransestrategi og posisjonering i forhold til konkurrenter ut i fra marked og produkter. En av hovedgrunnene til at styret burde ta seg av den strategiske rollen er at dette gir mulighet til å oppnå kontroll over eventuelle agentproblem. For at styret skal utføre denne oppgaven på best mulig måte er det essensielt at styresammensetningen er slik at medlemmenes ulike kompetanse, kreativitet, erfaringer og synsvinkler blir tatt hensyn til. De må også bidra til å øke ledelsens begrensede syn på virkeligheten samtidig som de bringer nye ideer og visjoner til selskapets stereotypiske beslutningstaking og atferd (Huse 2007).

For å gjennomføre strategioppgaven optimalt er samspillet mellom styret og daglig ledelse viktig. Styret må spille en aktiv rolle ved å jevnlig kontrollere ledelsen og samtidig må ledelsen sikre en effektiv gjennomføring av sine oppgaver. Forholdet mellom de to partene

må derfor være basert på tillit og gjensidig avhengighet. Det anbefales at styret holder egne møter hvor fremtidig strategi står i hovedfokus. Siden styret arbeider ut i fra eierperspektivet vil det forventes at styret i flere tilfeller vil komme frem til en annen strategi enn det ledelsen gjør. Et eksempel på dette er at styret ofte velger integrasjonsstrategi i stedet for diversifikasjonsstrategi med tanke på risiko. Kort sagt er styrets strategiske oppgave å etablere mål og sette kurs for å nå disse gjennom fastsettelse av strategiske planer og hoveddrammene for andre operative planer.

2. Kontrolloppgaven:

Styrets viktigste styringsoppgaver er som følgende:

- påpasselighet ovenfor problemer
- vurdering av daglig ledelse
- fastsettelse av atferdsstandarder

For å utføre kontroll- og styringsoppgaver trenger styret ulike kontrollverktøy. Gjennom økonomisk rapportering slik som regnskap, revisjonsrapporter og selskapets egne økonomiske styringssystem kan styret sikre seg den nødvendige informasjonen og oversikten de trenger for å utføre kontrolloppgaven. Det viktigste styringsverktøyet er å kontrollere regnskap opp mot budsjetter. Rapportene burde ikke bare inneholde finansielle tall. Nøkkeltall som viser omgivelsenes utvikling, selskapets utvikling i forhold til andre, interne forhold og endringer i kritiske forutsetninger burde også rapporteres. For å kontrollere om de ansatte trives og om bedriftskulturen er i tråd med det ønskelige, kan styret gjennomføre holdningsundersøkelser eller medarbeidersamtaler. Kvaliteten på bedriftens produkter kan vurderes gjennom kvalitetsundersøkelser. Det er essensielt at disse analysene gjennomføres regelmessig. Kontrolloppgaven kan deles inn i ulike perspektiv ved regnskapskontroll i nåtid og strategikontroll i fremtid. Samtidig kan man utføre både ekstern og intern kontroll, kvantitativ og kvalitativ kontroll og operativ og strategisk kontroll. Oppsummert består kontrolloppgaven i å passe på at man er på rett vei, eventuelt å gjennomføre korrigerende tiltak hvis det viser seg at man er på feil kurs.

3. Serviceoppgaven

Dette punktet omhandler hvilken mulighet styret har for å bistå og hjelpe selskapet og dets ledelse. Servicefunksjonen til styret kan deles inn i tre oppgaver.

1. Den første oppgaven består i rådgivning til den operative ledelsen. Hvor mye vekt det legges på denne oppgaven bestemmes av daglig leders behov for faglig eller emosjonell støtte. Det kan dreie seg om både spesialisert eller generell rådgivning. Spesialisert rådgivning omfatter områder hvor det kreves en viss type kompetanse eller ferdigheter, mens generell rådgivning gjelder mer allmenne områder slik som ledelse og strategi. For at styret skal utføre rådgivningsoppgaven tilstrekkelig er det derfor nødvendig at styresammensetningen har et bredt kompetansegrunnlag.
2. Den andre oppgaven er representativ medvirkning, også kalt kooptering. Styrets nettverkoppgaver er knyttet både til å få kontroll med og påvirke kritiske elementer i omgivelsene. Man må også klare å knytte kontakt med omgivelsene. Kooptering er den prosessen hvor viktige elementer i omgivelsene tas opp i ledelsen for å avverge trusler mot dens stabilitet eller eksistens. Kooptering omfatter dermed å ta inn personer man er avhengig av i styret, noe som vil bidra til å bygge nye uformelle nettverk. Siden man må ta hensyn til dette eksterne styremedlemmet er prisen man ofte må betale for dette redusert handlefrihet.
3. Den tredje og siste oppgaven er etablering av nettverk og legitimering av selskapet i omgivelsene. Styremedlemmene vil kunne legitimere selskapet i næringslivet og overfor andre interessenter. Oppgaven for å skape legitimitet fører ofte til at godt renommerte og velkjente personer velges inn i styret. Målet er å oppnå et prestisjefyllt styre. Dette har altså mer å gjøre med hvem styremedlemmene er og ikke hva de gjør. Derfor er synliggjøring av styremedlemmene viktig. Behovet for legitimering vil variere med tid og ovenfor hvilken gruppe man vil utøve innflytelse. Det er spesielt i perioder med krise, i forbindelse med nye etableringer og ved generasjonsskifte at det er behov for legitimering. Tillit til styremedlemmene i en legitimeringsprosess er dermed et nøkkelord. Styrets serviceoppgave bidrar til å danne en viss disiplin.

Hermalin & Weisbach (2003) mener at styret må bestemme om de vil beholde daglig leder eller fjerne ham. Daglig leders rolle er knyttet til å planlegge møter og sette agenda. Siden styrets hovedoppgave er å løse problemet knyttet til at daglig leder ikke handler i bedriftens beste, er det viktig at styret har mulighet til å si opp daglig leder hvis han ikke leverer. For å kunne vite om daglig leder gjør en god jobb trenger styret å kunne måle daglig leders effektivitet. Dette kan være en svært krevende jobb siden det er vanskelig å finne et godt mål

for daglig leders arbeidsinnsats som ikke kan manipuleres og som faktisk måler effektiviteten. For å forhindre at styret kan akseptere en fiendtlig overtakelse som vil kunne føre til at ledelsen må gå, kan kontrakten mellom ledelsen og styret inneholde såkalte poison pills¹. Ved bruk av poison pills vil ledelsen bli beskyttet på bekostning av aksjonærene. Styret aksepterer slike poison pills for å signalisere til ledelsen at de har tillit til deres arbeid og at de ønsker å arbeide sammen mot felles mål.

3.3.1 Styrerollens dimensjoner

Styrets foretningmessige oppgaver deles inn i tre dimensjoner (Myklebust, 2007):

1. **Nedstrøms prosesser:** Styret går tilbake i tid og gjennomfører rapportering og kontroll av regnskap, analyser, læring, revisjon og risikoutvikling.
2. **Midtstrøms prosesser:** Observere dagens drift og marked gjennom investeringer, kunder, produksjonsutvikling, produksjon, konkurransevne og compliance.
3. **Oppstrøms prosesser:** Styret bestemmer fremtidsstrategi innen makrotrender og globalisering. Markedsutvikling, teknologi, struktur, organisasjon og kompetanse og risikovurdering står i fokus.

En studie av 728 bedrifter over to år gjort av Senteret for Ledelse og Styrearbeid DA (Jarodd) viser at styrene har en tendens til å fokusere alt for mye på de oppgavene som allerede har blitt gjort enn å se fremover. Styrets tidsfokusering var ”førtidsrettet” hele 47 % av tiden, ”Nå-tidsrettet” i 35 % av tiden og ”fremtidsrettet” bare i 18 % av tiden. Ser en på fordelingen mellom tid på styrets og daglig leders kompetanseområde var styret reelt sett på det operative plan mer enn 80 % av tiden. Dette tyder på at styret bruker alt for mye av sin tid på å overkontrollere daglig leder. For å sikre fremdrift og at bedriften følger med på utviklingen, burde fokuset være rettet mot fremtiden og ikke fortiden. Det er ikke noe fasit svar på hvor mye av tiden som burde brukes på de tre ulike tidsdimensjonene, men fremtiden burde ha hovedfokuset.

3.4 Bedriftens livssyklus og styrets rolle

Hvilket behov selskapet har for å opprette et styre og hvilken rolle dette styret skal spille avhenger av hvor i livssyklusen bedriften befinner seg. Når selskapet befinner seg i

¹ Poison pills gjør at nåværende aksjonærer får et visst antall aksjer ekstra, slik at oppkjøpernes aksjer vil bli utvannet.

etableringsfasen stilles det andre krav til styremedlemmene enn når bedriften er i vekst- eller i moden fase. Det spiller også en rolle om bedriften er inne i en god periode eller om omgivelsene preges av krisetider. Siden disse forholdene varierer vil også den kompetansen som kreves av de ulike styremedlemmene endres med tiden, og dermed også sammensetningen av styremedlemmer (Huse, 2007).

3.4.1 Styrets rolle i nyetablerte bedrifter

I nyetablerte bedrifter påstås det i flere sammenhenger at det ikke er behov for bedriften å ha et eget styre, men i noen tilfeller vil det være en klar fordel. Dette vil være situasjoner slik som ved joint ventures og for entreprenører som trenger hjelp eller egenkapital. Entreprenører har behov for et nettverk hvis de skal lykkes med sin forretningsidé. Personer som skyter inn ny egenkapital vil obligatorisk kreve en plass i styret og dermed vil det bli nødvendig for selskapet å opprette et styre (Huse, 2007).

3.4.2 Styrets rolle i bedrifter i vekst

Bedrifter i vekstfasen har ofte behov for finansiering, og hjelpen kommer gjerne i form av egenkapitalfinansiering eller venturekapitalselskaper. Ved slik finansiering kreves det ofte en plass i styret slik at det er mulig å kontrollere og holde en tett oppfølging av bedriften. Når en bedrift vokser i størrelse vil det i mange tilfeller stilles krav til andre lederferdigheter og kompetanse enn tidligere. Vi ser derfor ofte en endring i styresammensetningen når bedriften er i vekst. Gründeren vil i flere tilfeller trenge en ekstra leder som kan utfylle de manglene personen selv har. I noen tilfeller kan gründeren til og med bli byttet ut med en annen person, fordi han ikke har kapasitet til å gjøre det arbeidet som kreves (Huse, 2007).

3.4.3 Når bedriften er i krise

Når en bedrift er inne i en kritisk fase stilles det spesielt store krav til styret og styrelederen. Problemet med en slik situasjon er at en krise er uavhengig av tidligere kriser slik at det kreves ulike ferdigheter og kompetanse. En krise kan oppstå av både ytre og indre omstendigheter. Eksempel på ytre vil være makroøkonomiske svingninger som fører til nedgangskonjunktur, oppkjøp, nye konkurrenter eller fusjon. Indre kan være problemer knyttet til en leder som opptrer uansvarlig eller blir utmattet, gradvis krise på grunn av dårlig resultater eller at en nøkkelperson dør. Når en krise har rammet bedriften er det viktig at alle styremedlemmene vurderer sin posisjon. For å komme igjennom krisen trenger bedriften den rette kompetansen og det er ikke alltid de eksisterende medlemmer besitter denne. Som styremedlem er det nødvendig å tenke på hva som er det beste for bedriften og ikke seg selv.

Derfor kan det være at man må forlate sin plass i styret selv om man ikke ønsker dette. Det sies at den lederen som har sittet inn i krisen sjelden er i stand til å gå ut av den (Huse 2007).

3.5 Styreleders rolle

Personen som blir valgt til styreleder besitter en viktig rolle. Det er essensielt at denne personen har god personkjempe med resten av styret og har den kompetansen som trengs. Styreleder har følgende hovedoppgaver:

- Ansvar for lederskapet i styret ved å sikre effektiv drift i alle roller.
- Sette agenda for møtene etter samtale med daglig leder.
- Sikre at alle medlemmene mottar den nødvendige og korrekte informasjonen til avtalt tidspunkt.
- Sikre at det blir opprettholdt effektiv kommunikasjon med aksjonærene.
- Sørge for at det blir gjennomført regelmessig evaluering av styrets utførelse og av hvert enkelt styremedlem.
- Lette samarbeidet mellom styret og ledelsen.

Det er svært viktig at styrelederen klarer å danne en kultur som er bygget på tillit i alle ledd. Derfor er det nødvendig at styrelederen delegerer en del av arbeidet videre til både ledelsen og andre styremedlemmer samtidig som han klarer å balansere ulike synspunkter som partene måtte ha. Teambuilding er dermed svært sentralt. Styreleder har også ansvar for å gjennomføre medarbeidersamtale med daglig leder for å sørge for at driften samsvarer med de mål som har blitt satt. Hvis det oppstår situasjoner der noen må tale med media skal styreleder gjøre dette etter klarering med daglig leder. Det viktigste er at styreleder sørger for at styret har kontroll gjennom å kontrollere regnskapstall opp mot budsjett. Styreleder må oppnå en viss grad av autoritet (Huse, 2007).

I undersøkelsen "Rapport fra styrerommene 2008 sammenlignet med 1993" (Eckbo, 2008) ble det spurt om hvilke egenskaper det er viktig at styrelederen besitter. På topp ligger evne til å tenke strategisk, så følger å ta bedriftsøkonomiske helhetssyn, bransjekunnskap, lederegenskaper, skape tillit og være involverende. Nederst på listen står viljestyrke, optimisme og konsensusorientert. Forskjellen mellom styremedlemmer og styreleder ligger først og fremst i at styreleder må ha en evne til å skape tillit, være involverende og ha en ekstremt god bransjekunnskap. Styrelederen må klare å fremme de andre medlemmenes

sterke sider samtidig som han har mulighet til å bidra der andre medlemmer har sine svakheter. Styreleder har dermed en svært viktig rolle.

4. Styrets sammensetning

Spørsmålet om hva som er ideell størrelse og sammensetning av styret er et tema som lenge har blitt diskutert i litteraturen. Forskere har sett på forskjellige aspekter når det gjelder styret, slik som andel interne og eksterne, størrelse, aktive vs. passive, diversitet og interlocking. Blandede resultater er oppnådd med hensyn til hva slags type styrekarakteristikk som gir mest effektiv overvåkning og forbedret governance.

Først vil vi gi en kort oppsummering av de viktigste juridiske reglene i Norge. Videre vil vi se på de forskjellige aspektene, og gi en oppsummering av hva litteraturen har kommet fram til. Vi vil også gå inn på hva som er normen i Norge per dags dato.

4.1 Formelle lover

I Norge har vi to aksjelover, allmennaksjeloven for børsnoterte selskaper, og aksjeloven for selskaper som ikke er notert på børsen. De to lovene er tilnærmet like.

4.1.1 Styrets størrelse og daglig leder som styreleder

Aksjeloven:

§ 6-1. Styret

1. *Selskapet skal ha et styre med minst tre medlemmer. I selskaper med aksjekapital på mindre enn tre millioner kroner kan styret likevel ha færre enn tre medlemmer.*
2. *Styret velger selv sin leder når denne ikke er valgt av generalforsamlingen. Daglig leder kan ikke velges til styreleder i selskaper som etter første ledd skal ha et styre på minst tre medlemmer. Har styret ett medlem, anses han eller hun som styreleder.*
3. *Har selskapet bedriftsforsamling, skal styret ha minst fem medlemmer. Styrets leder velges da av bedriftsforsamlingen. Er det avtalt at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling, jf. § 6-35 annet ledd, skal styret alltid velge sin leder.*

Allmennaksjeloven:

§ 6-1. Styret

1. *Selskapet skal ha et styre med minst tre medlemmer. I et selskap som har bedriftsforsamling, skal styret ha minst fem medlemmer.*
2. *Styret velger selv sin leder når denne ikke er valgt av generalforsamlingen, jf. likevel § 6-37. Styret skal alltid velge sin leder hvis det er avtalt at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling, jf. § 6-35 annet ledd.*
3. *Daglig leder kan ikke velges til styreleder.*

4.1.2 Valg av styremedlemmer

Denne loven gjelder for både børsnoterte og ikke-børsnoterte aksjeselskaper:

§ 6-3. Valg av styremedlemmer

- 1. Medlemmene av styret velges av generalforsamlingen, som også bestemmer om det skal velges varamedlemmer. Har styret ett eller to medlemmer, skal det velges minst ett varamedlem.*
- 2. Første ledd gjelder ikke styremedlemmer som de ansatte i selskapet skal velge etter § 6-4, eller som skal velges av bedriftsforsamlingen, hvis selskapet har bedriftsforsamling.*
- 3. Det kan fastsettes i vedtektene at generalforsamlingens valgrett etter første ledd skal overføres til andre. Mer enn halvdelene av styrets medlemmer skal likevel velges av generalforsamlingen, hvis ikke valgretten overføres til et vedtektsfestet selskapsorgan. Valgrett kan ikke overføres til styret eller til et medlem av styret.*

4.1.3 Kvinner i styret

Denne loven gjelder bare for allmenaksjeselskaper og offentlig eide selskaper

§ 6-11a. Krav om representasjon av begge kjønn i styret

- 1. I styret i allmennaksjeselskap skal begge kjønn være representert på følgende måte:*
 - 1. Har styret to eller tre medlemmer, skal begge kjønn være representert.*
 - 2. Har styret fire eller fem medlemmer, skal hvert kjønn være representert med minst to.*
 - 3. Har styret seks til åtte medlemmer, skal hvert kjønn være representert med minst tre.*
 - 4. Har styret ni medlemmer, skal hvert kjønn være representert med minst fire, og har styret flere medlemmer, skal hvert kjønn være representert med minst 40 prosent.*
 - 5. Reglene i nr. 1 til 4 gjelder tilsvarende ved valg av varamedlemmer.*
- 2. Første ledd omfatter ikke styremedlemmer som skal velges blant de ansatte etter § 6-4 eller § 6-37 første ledd. Når det skal velges to eller flere styremedlemmer som nevnt i første punktum, skal begge kjønn være representert. Det samme gjelder for varamedlemmer. Annet og tredje punktum gjelder ikke dersom et av kjønnene utgjør mindre enn 20 prosent av samlet antall ansatte i selskapet på det tidspunkt valget skjer. Første og annet ledd gjelder tilsvarende for aksjeselskap som er heleid datterselskap til statsaksjeselskap eller statsallmennaksjeselskap, eller til statsforetak.*

4.1.4 Ansatte som styremedlemmer

Denne loven gjelder for både børsnoterte og ikke-børsnoterte aksjeselskaper:

§ 6-4. Ansattes rett til å velge styremedlemmer

- 1. Når et selskap med flere enn 30 ansatte ikke har bedriftsforsamling (jf § 6-35), kan et flertall av de ansatte kreve at ett styremedlem og en observatør med varamedlemmer velges av og blant de ansatte.*
- 2. Når et selskap med flere enn 50 ansatte ikke har bedriftsforsamling (jf § 6-35), kan et flertall av de ansatte kreve at inntil en tredel og minst to av styrets medlemmer med varamedlemmer velges av og blant de ansatte.*

3. Når et selskap har flere enn 200 ansatte og det er avtalt at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling (jf § 6-35 annet ledd), skal de ansatte velge ett styremedlem med varamedlem eller to observatører med varamedlemmer i tillegg til den representasjon som følger av annet ledd.
4. Kongen kan gi forskrift om beregningen av antall ansatte, herunder om bruk av gjennomsnittstall. Kongen kan også gi forskrift om valget, herunder om vilkår for stemmerett og valgbarhet, valgmåten og om avgjørelse av tvister om valget, samt om bortfall av verv som styremedlem. Kongen kan gjøre unntak fra første, annet eller tredje ledd.

§ 6-6. Styremedlemmers tjenestetid

1. Styremedlemmer tjenestegjør i to år. I vedtektene kan tjenestetiden settes kortere eller lengre, men ikke til mer enn fire år. Ved suppleringsvalg kan kortere tjenestetid fastsettes.
2. Tjenestetiden regnes fra valget når noe annet ikke er bestemt. Den opphører ved avslutningen av den ordinære generalforsamling i det året tjenestetiden utløper.
3. Selv om tjenestetiden er utløpt, skal styremedlemmet bli stående i vervet inntil nytt medlem er valgt.

Første og annet ledd gjelder ikke styremedlem som er valgt etter § 6-4, jf § 6-5.

4.2 Avhengige og uavhengige styremedlemmer

Avhengige og uavhengige styremedlemmer blir også kalt henholdsvis interne og eksterne styremedlemmer.

I 2000 ble Governance Metrics International (GMI) etablert. De har i samarbeid med institusjonelle investorer, styremedlemmer, ledere og corporate governance spesialister utviklet verktøy for måling av hvordan selskapene oppfyller deres definisjoner av god corporate governance uavhengig av land og lokale normer. Rapportene hevdes å gi en uavhengig evaluering av disse forhold. GMIs kriterier for uavhengighet:

Et styremedlem er ikke uavhengig dersom det:

1. Har vært ansatt i selskapet de siste fem år (unntatt uavhengig styremedlem som midlertidig har tatt ansettelse f. eks som interimleder i mindre enn ett år).
2. Er 10 % aksjeeier selv eller ansatt hos slik aksjonærgruppe som også har forretningsforbindelser, med mer til selskapet. Representant for en 10 % (eller større) aksjonær uten andre forbindelser enn sin investering i selskapet defineres som uavhengig.

3. Er ansatt eller styremedlem i et underselskap der hovedselskapet eier mer enn 10 % av stemmene (unntatt styremedlem i holdingselskap som også er uavhengig styremedlem i heleide datterselskap).
4. De siste fem år har vært ansatt i et oppkjøpt selskap eller ansatt i et innfusjonert selskap som i fusjonen utgjorde mer enn 50 % av det nye selskapets omsetning eller aktiva.
5. Som yter personlig eller profesjonell rådgivning til selskapet eller dets ledelse for mer enn \$120,000 per år.
6. De siste tre år har vært eier, partner, ansatt eller betalt rådgiver i firma som yter tjenester (advokat, regnskap, revisjon, forsikring, bank, IT eller annen konsulentvirksomhet) til selskapet eller ledelsen for mer enn \$120,000 per år.
7. Er eier, partner, ansatt eller betalt rådgiver til et firma som har solgt varer eller tjenester for mer enn 1 % av sin egen omsetning. GMI vurderer også styremedlemmer med tilsvarende forhold hos selskapets kunder, men slike relasjoner er sett på som mindre problematiske enn for leverandører.
8. De siste tre år har vært ansatt i et firma der en av de ansatte i det aktuelle selskapet er styremedlem (kryssrelasjon).
9. Er en av selskapets stiftere, uansett nåværende relasjon eller eierskap i selskapet.
10. De siste fem år har vært ansatt eller annen representant for av et tidligere morselskap, uansett nåværende eierskap eller forbindelse.
11. Er nominert av en eier med mer enn 5 % stemmerett eller er representert i ledelsen.
12. Er "ikke arbeidende" styreleder med kontant godtgjørelse mer enn enten
 1. 50 % av lønn og bonus for en av selskapets ledere.
 2. Har mer enn fem ganger andre styremedlemmer.
13. Er ansatt i et selskap eiet eller styrt av et annet uavhengig styremedlem, eller medlem av ledelsen.
14. Er i slekt med noen av de nevnte over.

I tillegg vurderes andre forhold og transaksjoner man kjenner til.

Det argumenteres i styrelitteraturen for at kvaliteten på overvåkningen av ledelsen er bedre desto mer uavhengige styremedlemmene er av ledelsen. Hermalin og Weisbach (1998) finner at uavhengige styrer med større sannsynlighet vil avskjedige en dårlig leder, noe som tyder på at uavhengige styremedlemmer er viktige i overvåkningen av ledelsen. Samtidig finner

Rosenstein og Wyatt (1990) at nyheten om et nytt uavhengig styremedlem medfører en økning i selskapets aksjepris, noe som er konsistent med hypotesen om at uavhengige medlemmer vanligvis blir valgt i aksjonærenes interesse. Bhagat og Black (2002) har imidlertid funnet negative sammenhenger mellom uavhengige styrever og lønnsomhet, noe som kan indikere at det er viktigere at styremedlemmene har et godt informasjonsgrunnlag enn at de er uavhengige av selskapet. Klein (1998) finner også at selskaper som øker andelen innsidere i finansierings- og investeringskomiteer samtidig opplever høyere aksjekurs og avkastning på investeringer enn selskaper som minker andelen innsidere i disse komiteene. Litteraturen er som beskrevet delt, men det er få eller ingen bevis for at forholdet mellom interne og eksterne styremedlemmer er korrelert med selskapets resultater (Fan, 2004).

Raheja (2005) finner i sine undersøkelser at i selskaper der det er vanskelig for eksterne medlemmer å verifisere prosjekter, som for eksempel i high tech bransjen, er det en større andel innsidere i styret. Generelt er det mest optimale styret det styret i selskaper som har lave verifikasjonskostnader for eksterne styremedlemmer, og små private gevinster for de interne medlemmene.

I flere land har det kommet anbefalinger om at en viss andel av styret må være eksterne medlemmer. For selskaper på NYSE og NASDAQ i USA er det påkrevd at majoriteten av styremedlemmene er eksterne. I Frankrike anbefales det i Buoton rapporten at halve styret består av eksterne medlemmer. En studie av Santella et al.(2006) viser imidlertid at eksterne medlemmer ikke nødvendigvis er så uavhengige som selskapene vil ha det til. I en undersøkelse av 248 italienske styremedlemmer tidligere identifisert som uavhengige av selskapet, var bare 5 helt uavhengige i henhold til den italienske corporate governance statuten, Preda code.

I Norge sier NUES at "styret bør sammensettes slik at det handler uavhengig av særinteresser. Flertallet av de aksjeeiervalgte medlemmene bør være uavhengige av selskapets daglige ledelse og vesentlige forretningsforbindelser. Minst to av de aksjeeiervalgte medlemmene bør være uavhengige av selskapets hovedaksjeeiere. Representanter fra den daglige ledelsen bør ikke være medlem av styret. I årsrapporten bør styret opplyse om forhold som kan belyse styremedlemmenes kompetanse og kapasitet, samt hvilke styremedlemmer som vurderes som uavhengige." I Norge anbefales det også at generalforsamlingen oppretter sin egen

valgkomité med folk som ikke selv er kandidater til de verv som er på valg. Dette gjør det lettere å bytte ut styreledere og andre medlemmer av styret, med bedre og mer tilpasset kompetanse, dersom styret ikke selv er ansvarlig for å nedsette valgkomiteen.

4.3 Størrelse

Tidligere var normen at jo større styret jo bedre, fordi flere medlemmer ofte medfører økt ekspertise til å ta bedre beslutninger, og det er vanskeligere for administrerende direktør å ha makt over styret. Senere forskning tyder imidlertid på at mindre styret viser seg å være mer effektive, fordi store styret er vanskeligere å koordinere og det kan være vanskeligere å diskutere og bearbeide problemer (Fan, 2004). Et annet problem med store styret kan være ansvarsfraskrivelse, er styret stort kan man lettere komme unna med å ikke ha gjort jobben sin skikkelig.

Som alminnelig regel skal et aksjeselskap ha et styret med minst tre medlemmer. I et privat aksjeselskap med en aksjekapital på under tre millioner kroner, kan styret likevel bestå av ett eller to medlemmer (§6-1).

I en undersøkelse om styrestruktur utført av Vidhi Chhaochharia og Yaniv Grinstein (2009) på 865 offentlige selskap i USA, fant de at gjennomsnittlig størrelse på styret var 9,68 medlemmer i 2005. Huse (2007) har gjennom sitt forskningsprogram på BI "Det verdiskapende styret" funnet at gjennomsnittlig antall styremedlemmer i norske børsnoterte selskap er på 6,8. I store bedrifter med mer enn 2000 ansatte er gjennomsnittet 8,2, mens det i bedrifter med mindre enn 30 ansatte i gjennomsnitt er 3,9 styremedlemmer.

Sammenlignet med utenlandske selskaper er ikke de norske styrene spesielt store, men det har etter all sannsynlighet sammenheng med størrelsen på selskapene, større selskaper har større styret.

4.4 Diversitet

Diversitet kan tolkes på to måter; diversitet når det gjelder styremedlemmenes kunnskaper og ekspertise, og diversitet når det kommer til kjønn, alder, etnisk opprinnelse og lignende.

Økt diversitet i styret antas å medføre mer bredde i beslutningsgrunnlaget enn hos et mer ensrettet styret. Det vil kunne være lettere å komme bort fra typisk gruppetenkning i miljøer med variasjon i bakgrunn og erfaring - folk kommer kanskje med nye ulike ideer, har andre

visjoner og ser ulike løsninger sammenlignet med grupper som er sammensatt av personer med lik sosial klasse, lik utdanning og lignende livserfaringer. Hvis økt diversitet blir reflektert gjennom hele organisasjonen og de ansatte ser at de har muligheter, uavhengig av etnisk opprinnelse eller kjønn, vil det kunne være med på å skape et sunnere arbeidsmiljø, hvor de ansatte som jobber hardt vil kunne ta steg oppover i selskapet. Men økt diversitet kan også gi mindre kvalifiserte styremedlemmer og skape flere konflikter. Som i store styrer kan også mer diversitet i styrene føre til koordinerings og kommunikasjonsproblemer.

Carter et al. finner i sin studie fra 2002 et signifikant positivt forhold mellom andel av kvinner og minoriteter i styrer og selskapets resultater målt med Tobins Q^2 . De finner også at andelen kvinner og minoriteter øker ved økt størrelse på styrene, men synker når andelen innsidere øker.

En norsk studie av Bøhren og Strøm (2005), gjort på norske børsnoterte selskaper i årene 1989-2002, gir derimot ikke grunnlag for klare konklusjoner med tanke på diversitet og lønnsomhet.

NUES har også kommet med anbefalinger når det gjelder diversitet i styrene: ”Styret bør sammensettes slik at det kan ivareta aksjonærfellesskapets interesser og selskapets behov for kompetanse, kapasitet og mangfold. Det bør tas hensyn til at styret kan fungere godt som et kollegialt organ.” Med mangfold mener man i NUES sin anbefaling variasjon i styremedlemmenes bakgrunn, kompetanse samt at en balansert kjønnsrepresentasjon bør ivaretas.

4.5 Kvinner i styrene

Noe som skiller Norge fra alle andre land er regelen om minst 40 % representasjon av kvinner i styrer. Loven ble trådt i kraft fra 1.januar 2004 for offentlig eide foretak, og fra 1. januar 2008 for allmennaksjeselskap. Private aksjeselskaper ble holdt utenfor loven fordi de fleste slike selskaper er små familiebedrifter hvor eierne selv sitter i styrene.

² Markedsverdi av totalkapitalen/ gjenanskaffelseskost av totalkapitalen

En rekke undersøkelser er gjort når det gjelder effekten av kvinner i styret. Organisasjonen Catalyst gjorde i 2007 en undersøkelse av de 500 største selskapene i USA, Fortune 500, kalt ”*The Bottom Line: Corporate performance and women’s representation on boards*”. Der finner de at selskaper med størst andel av kvinner i styret har bedre finansielle resultater enn de med minst andel kvinner i styret. Eksempelvis var avkastningen på egenkapitalen (roe) 53 % bedre hos selskapene med størst andel kvinner i forhold til selskapene med lavest kvinneandel. Likeledes var omsetningen 42 % høyere, og avkastningen på investeringen (ROIC, Return on invested capital) 66 % bedre i selskapene med størst kvinneandel. Man kan sette spørsmålsteget ved den vitenskapelige validiteten av denne undersøkelsen, en direkte påvirkning kan være vanskelig å forsvare ettersom man ikke kan eliminere andre ytre påvirkninger og organisatoriske faktorer.

Lignende studier er gjort i Norge også; Huse og Tacheva (2006) bruker tall fra 249 medium store norske bedrifter og finner at kvinner har negativ effekt på styrets evne til å utføre finansielle kontrolloppgaver og serviceoppgaver, men de finner også at kvinner har positiv innvirkning på styrets vedlikeholdsaktiviteter og derfor til utøvelsen av styrets oppgaver. De finner en svak positiv effekt når de tester for forholdet mellom de kvinnelige styremedlemmenes evne til å utføre kvalitative kontrolloppgaver mot tillit til administrerende direktør i selskapet. Huse og Tachevas resultater gir ikke noe ja eller nei svar på om kvinner har verdifulle bidrag til styrene sine. De mener man heller bør stille spørsmål om *hvordan* kvinner kan komme med verdifulle bidrag. Styret må være oppmerksomme på både de positive og negative effektene av kvinnelige medlemmer, og velge sine kvinnelige medlemmer som har den nødvendige kompetansen. Bøhren og Strøm (2005) derimot konkluderer med en negativ effekt av økt kvinneandel i styret på selskapets lønnsomhet i sin undersøkelse av ikke finansielle selskaper på Oslo Børs i perioden 1989 – 2002.

4.6 Styremedlemmer med flere styreverv

Når det kommer til styremedlemmer med flere styreverv er litteraturen delt. Det har lenge vært rettet kritikk fra aksjonærrepresentanter og institusjonelle investorer mot selskaper som utnevner styremedlemmer som har styreverv i flere andre selskaper. De hevder at styremedlemmene ikke vil ha mulighet til å effektivt overvåke ledelsen i så mange selskaper.

Andre hevder at medlemskap i andre styreverv gir tilgang til bedriftserfaringer fra et nettverk av bedrifter, og at denne bedriftserfaringen er verdifull for selskapet. Ferris et al. (2003) finner ingen korrelasjon mellom et styremedlem med mange verv og lavere selskapsverdi. Deres event studie taler for at markedsaktører ikke ser ansettelsen av styremedlemmer med flere verv som en negativ hendelse. De finner ingen beviser for at medlemmer med flere verv unndrar seg ansvaret de har i styret, faktisk finner de at de med flere verv er med i flere komiteer og deltar på flere møter enn sine styre-kolleger. I motsetning til Ferris et al. finner Fich og Shivdasani (2006) at travle styremedlemmer viser mønstre knyttet til svakere corporate governance. De mener at Ferris et al.'s metodiske valg og økonometriske spesifikasjoner fører til for lav statistisk styrke til å oppdage forholdet som de selv dokumenterer mellom selskapenes resultater og travle styremedlemmer. De finner at et selskaps resultater, målt både ved marked til bok forholdet og flere mål på driftsoverskudd, har et inverst forhold til antall eksterne styremedlemmer som har tre eller flere styreverv. De finner at selskap med en majoritet av eksterne travle styremedlemmer har et marked til bok forhold som er 4,2 % lavere enn andre selskaper. De viser at selskap med travle styreverv har lavere roa, lavere omsetningshastighet på kapitalen og lavere salgsvkastning, og alle disse effektene er økonomisk betydningsfulle.

Bøhren og Strøm (2005) finner i sin undersøkelse at styregrossister er verdiskapende fordi deres koblinger til andre styreverv er mer verdt desto større nettverket er. De mener at styregrossister flest trolig er dyktigere enn andre til å utføre styrearbeid, og derfor er de etterspurt og får flere verv enn andre.

Når det gjelder styregrossister i Norge viser Ukeavisen Ledelse (24/11-2005) til en oversikt laget av Økonomisk Rapport og Bizweb over styreporteføljen til folk som sitter i styrene i de 200 største selskapene i Norge i 2005. Verv i alle norske bedrifter er med når det telles opp. Det viser seg at Christian Ringnes topper med hele 90 styreverv, fulgt av Trond Lykke og Olav Thon med henholdsvis 83 og 73 styreverv. Blant kvinnene er det skipsreder Anette Olsen som har flest verv med 23. De 20 øverste på listen over styregrossister har alle 50 eller flere verv hver.

4.7 Interlocking

Litteraturen viser til to typer interlocking, men det er ikke et klart skille mellom de to formene.

1. Når en representant fra en bedrift sitter i styret hos en annen bedrift (eller flere) kalles dette interlocking, og denne formen for interlocking kan ofte være gjensidig. I 2002 satt for eksempel CEO hos CityGroup i styret i AT&T, samtidig som CEO i AT&T satt i styret i City Group, noe som skapte en forbindelse mellom de to selskapene. Interlocking skaper ikke bare en forbindelse mellom to selskaper, men også på det individuelle plan, der forbindelsene spiller en viktig rolle i opprettholdelsen av en felles sosial eliteklasse (Mizruchi & Marquis, 2006). Med slik praksis kan det stilles spørsmål til kvaliteten og uavhengigheten i styrets beslutningstaking. Haunschild (1993), referert i Mizruchi & Marquis (2006), viste at selskaper hvis administrerende direktør satt i styret til et selskap som nettopp hadde tatt del i oppkjøp av andre selskap hadde større sannsynlighet for å sette i gang med oppkjøp de også. Og Mizruchi fant at selskapers politiske bidrag og standpunkt hadde en tendens til å være lik det firmaet man var ”interlocked” med. (Mizruchi & Marquis, 2006).
2. En annen form for interlocking er at styremedlemmer har flere styreverv, og sitter i flere styrer med de samme personene. Styremedlemmet kan lett bli påvirket av de andre selskapenes styremedlemmer, og vil i tillegg ha innsideinformasjon om alle bedriftene, noe som kan gjøre det vanskelig å starte med friske tanker når en ny beslutning skal tas. Styremedlemmet vil i flere situasjoner ha problemer med å ta beslutninger som vil være uavhengig av de andre styrene.

Bedrifter med interlocking i styret befinner seg oftest i samme type industri fordi de alle er ute etter tilsvarende kompetanse. Siden det kan være vanskelig å oppdrive personer med den nødvendige kompetansen foregår det ofte at flere personer sitter i styret til en rekke bedrifter. Dette gjelder spesielt i teknologi- og industriselskaper.

Ved å ha bekjente i styret unngår man lettere konflikter. Dette kommer av at man allerede har opparbeidet seg tillit og støttende holdninger. Det er lettere å skape enighet omkring beslutninger fordi ingen ønsker å skape konflikt. Siden man sitter i flere styrer med samme personer er det ikke ønskelig med uenigheter. Derfor kan det oppstå situasjoner der man godtar en beslutning selv om man egentlig er uenig. Problemet ved bekjente i styret er at man

ofte blir mer vennskaplige enn kritisk. I stedet for å gå i konfrontasjon når en beslutning skal tas er det lett å føye seg. Samtidig vil interlocking kunne være fordelaktig hvis personen har den rette kompetansen og de andre styremedlemmene vet at personen er en god teamspiller. Det vil da være lettere å skape tillit og godt samarbeid. Ved regelmessig samarbeid kan det være lettere å forholde seg til hverandre og skape en kultur. Hvis styremedlemmet klarer å se på de ulike styrejobbene som uavhengige arbeid vil ikke interlocking gi noe problem.

4.8 Styret i datterselskap

I følge J. Strikwerda (2003) er det tre grunner til at morstyret bør delegerer beslutningsmakt til lavere nivåer i selskapet:

1. For det første vil selskapet være bedre rustet til å forutse - og raskt svare på lokale forandringer og muligheter i markedet. Hvis alle beslutninger skal tas av toppledelsen vil det kunne føre til en for stor informasjonsbyrde på toppen, som igjen vil kunne føre til forsinkelser i beslutningene og dårlige valg på grunn av liten tid; det kan ta for lang tid å sende informasjon opp til toppen, og så ned igjen til de som skal handle på avgjørelsen.
2. Den andre grunnen til å ha egne datterstyret med beslutningsmakt er relatert til etikk. Dette er spesielt viktig ved opprettelse av datterselskaper i andre land, der det kan være andre normer og regler, og selskapets ledelse og organisering må reflektere samfunnet det opererer i.
3. Tredje grunn er utviklingen av ledere; man trenger å få trening i å ta avgjørelser, og se hva som virker og hva som ikke virker. Uten noe beslutningsmakt vil det være vanskeligere å lære seg å bli en god leder.

I organiseringen av et konsern er det ofte vanlig at ledere ansatt i morselskapet er medlemmer i styret i datterselskapene. Det kan føre til at det blir lettere å gjennomføre konsernledelsen og konsernstyrets beslutninger nedover i de underordnede datterselskapene. Styrearbeid i datterselskaper i et konsern kan by på utfordringer i forhold til aksjeloven når det gjelder ansvarsforhold og arbeidsoppgaver – ofte vil morselskapets ”bestemmende innflytelse” være den dominerende styringsfaktoren. Bergstrand (1976) referert i Leksell & Lindgren (1982) finner i sin studie om styrets roller i datterselskaper at disse styrene er mindre tilpasset miljøforandringer, mindre involvert i strategiformuleringsprosessen og har mindre effektive styreprosedyrer sammenlignet med uavhengige selskaper på samme størrelse.

Styrer i datterselskaper skaper verdier for konsernet ved å skaffe strategisk informasjon, forståelse av og innflytelse over lokale faktorer. Men ikke alle ser nytten i å ha et eget styre i datterselskapene. I en undersøkelse av Huse og Rindova (2001) der de har spurt forskjellige interessenter om deres syn på datterstyrer beskrives utsagn fra to ledere i et datterselskap i et bankkonsern i Norge: ”Det kan være vanskelig å finne roller for datterstyret. Strategier og organisatoriske planer blir stadfestet på andre nivåer i organisasjonen. Generelt får styret i datterselskapet bare møtereferater. Hvorfor trenger vi da et eget styre?” Den andre uttaler; ”Administrasjonen i datterselskapet har tett kontakt med konsernledelsen. Datterstyret er glemt.”

Dette gjenspeiler resultater fra styreundersøkelsen ”Rapport fra styrerommene 2008 sammenlignet med 1993” (Eckbo, 2008), der styrene i datterselskaper føler seg handlingslammet; alle viktige beslutninger blir tatt av morselskapet, og datterstyrene sitter igjen som et kontrollorgan. Dette kan føre til at betydelige ressurser som datterstyret besitter ikke vil komme morselskapet til gode.

4.9 Aktive / Passive styremedlemmer

I et passivt styre er det administrasjonen i selskapet som tar alle beslutninger. ”Styret tar orienteringen til etterretning” og ”Styret vedtok: (det administrasjonen foreslo)” er typiske setninger fra et passivt styre. Det kan også hende styret består av en svært aktiv styreformann og passive styremedlemmer som bare observerer og godtar styreformanns avgjørelser. ”Gutteklubben Grei” kan ha noe av skylden for dette, der styret i et selskap blir sammenlignet med en eksklusiv ”herreklubb” - blir du først spurt om å være med i styret tar det litt tid før du lærer deg regler og god kutyme og føler deg komfortabel til å være aktiv selv.

Et annet eksempel på et passivt styre er hva Morten Huse kaller et ”tantestyre” – et passivt styre hvor medlemmenes kunnskaper og resurser ikke blir benyttet, styret eksisterer kun på grunn av formelle lovkrav. Navnet kommer av at det gjerne er bekjente og familiemedlemmer som sitter i slike styrer, og det forventes ikke at styret eller styremedlemmene skal bidra med noe (Huse, 2007).

I det aktive styret har styret ambisjoner om å være førende i det strategiske verdiskapende arbeidet. En kritisk faktor for at dette skal kunne lykkes er at ambisjoner er tilpasset kompetanse. Overgang til et mer aktivt styre kan få to utfall; administrasjonen hadde kunnet gjøre det bedre selv, eller ”det verdiskapende styret” – preget av deltakelse og engasjement.

Styrets kanskje viktigste oppgave er å sørge for at selskapet har en fremragende administrasjon, da gode selskaper ofte blir kjennetegnet ved at de har administrasjonsstyring, der styret stort sett sier ja til administrasjonens forslag (Selmar).

Det vil være viktig for et styre å få til en gruppedynamikk som gjør at alle medlemmer tør og ønsker å si sin mening, slik at man kan dra nytte av all den kompetansen som finnes blant styremedlemmene.

4.10 Daglig leder som styremedlem

Styret har som hovedoppgave å redusere agentproblemet mellom daglig leder og eierne. Det er et todelt syn på å la daglig leder sitte i selskapets styre. Først og fremst vil det bli vanskeligere for styret å være kritisk til daglig leders funksjon og evaluere arbeidsinnsatsen åpent på styremøtene hvis daglig leder sitter i styret. Problemet knyttet til dette er at den man ønsker å kontrollere sitter i kontrollorganet. Resultatet kan bli et lite effektivt styre som ikke klarer på en tilstrekkelig måte å utøve sin funksjon. På den andre siden kan daglig leder sees på som en stor ressurs til styret. Denne personen besitter ofte en kompetanse som er svært verdifull når styret skal utarbeide fremtidige strategier og ta viktige avgjørelser. På grunn av dette forekommer det i en rekke land at daglig leder sitter i bedriftens styre. Hvilken praksis som blir benyttet varierer fra land til land. I USA og Storbritannia er det vanlig at daglig leder sitter i styret, mens i Norge og andre skandinaviske land er ikke dette vanlig (Huse, 2007). Allmennaksjeloven i Norge sier at daglig leder ikke kan være styreleder. Utgangspunktet for dette er at styret skal arbeide ut i fra eiernes interesser for å redusere agent problemet mellom ledelsen og aksjonærene. Sitter daglig leder i styret blir dette arbeidet svært vanskelig.

Det ble i 1997 innført i aksjeloven at rollen som daglig leder og styreleder må være adskilt i selskap hvor aksjekapitalen er over 3 millioner. Etter anbefaling bør hverken daglig leder eller andre fra den daglige ledelsen være medlem av styret.

En av de viktigste oppgavene til styret er at de har autoritet til å sparke daglig leder, noe som blir problematisk hvis daglig leder sitter i styret. NUES anbefaler at det er viktig at styret og daglig leder fungerer best mulig sammen ved at styret veileder daglig leder i driften av selskapet. Daglig leder forvalter bedriftens ressurser ut i fra retningslinjer gitt av bedriftens styre. Forholdet mellom partene må være konstruktivt og ryddig. Selv om daglig leder ikke sitter i styret har han etter aksjeloven § 6-15 møteplikt ovenfor styret. Daglig leder skal minst

hver fjerde måned i møte eller skriftlig gi styret underretning om selskapets virksomhet, stilling og resultatutvikling. Allmennaksjeselskap har rapporteringsplikt hver måned.

Det har i flere tilfeller blitt diskutert om daglig leder og styreleder burde være samme person. Jensen (1993) argumenterte for at hvis man ikke har et uavhengig lederskap i styret vil det være vanskelig for styret å oppdage om ledelsen i bedriften handler i tråd med selskapets interesse. Dette gjør det igjen vanskelig for styret å sparke daglig leder og reduserer effektiviteten i toppledelsen. Slik situasjonen er i dag krever bedriftene ekstremt mye både av daglig leder og av styreleder. Derfor vil det være vanskelig for en person å forsvarlig ta på seg rollen som både styreleder og daglig leder. Det er nødvendig at samspillet mellom ledelsen og styret fungerer bra slik at det oppstår en trygghetsfaktor mellom eiere, ledelsen, ansatte og selskapet som helhet.

4.11 Andel ansatte valgt i styret

En uvanlig karakteristikk i det norske reglementet er at ansatte har krav på å velge ansatterepresentant i styret. Denne loven ble innført allerede i 1972 og har senere blitt mer utviklet. Aksjeloven sier at i børsnoterte selskap og konsern med over 30 ansatte har ansatte rett til å kreve styrerepresentasjon med ett styremedlem og en observatør. Hvis det er mer enn 50 ansatte kan ansatte kreve å bestemme en tredjedel av styremedlemmene, og er det over 200 ansatte har de ansatte obligatorisk representasjon gjennom en tredjedel av styret. For å kunne bli valgt må man være ansatt i selskapet og man må representere alle ansatte. I forbindelse med dette får fagforeningene en sentral rolle. Oppmerksomheten knyttet til ansattes rett til å velge styremedlem har vært lav, slik at ansatte i liten grad har benytter seg av denne retten. Styrerepresentasjon gir ansatte mulighet til å være med å øke sin innflytelse på eiernes disposisjoner. Som ansatt i styret vil man både ha ansvar og plikt til å påvirke selskapets drift og fremtid.

Ansatte i styret kan gi positive effekter til selskapet; ved at de ansatte får mer informasjon om selskapets økonomiske og strategiske posisjon kan kravene fra fagforeninger bli rimeligere, det kan skape bedre motivasjon hos de ansatte og det vil kunne bedre samarbeidsforholdet og gi mer direkte informasjon mellom ansatte og eiere. En utfordring som kan oppstå med ansatte i styret er at de ansatte kan ha andre mål enn eierne, for eksempel større fokus på jobbsikkerhet og velferd. Det er sannsynlig at ansatte vil tenke på egeninteresser og dermed godta prosjekter som øker deres sannsynlighet til å få sikret arbeid og lønnsutbetalinger,

istedenfor å støtte opp om prosjekter basert på rasjonelle nåverdianalyser foretatt av eierne. Funn fra Bøhren og Strøms undersøkelse (2005) viser at denne interessekonflikten mellom ansattevalgte og eierne påvirker styrets beslutninger. Bedrifter med ansattrepresentanter i styret har svakere bedriftsøkonomisk lønnsomhet enn andre. Disse resultatene ligner på tidligere funn fra Canada og Tyskland om at jo mer makt de ansatte har i selskapet dess mindre ansetter, investerer og vokser selskapet, og kapitalavkastningen blir også mindre (Bøhren & Strøm, 2005).

I 2007 kartla Fafo hvor stor andel av norske selskaper som har ansatte representert i styret. Undersøkelsen (Hagen, 2008) viste at det var 52 % av styrene. Av selskaper med mer enn 200 ansatte var det 25 % av bedriftene som ikke hadde representasjon selv om dette er lovpålagt gjennom aksjeloven. Undersøkelsen viser at eierforholdet er en viktig faktor. Ved offentlig eierskap er det større sannsynlighet for å finne en ansattrepresentant. Er selskapet privat og familieeid, som er den mest benyttede selskapsformen i Norge med hele 60 %, finner man sjeldnere ansattrepresentanter i styret. Bransjene hvor det er størst sannsynlighet for å finne ansattrepresentanter i styret er industri, fiske, transport og kommunikasjon. Undersøkelsen viser også at den typiske ansattrepresentanten er mann med gjennomsnittsalder på 45 år, har høyere utdanning på 1-4 år og er ofte tillitsvalgt i fagforeninger. Kvinner er valgt i en fjerdedel av tilfellene og dette er en høyere andel enn antallet kvinner som er valgt til styremedlemmer totalt sett. Det er sjelden at den ansatte som velges er under 30 år eller over 60 år. I Fafos undersøkelse svarte 60 % av lederne at det var en fordel at ansattrepresentanten også var tillitsvalgt i fagforeninger. 86 % mener at det er lettere for den ansatte som er valgt til å sitte i styre å legitimere sine beslutninger hvis han også er tillitsvalgt. Ansattrepresentanter som har svart på undersøkelsen svarer at de føler seg godt forberedt, at de har god oversikt over de ansattes holdninger, at de er like aktive som andre styremedlemmer i diskusjon og at de andre styremedlemmene er interessert i deres bidrag. Svært få sier at de føler seg oversett og at de føler at de ikke får tilgang til informasjon. De andre styremedlemmene mener at ansattrepresentanten bidrar til god drift av selskapet, men at selve innflytelsen klassifiseres som middels. Ett viktig funn er at hvis styrets flertall gir de ansatte mulighet til å komme med innspill og informasjon, øker både de ansattes innflytelse og selskapets mulighet til å utnytte ordningen for å øke selskapets produktivitet. Undersøkelsen viser at det er stor oppslutning rundt loven, men at i bedrifter der ansatte ikke er representert i styret, og krever innflytelse, vil mange ledere og eiere møte kravet med

skepsis. Selv om loven har oppslutning viser det seg at en tredjedel av lederne i selskaper med over 30 ansatte uten representasjon er skeptiske til å innføre ordningen (Hagen 2008).

Tabell 1: Andel selskap (AS + ASA) med ansattvalgte styremedlemmer.

	Alle selskap	Konsern	Datterselskap	Selvstendig selskap
30 – 49 ansatte	37 %	26 %	39 %	42 %
50 – 199 ansatte	59 %	65 %	61 %	52 %
200+ ansatte	74 %	70 %	72 %	81 %
Totalt	53 %	52 %	57 %	51 %

4.12 Oppsummert

Som vi ser av de punktene vi her har gjennomgått er det i flere tilfeller stor uenighet i litteraturen om hva som gir den optimale sammensetningen av et styre. Det finnes ingen fasit på ”det perfekte styret”, men likevel finnes det retningslinjer som bedriftene bør/må følge. Det valg-/nominasjonskomiteer og bedrifter må fokusere på er ”hva passer best for *vår* bedrift”. En hver bedrift er unik og har ulike forventninger og krav til sitt styre, og må finne den sammensetningen som skaper størst verdi og de styremedlemmene som har den kompetansen som vil bidra til mest mulig verdiskapning for den enkelte bedrift.

5. Insentiver og lønssystem

5.1 Hvordan er belønningen av styret?

I aksjeloven § 6-10 står det skrevet at:

”Godtgjørelse til styremedlemmer, varamedlemmer og observatører fastsettes av generalforsamlingen. Ved konkurs bortfaller retten til godtgjørelse fra konkursåpningen”.

Når generalforsamlingen skal bestemme styrets godtgjørelse er det en rekke faktorer som må tas hensyn til. Først og fremst må godtgjørelsen reflektere styrets ansvar, kompetanse, tidsbruk på arbeidet i form av antall møter og virksomhetens kompleksitet. Styrehonoraret påvirkes også av bedriftens størrelse, hvor lenge den har vært operativ og hvilken industri selskapet befinner seg i. For å sette en passende godtgjørelse kan det være lurt å undersøke hva lignende bedrifter i samme industri betaler. I tillegg burde ikke styremedlemmer, eller selskaper som de er tilknyttet, påta seg oppgaver for selskapet samtidig som de besitter et styreverv. Hvis dette skulle forekomme burde både oppgaven og betalingen godkjennes av hele styret. Hvor mye som velges å utbetale må opplyses i årsrapporten til selskapet. Godtgjørelse til de enkelte styremedlemmer knyttet til styrevervet skal opplyses i noter til årsregnskapet, jf. Regnskapsloven § 7-31b og § 7-32. Personen som blir valgt som styreleder bør få en tilleggs godtgjørelse for det ekstra arbeidet som kreves av lederen. Denne ekstra godtgjørelsen ligger ofte 50-100 % over de øvrige medlemmenes godtgjørelse. Det mest vanlige er at styreleder får det dobbelte av de øvrige styremedlemmene. Styrets godtgjørelse ser ikke ut til å ha fulgt den samme utviklingen som lederlønninger har gjort i senere tid (Eckbo, 2008).

Fastsettelse av kompensasjon til styret er en svært vanskelig prosess og kan ofte være tidskrevende. Litteratur om styret har ikke utarbeidet klare retningslinjer for hvordan kompensasjonspakken bør settes sammen. Mulige komponenter som kan inngå i styrets godtgjørelse er følgende:

5.1.1 Fast lønn

Styremedlemmene mottar en avtalt fast sum uansett hvordan det går med bedriften og hvor mye arbeid de legger i rollen som styremedlem. Problemet med en slik form for betaling er at insentivene for å legge mye innsats i arbeidet forsvinner siden man ikke får økt utbetaling selv om bedriften gjør det bra. Fast godtgjørelse kan også gi en trygghet i forhold til at styret ikke

kan kontrollere alle mekanismene som kan påvirke selskapets resultat og kan gi lav avkastning. Det er dermed en betryggelse for styremedlemmene å vite at de mottar en sum hvis de legger inn mye arbeid og det allikevel skulle gå dårlig med firmaet. På grunn av dette er fast lønn den mest populære godtgjørelsestypen.

5.1.2 Tilbakebetaling av reiseutgifter

En annen komponent i styrehonoraret kan være tilbakebetaling av alle reiseutgifter. Dette gjelder spesielt hvis styremedlemmer kommer langveis fra og ikke lokalt. For å finne den rette kompetansen til styret kan det ofte hende at man må bevege seg over et stort geografisk område. Størrelsen på reiseutgifter er ofte svært lav sammenlignet med andre utgiftsposter.

5.1.3 Aksjeopsjoner

I senere tid har det blitt mer og mer vanlig å betale ansatte, ledere og styret med resultatdrevne kompensasjon slik som aksjeopsjoner. Størrelsen på aksjeopsjonen må være stor nok til at den gir styremedlemmene insentiv til å bidra maksimalt for firmaet og samtidig gi dem en følelse på at de har en andel av suksessen i selskapet. Det kan også benyttes en miks av fast belønning og opsjoner. Styremedlemmene vil da være sikret en fast inntekt samtidig som de har mulighet til å delta i selskapet oppside. Interessene til både aksjonærer og styret vil da i større grad bli forent.

NUES fremhever at styrets godtgjørelse ikke burde være resultatavhengig. Med dette menes at bedriften ikke burde betale styret med utgangspunkt i mål som illustrerer hvordan bedriften gjør det, slik som opsjoner på markedskursen. Grunnen til dette er at hvis ledelsen og ansatte får betaling i form av opsjonsprogrammer vil styrets uavhengighet i forhold til disse svekkes ved at de deltar i det samme opsjonsprogrammet. NUES oppfordrer til at styremedlemmer heller bør eie aksjer i selskapet. Ved å tilby styremedlemmene å investere i selskapet vil det gi samme insentiver som ved et opsjonsprogram, men dette svekker ikke uavhengigheten mellom aktørene. I denne forbindelse mener NUES at selskapet bør vurdere å forutsette at deler av styrehonoraret investeres i aksjer til markedskurs.

5.1.4 Frynsegoder

En siste form for kompensasjon kan være i form av frynsegoder slik som gratis mobil, avis, treningskort, barnehage eller andre goder som styremedlemmene måtte ønske. Slike

frynsegoder fungerer som lokkemiddel og kan utgjøre en viktig rolle når en person skal avgjøre om en påtar seg styrevervet.

5.1.5 Utbetaling av styregodtgjørelse i Norge

I Skandinavia er styregodtgjørelsen vanligvis lav for små og mellomstore bedrifter. Dermed er det ofte andre forhold og frynsegoder som er med på å gjøre styrevervet attraktivt i disse landene. Styrehonoraret i de skandinaviske landene er det få som kan leve av, men i de senere årene har godtgjørelsen i de største bedriftene økt kraftig. Det er ikke uvanlig at et styremedlem mottar over kr 100 000 i året (Huse, 2007). I små bedrifter har styrehonoraret vært tilsvarende folketrygdens grunnbeløp (1G). For å kunne stille krav til de ulike styremedlemmene samtidig som man sørger for at styret er en billig ressurs, argumenteres det blant styrerådgivere for at honoraret samlet sett bør ligge på samme nivå som honorarene til daglig leder. Størrelsen på honoraret varierer også ut i fra om styremedlemmet er valgt utenifra, er rådgiver, ansatt eller er styreleder. Dermed kan de ulike medlemmene motta forskjellige beløp. Det er også viktig at godtgjørelsen ikke blir for høy. Dette vil kunne føre til at styremedlemmene mister sin uavhengighet og blir mer sett på som en ”ansatt” ved at det forventes mer (Huse, 2007).

I ”Rapport fra styrerommene 2008 sammenlignet med 1993” gjort på de 400 største norske selskapene (Eckbo, 2008), har de funnet ut at størrelsen på styregodtgjørelsen og fordelingen mellom de ulike intervallene er som vist i tabellen.

Tabell 2: Størrelse og fordeling på styrehonorar

	Totalt	Styreleder	Styremedl	Ansatt rep	Under 2 mrd kr	Over 15 mrd kr
Under kr 50.000	18 %	0 %	17 %	32 %	32 %	5 %
Kr 50 - 99.000	25 %	22 %	27 %	25 %	32 %	9 %
Kr 100 – 199.000	33 %	15 %	38 %	34 %	21 %	51 %
Kr 200 – 299.000	13 %	25 %	13 %	9 %	5 %	22 %
Over kr 300.000	9 %	37 %	5 %	0 %	10 %	12 %

Tabellen viser at styregodtgjørelsen til styremedlemmene i 38 % av tilfellene ligger mellom kr 100 – 199 000. Når det gjelder styreledere har 37 % over kr 300 000, altså det dobbelte av styremedlemmene. De største selskapene, med en omsetning over 15 milliarder kroner betaler ut høyere styrehonorar enn bedrifter med omsetning under 2 milliarder kroner. I vår analyse er det å forvente at fordelingen av styrehonorar er noe lavere siden selskapene vi benytter er av rundt 150 000 selskaper av varierende størrelse, og ikke bare de 400 største.

Rapporten sier at med ca 150 timer som medgår til forberedelse, 8 styremøter i snitt og 2 dagers strategimøte, er det en timesats på ca kr 300 og oppover for styremedlemmer. Undersøkelsen spurte alle som deltok om de synes godtgjørelsen reflekterer den arbeidsinnsatsen og ansvaret som kreves. Her var det kun 43 % som svarte meget og ganske bra, mens 18 % mente at styrets godtgjørelse var dårlig eller meget dårlig. Misnøyen fordelte seg jevnt mellom styreleder, eiervalgte og ansattvalgte styremedlemmer. Ved å se på størrelsen på bedriften er det en klar tendens til at mindre bedrifter utbetaler et lavere styrehonorar enn større selskaper. I tillegg er menn mer misfornøyde enn kvinner.

Rapporten spurte videre om hva slags type styregodtgjørelse styremedlemmene og styreleder kunne tenke seg å motta. Resultatet sammenlignet med i 1993 var følgende:

Tabell 3: Type styregodtgjørelse medlemmene ønsker

	2008	1993
Fast beløp for ansvar og arbeid	63 %	49 %
Et fast beløp for ansvar pluss et variabelt beløp for arbeid	23 %	27 %
Et fast beløp for ansvar, et variabelt beløp for arbeid og en resultatavhengig bonus	9 %	21 %
Ikke svart	5 %	3 %

Tabellen viser at de fleste ønsker fast betaling, noe som kan tyde på at de fleste er risikoaverse og dermed ønsker å vite hva de får utbetalt. I 1993 ønsket 49 % av de spurte fast betaling og i 2008 ville hele 63 % ha fast betaling. Dette viser at det trygge og sikre var mer attraktivt i 2008 enn i 1993. 2008 var et år med finansiell uro slik at dette kan ha påvirket svarene til de spurte.

Styrehonorar er som nevnt tidligere lave i Norge sammenlignet med andre land. For eksempel fant man i en undersøkelse fra USA i 2001 at gjennomsnittlig kompensasjon for styremedlemmer i selskaper notert på S&P 500 var på \$100 807 per person, og denne kompensasjonen ble gitt både som penger og i aksjeopsjoner (Gabrielle, 2001). I Portugal viser en undersøkelse gjort mellom 2002 og 2004 (Fernandes, 2008) at gjennomsnittlig styrehonorar utbetalt til styret var på € 267 524 per person, men med store forskjeller mellom store og små foretak. I de store selskapene var gjennomsnittet 649 711 € og i de små 71 460 €. I Spania var gjennomsnittlig utbetaling til hele styret € 977 550 mellom 1990-1995 (Crespí-Cladera & Gispert, 2003). Det er tydelig at størrelsen på selskapene er meget avgjørende for størrelsen på utbetalingen til styret, og dette kan være med på å forklare hvorfor utbetalingene er mindre i Norge. Selskaper i et lite land som Norge er generelt mindre enn i andre større land.

6. Gjennomgang av litteraturen

Det finnes få studier som ser på sammenhengen mellom styrhonorar og selskapers avkastning. De fleste studier har konsentrert seg om kompensasjonspakken til daglig leder, og effekten av denne kompensasjonen på selskapets avkastning. Ut i fra agentteorien kan det være logisk å se på denne sammenhengen, da daglig leder opptrer som en agent for aksjonærene. Målet med kompensasjonspakken er å belønne ledere på en slik måte at de higer etter å maksimere aksjonærenes nytte. Prinsipal-agent teorien baserer seg på at agenten bør betales basert på observerbare faktorer, og kontrakter bør utformes slik at agenten motiveres til å ha best mulig innsats. At selskaper tilbyr høye honorar kan også skyldes at de ønsker å tiltrekke seg de beste tilgjengelige agentene. Dermed bør vi kunne forvente en positiv sammenheng mellom lederes kompensasjon og selskapers resultat. På samme måte kan man si at styret jobber for aksjonærene, og vi vil derfor forvente en positiv sammenheng også mellom styrehonorar og resultat.

Litteraturen gir derimot ikke klare bevis på dette, det fremkommer forskjellige resultater fra forskjellige land. Vi har i tabellene på de to neste sidene oppsummert de seneste artiklene som omhandler sammenhengen mellom styrehonorar og resultat.

I de fleste artiklene finner man en positiv sammenheng mellom kompensasjon og resultatmål, men sammenhengen eksisterer i flere tilfeller kun ved bruk av ett eller to års lag på resultatmålet. I artikkelen fra Malaysia får de tvetydige resultater etter hvilket resultatmål som benyttes. Det forventes at det positive forholdet er mindre i store selskaper enn i små. I artiklene fra Malaysia og Spania finner man at økt eierskapskonsentrasjon har negativ effekt på styrehonoraret. Det som påvirker utbetaling av styrehonorar er størrelse, kompensasjon i forrige periode, om daglig leder er styreleder og diverse selskapsspesifikke faktorer. I artikkelen fra Storbritannia finner man en sammenheng mellom resultatmål og styrehonorar på grunn av aksjeopsjoner.

Forfattere Land og år	Data og Metode	Avhengige variabler	Uavhengige variabler	Mål	Resultat
Doucouliaagos, Haman & Askaray Australia 2007	14 børsnoterte Australske banker 1992-2005 OLS Faste effekter Førstedifferanse	ln(totalt honorar til styret) ln(gj.snitt styrehonorar)	Resultat Selskaps størrelse Alder Corp. Governance: Eierskapsstruktur	Aksjonær avkastning EPS ROA ROE Markedsmål ln (total kapital) _{t-1} Styremedlemmenes alder Styrets størrelse Avhengige/uavhengige Interlocking Møtefrekvens Utskiftning av styremedlemmer Andel aksjer eid av de 20 største aksjonærene	Finner ingen sammenheng mellom styrehonorar og selskapers resultat med ett års lag på resultatmålet. Med to perioders lag på resultatmålet finner de en positiv sammenheng mellom kompensasjon og resultat Det som påvirker kompensasjon er: kompensasjonen i den forrige perioden, størrelsen på banken, alder på styremedlemmene og bankspesifikke effekter.
Ghosh India 2006	426 Indiske industriselskaper 1997-2002 Faste effekter	Kompensasjon Lønn Provisjon Frynsegoder Møtegodtgjørelse	Resultat Selskapets størrelse Corporate governance Diversifisering Selskaps-spesifikk heterogenitet	ROA Tobins Q ln(salg sinntekt) Avhengige/uavhengige Styrets størrelse Antall unike produkter Produktsalg/totalsalg Antall fabrikk steder Annonse kostnader/salg R&D kostnader/salg Alder på selskapet	Finner en signifikant positiv sammenheng mellom styrehonorar og resultat. Det positive forholdet forventes å være mindre i store selskaper enn i små. Styrehonorar er først og fremst påvirket av nåværende og forrige års resultat, forrige års resultat har større påvirkning enn nåværende år, spesielt for små selskaper. Hvis CEO er styreleder, øker styrehonoraret. Styrehonorar blir også påvirket av selskapets diversifisering.

Crespi-Cladera & Gispert Spania 2003	Spanske børsnoterte selskap 1990-1995 Faste effekter	ln(gjennomsnittlig styrehonorar)	Resultat Sektor resultat Selskaps størrelse Corp. Governance:	ln(1+ ROA) Aksjonær avkastning ln(1+ROA sektor) Gj.snittlig aksjonær avkastning i sektor Salg Eierskaps-konsentrasjon Gjeldsgrad	Finner en positiv sammenheng mellom styrehonorar og selskapets resultat. Finner en negativ sammenheng mellom sektor resultat og styrehonorar. Finner en positiv sammenheng mellom størrelse og styrehonorar. Eierskapskonsentrasjon har en negativ signifikant effekt på styrehonorar. Det er ikke mulig å bekrefte at gjeldsgrad spiller en viktig rolle i fastsettelsen av utbetalingspolitikk.
Dogan & Smyth Malaysia 2002	Selskaper notert på Kuala Lumpur Stock Exchange 1989-2000 Førstedifferanse	ln(styrehonorar)	Resultat Sektor resultat Størrelse Eierskaps- konsentrasjon	Aksjonæravkastning ln(1+ROA) Gj.snittlig aksjonær avkastning i sektor ln(1+ROA sektor) ln(salgsinntekt) Andel aksjer eid av største aksjonær	Sammenhengen mellom styrehonorar og resultat er tvetydig. Man finner en positiv sammenheng ved markedsbaserte tall, men en negativ sammenheng ved regnskapsbaserte tall. De finner ingen beviser for et signifikant forhold mellom styrehonorar og sektor resultat Finner et svakt signifikant negativt forhold mellom styrehonorar og eierskapskonsentrasjon, og et positivt forhold mellom honorar og størrelse.
Main, Bruce & Buck Storbritannia 1996	Register of Directors' Interests, London Stock Price database og Datastream Førstedifferanse	Betaling og bonus til styret Betaling og bonus til det best betalte styremedlemmet Betaling og bonus til CEO	Resultat Sektor resultat Størrelse	Aksjonæravkastning, inkludert lags Aksjekurser ln(salgsinntekt _{t-1})	Pga. aksjeopsjoner er det en positivt signifikant sammenheng mellom styrehonorar og resultat. Effekten av opsjonskomponenten er å lage en mer resultatsensitiv kompensasjonspakke.

7. Resultatmål

Det finnes flere typer resultatmål som kan brukes for å evaluere en bedrifts lønnsomhet. De målene som har blitt brukt i litteraturen kan man dele inn i tre grupper; regnskapsbaserte, markedsbaserte og en blanding av regnskaps- og markedsbaserte resultatmål. Ved sammenligning av studier må man være oppmerksom på at ulike definisjoner av lønnsomhet kan være med på å påvirke det endelige resultatet, og dermed konklusjonen av studien. Typiske resultatmål som er blitt brukt i litteraturen vises i følgende tabeller:

Regnskapsbaserte mål:

Type måletall	Definisjon
Return on Assets (ROA)	Resultat før renter og skatt / totalkapital
Return on Equity (ROE)	Resultat etter renter og skatt / egenkapital
Return on invested capital (ROIC)	Driftsprofitt minus justert skatt / driftsrelatert kapital

Markedsbaserte mål:

Type måltall	Definisjon
Return on stock	Verdiøkning i løpet av et år
Cumulative Abnormal Returns (CAR)	Økning i avkastning ved uventet hendelse

Regnskaps- og markedsbaserte mål:

Type måltall	Definisjon
Tobins Q	Markedsverdi av totalkapitalen / gjenanskaffelseskost av totalkapitalen
Marked til bok	Markedsverdi / Bokverdi (av egenkapitalen)

Vår informasjon om selskapene inneholder ikke markedsdata, og majoriteten av selskapene i vårt datasett er heller ikke børsnoterte og har dermed ikke oppdaterte markedsverdier. Vi må derfor bruke resultatmål basert på regnskapstall. Bruk av regnskapstall er generelt en enkel og god måte å måle prestasjon på ettersom de er lett tilgjengelige, lette å verifisere og relativt

lette å forholde seg til. I tillegg blir de regnskapsbaserte tallene ikke i samme grad påvirket av investorers pessimisme og optimisme som markedsbaserte tall. Et motargument for bruk av regnskapsbaserte tall er at de er bakoverskuende og kan være lett manipulerbare. Ledelsen kan også påvirke regnskapstall innenfor lovens rammer, for eksempel ved utsettelse av innkjøp og investeringer som kommer i slutten av året, slik at disse kommer i neste års regnskap. Ledere/eiere med kortsiktige interesser i selskapet vil kunne fokusere på best mulige resultater her og nå, og ikke bry seg om negative virkninger på lang sikt. Som sagt baserer regnskapsbaserte mål seg på ting som har skjedd i fortiden, og man tar derfor normalt ikke hensyn til forventninger om fremtiden; dermed reflekteres kun tidligere verdiskapning, og det trenger ikke nødvendigvis være det sittende styrets valg og investeringer som er grunnen til selskapets nåværende resultater. Enkelte ganger kan det ta flere år før man ser fruktene av god eierstyring basert på regnskapstall.

7.1 Ulike resultatmål

Vi har sett nærmere på en del av de regnskapsmål som finnes for evaluering av lønnsomhet.

7.1.1 Return on Equity: ROE

Roe er et mål for hvor mye profitt et selskap generer med pengene som aksjonærene har investert. Tallet er gitt før dividende er betalt til ordinære aksjeeiere, men etter at preferanseaksjonærene har fått sin dividende.

Roe er sensitiv til gjeldsgrad fordi den antar at overskudd fra gjeldsfinansiering kan investeres til en avkastning som er høyere en risikofri rente; roe vil øke med høyere gjeldsgrad. Et annet negativt trekk ved roe er at det blir påvirket av selskapets og landets regler for avskrivninger, ved at raske avskrivninger vil føre til høyere roe.

Basert på problemene nevnt over bør roe derfor ikke sammenlignes ukritisk på tvers av bransjer, men det er et nyttig mål ved sammenligning av et selskaps fortjeneste med andre selskap i samme bransje.

7.1.2 Return on Assets: ROA

Roa måler hvor lønnsomt et selskap er relativt til totale aktiva, med andre ord hvilken fortjeneste ble generert fra investert kapital. Roa blir derfor også noen ganger referert til som return on investments. I Norge kalles roa totalkapitalrentabilitet.

Roa for børsnoterte selskaper kan variere mye, og vil være veldig avhengig av industrien. Roa blir også påvirket av de samme faktorene nevnt under roe bortsett fra gjeldsgraden. Dette gjør at det er best å sammenligne roa med selskapets egne tidligere roa tall eller et lignende selskaps roa tall når man skal bruke det som et resultatmål.

7.1.3 Return on Invested Capital: ROIC

Roic er et omfattende måltall fordi det er produktet av to verdidrivere (driftsmargin og kapitalomsetning). Roic før skatt kan defineres som $(EBIT/salg) * (salg/investert\ kapital)$ der EBIT er earnings before interest and taxes. Dersom et selskap ikke har finansielle aktiviteter er roic lik roa. Negativt ved bruk av roic er at det er et lett manipulerbart måltall, som kan bli påvirket av ledelsen, regnskapspraktiseringer og endringer, og også endringer i valutakurser og rentenivå.

Roic er til nå et lite brukt måltall i litteraturen.

7.1.4 Driftsmargin = Driftsresultat / Omsetning

Driftsmarginen sier hvor mye bedriften får igjen for hver omsatte krone. Når man anvender driftsmargin til å vurdere et selskap bør man se på driftsmarginens utvikling over flere år, og sammenligne den med konkurrerende selskaper. Forutsetningene for høy driftsmargin varierer kraftig mellom bransjer, og man bør derfor unngå å benytte driftsmargin til sammenligning av svært ulike selskaper.

7.2 Valg av resultatmål

Vårt utvalg av bedrifter er svært varierende når det gjelder størrelse, omsetning og bransjer, og det er derfor viktig med et mål som blir influert av disse tallene i minst mulig grad. I de lignende studiene som ser på styrehonorar og selskapers lønnsomhet har de, i tillegg til markedsbaserte tall, alle brukt roa. Vårt utvalg er som sagt begrenset til regnskapstall. Vi velger å følge de tidligere studiene, og benytter oss av roa som mål på avkastning og lønnsomhet. Som nevnt tidligere kan resultatene av en studie lett bli påvirket av hva slags måletall som blir benyttet, og derfor vil vi også benytte et annet måltall for å kontrollere resultatene roa gir oss. Som dette kontrollmålet har vi valgt driftsmargin ettersom dette tallet er godt representert i tallmaterialet.

DEL 2: DATA OG METODE

8. Datagrunnlag

Dataene våre er hentet fra Dun & Bradstreets database (DB), og viser regnskapstall fra alle norske bedrifter samlet fra 1992 til 2005. Dun & Bradstreet er verdens største kommersielle database og har levert kredittopplysninger siden 1841. Den inneholder i dag informasjon om 110 millioner internasjonale foretak. Materialet vi har benyttet er bearbeidet av Aksel Mjøs (2007) som brukte det i sitt doktorgradsarbeid ved NHH.

8.1 Trimming av materialet

For å kunne analysere om utbetaling av styrehonorar har betydning for bedriftens avkastning er det nødvendig å utarbeide et datamateriale som best mulig kan måle dette. Vi har derfor gjennomført en rekke begrensede valg i forhold til det opprinnelige materialet. Dette innebærer at vi for alle de aktuelle verdiene har fjernet ekstremverdier og sørget for at observasjonene er oppgitt innenfor et intervall som er i tråd med økonomisk teori.

8.1.1 Konstruksjon av datasettet

Det første vi gjorde var å velge ut hvilke variabler vi ønsket å ha med fra DBs regnskapstall fra 1992 til 2005, for så å sette sammen disse variablene for hvert av årene. Et datasett som inneholder observasjoner av en rekke variabler observert over flere perioder kalles paneldata. I datasettet har vi oppgitt organisasjonsnummeret til hver enkelt bedrift. Disse fungerer som den enhetsspesifikke variabelen som gjør at vi kan kjenne igjen en bedrift fra et år til et annet. Årstallene fungerer som tidskomponenten i paneldatasettet. Det er til sammen 147 830 ulike organisasjonsnummer i materialet og 615 546 observasjoner av styrehonorar. I gjennomsnitt blir dette 4,16 årlige observasjoner av styrehonorar for hvert selskap.

Det var først i år 1996 at vi hadde tilstrekkelig med observasjoner av styrehonorar, slik at tallene vi benytter kommer i fra årene 1996 til 2005. Vi har valgt å inflasjonsjustere tallene til 2005 nivå, for å ta høyde for endringer knyttet til naturlig vekst i økonomien. For å kunne inflasjonsjustere variablene fant vi konsumprisindeksen (kpi) for de ulike årene relativt til 2005 på nettsidene til SSB.

8.1.2 Fjerning av observasjoner

Det opprinnelige tallmaterialet består av bedrifter med ulike karakteristikk, alt fra morselskap til datterselskap og enkeltmannsforetak til selskap med begrenset ansvar. For at

datasettet skal bli mest mulig representativt for analysen er det nødvendig at materialet er unisont. I enkeltmannsforetak eksisterer det sjelden styrever og i tillegg er daglig leder og eier ofte samme person. Sannsynligheten for at det vil oppstå agentproblemer knyttet til at eier og daglig leder har ulike insentiv er dermed liten. På grunn av dette har vi valgt å fjerne alle enkeltmannsforetak fra analysen. I tillegg har vi valgt å droppe alle observasjoner hvor bedriften står oppgitt som datterselskap, fordi betaling til styret i datterselskap ofte er uklar. Det er vanskelig å vite strukturen og relasjonen mellom styret til morselskapet og datterselskapet. I noen tilfeller blir styret i datterselskapet betalt gjennom morselskapet slik at styret i datterselskapet står notert med null i styrehonorar selv om de får utbetalt godtgjørelse. Datasettet består dermed bare av morselskaper. Vi har i datasettet oppgitt morselskapets organisasjonsnummer i 2005 for bedrifter som er datterselskaper, slik at vi genererte en dummy for bedrifter som har variabelen mors organisasjonsnummer og deretter fjernet alle disse fra datasettet. En svakhet med dette er at vi ikke kan kontrollere om et selskap har blitt kjøpt opp, eller har endret struktur fra å være datterselskap til ikke fra et år til et annet. Vi har også fjernet alle selskapene som har gått konkurs i løpet av de ti årene fordi vi ikke vet i hvilket år de gikk konkurs, ettersom variabelen i datasettet bare oppgir om bedriften er konkurs i 2003.

I det opprinnelige materialet finnes det finansielle selskap, slik som holdingselskap. Holdingselskap har ikke salgsinntekter siden de ikke driver egen virksomhet, men eier større aksjeposter i andre selskap. På grunn av dette vil ikke resultatmålene vi benytter gi noe gyldig resultat og dermed ekskluderer vi disse. Det samme er også blitt gjort i lignende analyser. Ut i fra NACE kodene (næringskoder) vet vi at finansielle selskap holder til i bransje 65 og 70 (SSB), slik at det er innefor disse bransjene vi fjerner bedrifter uten salgsinntekt.

Tabellen på neste side viser hvor mange observasjoner som forsvinner ved årlige begrensninger på enkeltmannsforetak, datterselskap, holdingselskap og selskaper som har gått konkurs.

Tabell 4: Droppede observasjoner ved ulike begrensninger

År	Antall enkeltmansforetak	Antall datterselskap	Finansielle selskap NACE 65	Finansielle selskap NACE 70	Antall konkurser
1996	0	15 346	986	3 218	7295
1997	0	16 379	1 126	3 585	7408
1998	0	19 040	1 290	4 450	7447
1999	0	18 970	1 155	6 551	6480
2000	25	21 513	1 293	9 139	5892
2001	157	23 513	1 352	9 970	4560
2002	0	25 925	1 253	10 939	2450
2003	1648	36 740	1 853	24 119	798
2004	85	26 082	1 232	15 903	41
2005	136	29 407	2 545	18 219	34
Totalt	2051	232 915	14 184	106 093	42 414

Dersom en bedrift mangler en observasjon i ett år, blir den droppet for dette året, og ikke de andre årene hvor observasjonen finnes.

8.1.3 Genererer nye variabler til datasettet

Ikke alle variablene vi ønsker å benytte i analysen eksisterer i det opprinnelige materialet, slik at vi har generert en rekke nye variabler. Datamaterialet oppgir kun total egenkapital og sum eiendeler, og derfor har vi generert total gjeld som en ny variabel ved å trekke total egenkapital fra sum eiendeler. Denne er nødvendig når vi skal beregne gjeldsgraden til de ulike selskapene. Gjeldsgrad er en av de variablene vi tror kan være med på å bestemme utbetaling av styrehonorarer i tillegg til å være avgjørende for en bedrifts avkastning.

Bedriftens størrelse er en annen variabel som kan påvirke resultatet av analysen. Siden vi ikke har oppgitt antall ansatte før i år 2001 er ikke denne variabelen et godt mål på bedriftens størrelse. Vi velger derfor logaritmen til salgsinntekt som størrelsesindikator, slik det er gjort i andre analyser. En svakhet knyttet til å bruke salgsinntekt som mål for bedriftens størrelse er at innenfor en viss type virksomheter, slik som rederi og shipping, kan selskapene lettere

oppnå en høy salgsinntekt enn i andre bransjer. Dermed behøver ikke selskapet å være en stor bedrift innenfor sin bransje for å bli klassifisert som stor bedrift i vårt materiale.

I det opprinnelige tallmaterialet finnes det en variabel som oppgir NACE kodene ved to siffer i stedet for seks. Det vil si at hvilken bransje bedriften befinner seg i er spesifisert med verdier fra 0 til 99. For å gruppere selskapene inn i de ulike bransjene konstruerte vi én dummyvariabel for hver av NACE kodene på to-siffer nivå. Resultatet ble at selskapene grupperte seg i 61 ulike dummyvariabler. Hvilke bransjer selskapene befinner seg i og antall observasjoner innenfor hver av disse finnes i vedlegget. Siden vi arbeider med paneldata vil en bedrift være representert i samme bransje flere ganger. Dermed kan det virke som om vi har flere observasjoner enn det vi faktisk har.

For å kunne se på hvordan endringer i utbetaling av styrehonorar over tid påvirker resultatet til bedriften konstruerer vi årsummyer.

Ut i fra teoridelen vet vi at styrets rolle varierer etter hvor i livssyklusen bedriften befinner seg, så vi ønsker å ta høyde for dette i analysen. For å generere en variabel som illustrerer dette benyttet vi oss av alderen på selskapet. Bedrifter som har en alder mellom 0 og 4 år har vi klassifisert som nyetablerte, mellom 5 og 9 år som raskt voksende, 10 til 25 år som voksende og de fra 26 og oppover som modne selskap. Denne klassifiseringen passer ikke for bedrifter i alle næringer, men på generell basis mener vi at dette vil være en god inndeling. Antallet bedrifter i disse intervallene vises i tabellen under

Tabell 5: Observasjoner inndelt etter alder

Alder	Antall observasjoner
0 til 4 år	149 386
5 til 9 år	113 776
10 til 25 år	145 303
26 år og oppover	38 871

Tabellen viser at det er flest observasjoner i nyetableringsfasen. Siden alder er oppgitt for alle observasjonene til en bedrift, vil et selskap ha oppgitt en ny alder for hver gang den står representert i datasettet. Dette gjør at en bedrift kan være representert innenfor flere kategorier. I løpet av en tiårsperiode kan bedriften ha gått fra å være nyetablert i 1996 til rask voksende i 2000 og voksende i 2005.

Resultatmålet som benyttes i analysen er beskrevet i teoridelen. Vi genererer roa logaritmisk og inflasjonsjustert som i lignende studier. Bakgrunnen for å benytte logaritmiske verdier er at veksten til variabelen er forventet å avta etter hvert som verdien øker. Dette gjelder variabler slik som roa, lønn til daglig leder, salgsinntekt og utbetaling av styrehonorar. For lave verdier av disse variablene vil det være større vekst potensiale enn for høyere verdier. Siden roa har verdier i prosent, konstruerer vi logaritmiske verdier ved å legge til én før vi tar logaritmen. Grunnen til dette er at det ikke er mulig å ta logaritmen til verdier som er null eller negative, og i tillegg blir logaritmiske verdier av alle tall mellom null og én negative. Roa kan ha både positive og negative verdier, slik at hvis vi unnlater å legge til én mister vi mye informasjon ved å ta logaritmen. Dette er uønskelig. Når det gjelder verdier for styrehonorarer er det en del bedrifter som oppgir at de ikke betaler ut styrehonorar. Disse bedriftene står oppgitt med null, og dermed mister vi observasjonen hvis vi tar logaritmen. For å forhindre dette skrev vi en kommando i Stata som satte den logaritmiske verdien til disse observasjonene lik null hvis de var oppgitt med null i styrehonorar.

8.1.4 Fjerne ekstremverdier

Når det gjelder de ulike variablene er det gjort begrensninger basert på hva som er realistiske forventninger i forhold til oppgitte verdier. Vi har kjørt uformelle tester ved å plote alle variablene for å finne de verdiene som skiller seg ut. Ekstremverdiene varierer fra en variabel til en annen slik at hver variabel vil bli diskutert en etter en. Hvor mange observasjoner som blir droppet ved hver av disse begrensningene er oppsummert i tabellen.

Tabell 6: Droppede observasjoner

Bruk av kommandoen "drop if"	
i_driftsrs > 6 000 000 000	26 observasjoner
i_driftsrs < - 2 940 000 000	1 observasjoner
i_daglonn < 0	65864 observasjoner
lonnsos < 0	5795 observasjoner
i_invkap < 0	33792 observasjoner
i_ebitda < - 3 500 000 000	0 observasjoner
i_gjeld < 0	485 observasjoner
i_styrehon > 4 500 000	3 observasjoner
i_ordrsfs < - 4 000 000 000	4 observasjoner
i_ordrsfs > 4 500 000 000	13 observasjoner
i_salgsinn > 60 000 000 000	0 observasjoner
sumeind > 200 000 000 000	6 observasjoner
lonnsos > 4 500 000 000	8 observasjoner
i_ebitda > 4 000 000 000	5 observasjoner
i_salgsinn < 0	258 observasjoner
i_ek < 0	54223 observasjoner
i_roa < -1	4053 observasjoner
i_roa > 1	3674 observasjoner

1. Roa

Vi har valgt å sette en grense på minus én nedover og én oppover, etter å ha sett på topp- og bunnpersentilene. 1 % persentilen er større enn minus én og 99 % persentilen er mindre enn én, det vil si at vi dropper svært få observasjoner ved å sette denne begrensningen. I tilsvarende analyser i litteraturen er denne begrensningen også benyttet.

Tabell 7: Karakteristika på roa før og etter begrensninger, styrehonorar > 0

	Antall obs	Gj.snitt	St.avvik	Min	Maks	Median	1 % persentil	99 % persentil
Roa før	50015	0,0738	0,4769	-57,09	7,172	0,0615	-0,606	0,663
Roa etter	49710	0,0868	0,182	-0,999	0,999	0,062	-0,458	0,6471

Som vi ser fra tabellen mister vi kun 305 observasjoner av selskaper som utbetaler styrehonorar når vi setter begrensningen. Standardavviket synker betraktelig siden vi fjerner de ekstreme verdiene, og gjennomsnittet går opp fordi vi har store negative verdier før begrensningen.

2. Styrehonorar

Styrehonorar er både oppgitt i positive og negative verdier. Utbetaling av styrehonorar skulle ut i fra økonomisk teori være oppgitt i positive verdier, slik at vi velger å fjerne alle negative verdier. I tillegg er det noen observasjoner som er ekstreme i positiv retning. For at regresjonen skal bli best mulig fjerner vi disse fra datasettet. Grensen vi satte på maksimalt styrehonorar var 4,5 millioner og dette fjernet 3 store ekstremverdier.

3. Lønn daglig leder

Når det gjelder daglig leders lønn satte vi samme begrensninger som for styrehonorar ved at vi heller ikke her skulle ha observasjoner med negativ lønn. I positiv retning begrenset vi ikke noe.

4. Salgsinntekt

Salgsinntekt er benyttet som variabel for å forklare størrelsen på bedriften. Begrensningene gjort på salgsinntekt er de samme som over, med at vi fjerner alle negative observasjoner. Vi fjerner også observasjoner med verdier over 60 milliarder da disse skiller seg veldig ut fra resten av utvalget. I tillegg har vi fjernet alle de finansielle selskapene som har salgsinntekt lik null da disse ofte er holdingselskaper.

5. Lønnskostnad

For lønnskostnad er det fjernet alle negative verdier samtidig som det er satt ett tak på at bedriften maksimalt kan ha 4,5 milliarder i lønnskostnad.

6. Driftsresultat

Driftsresultat kan både være positivt og negativt. Intervallet vi har valgt å benytte ligger innenfor maksimalt 6 milliarder og minimalt -2,94 milliarder. Dette valget er gjort ut i fra det som virker realistisk etter å ha laget et plot av variabelen.

7. Ordinært resultat før skatt

For denne variabelen har vi valgt å sette et tak på 4,5 milliarder og bunn på -4 milliarder. Bakgrunnen for denne avgrensingen er plot av variabelen mot styrehonorar.

8. Egenkapital

Vi har også valgt å fjerne alle observasjonene til bedrifter med negativ egenkapital. Når en bedrift har negativ egenkapital innebærer det at selskapet har høyere gjeld enn total verdien av sine eiendeler, og dette vil kunne gi utslag i analysen som ikke er ønskelig.

9. Sum eiendeler

For summen av eiendeler har vi satt et tak på maksimalt 200 milliarder. Det er ingen som har negative verdier.

10. Annet

Vi har også fjernet alle de negative verdiene fra gjeldsvariabelen og investert kapital. Totalt sett på tiårsperioden er det 54 223 observasjoner som blir fjernet ved å droppe ekstremverdier fra de ulike variablene, slik at vi sitter igjen med 447 336 observasjoner. Med tanke på hvor mange observasjoner datasettet inneholder vil vi fortsatt ha et robust og stort utvalg av selskaper etter disse begrensningene. Selskaper i oljebransjen er ofte blant de som blir fjernet. Dette kommer av at de er blant Norges aller største selskaper og har dermed generelt høyere kostnader og inntekter enn andre selskaper i datasettet.

8.2 Diskuter forskjeller ved valg av høyre- og venstreside variabler

Det finnes ulike måter å forklare sammenhengen mellom to variabler på. Man har kausal sammenheng som forklarer den statistiske sammenhengen mellom variablene ved at en uavhengig variabel påvirker verdien på en avhengig variabel. Ikke kausal sammenheng vil si en måling av statistisk sammenheng uten at den ene variabelen betraktes som årsak til den andre (Bleksaune).

I litteraturen om styrehonorar og bedrifters lønnsomhet er kompensasjon brukt som venstreside variabel, dvs. avhengig variabel. Ingen av artiklene gir en god begrunnelse for dette valget. Som høyresidevariabler, uavhengige variabler, blir resultatmål, selskapsstørrelse, bransjeresultat og enkelte corporate governance indikatorer (eks. eierskapskonsentrasjon) brukt i alle artiklene vi gjennomgikk i kapittel 6. I utgangspunktet har vi tenkt motsatt vei, det vi ønsker å finne ut er om økte styrehonorarer fører til bedre resultatmål, og ikke om bedre resultater fører til høyere styrehonorar. Det er mulig å tenke seg

at høyere kompensasjon fører til at man jobber hardere, noe som ikke kan observeres, eller at man tiltrekker seg de beste folkene, noe som gjør at bedriftens resultater vil kunne bli bedre. På den andre side kan man også tenke seg at styrene får mer i lønn hvis bedriften gjør det godt, altså som en belønning for god innsats. Dette vil typisk kunne være lønn i form av opsjoner og aksjer. Vi har altså et endogenitetsproblem (se kapittel 8.4.1). I Norge er det ikke like utbredt med resultatbasert kompensasjon til styrene som det er i andre land, dette kan føre til at vi kanskje ikke kan vente de samme resultatene som man har funnet i disse landene. Men på den andre siden vil man også kunne tro at selskaper kjøper seg dyktige styremedlemmer, og at man må betale dyrt for de dyktigste. Derfor vil vi kunne forvente en sammenheng også i Norge. Det eksisterer også en tidsdimensjon i datasettet vårt, der resultat i år kan påvirke honorarer neste år og honorar i fjor kan ha betydning for resultat i år. Dermed vil kausaliteten kunne gå begge veier. Vi velger å kjøre to analyser, én for å se sammenhengen slik vi i utgangspunktet tenkte, med resultatmålet som responsvariable, og én analyse lik det som er gjort i litteraturen, med styrehonorar som responsvariabel.

Valg av variabler baserer seg på det vi tror kan være med på å forklare sammenhengen. Som størrelse variabel benytter vi logaritmen til salgssinntekt. Alder grupperes i ulike faser for å hjelpe til med å forklare om resultatet bedriften oppnår kan være påvirket av hvor lenge selskapet har vært drevet. Siden bedriftens resultat er rapportert i slutten av året, vil det være nyttig å benytte en lagged variabel av styrehonorar. Dette for å kunne se om utbetaling av styrehonorar i fjor har bidratt til at styret har arbeidet hardere dette året for å maksimere selskapets avkastning. Lønn til daglig leder er inkludert fordi ledere ofte er betalt med resultatdrevene mål og skal i samarbeid med styret arbeide for å gi selskapet best mulig resultat. Selskap som er hardt gjeldsbelastet har store faste kostnader som er med på å redusere resultatet, slik at det er å forvente en negativ sammenheng mellom gjeldsgrad og bedriftens resultat. De siste variablene som er tatt med er års- og næringsdummyene. År er med for å analysere om det eksisterer en årlig effekt, mens næringsdummyene for å illustrere eventuelle forskjeller mellom næringer.

8.2.1 Variabelliste:

- $\ln i_roa$: logaritmisk transformerte tall, der $\ln i_roa = (1+i_roa)$, inflasjonsjustert
- $\ln i_styrehon$: logaritmiske, inflasjonsjusterte styrehonorar
- $\ln i_styrehon_lag$: en lagged styrehonorarvariabel, kan være flere lag tilbake i tid

- `lni_daglonn`: Inflasjonsjusterte logaritmiske tall av lønn til daglig leder
- `lni_salgsinntekt`: indikerer størrelsen på selskapet
- 0-4 år: indikerer at bedriften er mellom 0-4 år
- 5-9 år: indikerer at bedriften er mellom 5-9 år
- 10-25 år: indikerer at bedriften er mellom 10-25 år
- 26+ år: indikerer at bedriften er over 26 år
- `i_gjeldsgrad`: inflasjonsjusterte gjeldsgrad
- `lni_roa_lag`: en lagged resultatvariabel, kan være flere lag tilbake i tid
- `bransjek_*`: dummy som indikerer bransje
- `aar*`: årsdummy som indikerer årene vi analyserer

8.3 Statistisk teori

I analysedelen vil vi benytte oss av statistiske metoder for å se om utbetaling av styrehonorar påvirker bedriftens resultat. Datasettet som blir benyttet i denne oppgaven er satt sammen til paneldata. Det som kjennetegner paneldata er at alle variablene i datasettet er observert over en lengre periode, altså flere tverrsnittsdata satt sammen over tid. Tverrsnittsdata er et datasett av en populasjon samlet på et gitt tidspunkt. Paneldata kan være balansert ved at de samme enhetene oppstår i hver tidsperiode, eller ubalansert der ikke alle enhetene er registrert hvert år. I vår analyse har vi ubalanserte data siden ikke alle bedriftene har oppgitt at de utbetaler styrehonorar hvert år (Wooldridge, 2009).

Statistisk regresjon er et mye brukt analyseverktøy og blir anvendt for å finne verdien på en variabel med utgangspunkt i andre variabler. Teknikken baserer seg på å lage en matematisk funksjon som beskriver forholdet mellom en responsvariabel, den avhengige variabelen, og andre variabler som er tatt med i funksjonen fordi de kan bidra til å forklare variasjonen i den avhengige variabelen. Disse andre variablene kalles uavhengige variabler eller forklaringsvariabler. Regresjon med flere uavhengige variabler kalles multipl regressjon. Variasjonene som ikke blir fanget opp av forklaringsvariablene plukkes opp av feilledet. Parameterne er estimert slik at de skal plassere regresjonslinjen best mulig ut i fra observasjonene (Keller & Warrack, 2003).

8.3.1 Analyseverktøy

Den første metoden vi vil benytte er minste kvadraters metode (OLS, Ordinary Least Squares). Dette er den enkleste og mest brukte formen for regresjon. OLS kan benyttes ved å bruke tidligere observasjoner for å estimere en verdi i fremtiden, eller for å se på om det eksisterer kausale sammenhenger ved hjelp av hypotesetesting. Metoden finner estimat ved å minimere summen av kvadratene til feilleddene. OLS bygger på en rekke forutsetninger som må være oppfylt for at metoden skal gi et effektivt og forventningsrett resultat.

Et problem som ofte oppstår i statistisk regresjon og fører til at minste kvadraters metode ikke kan benyttes er endogenitetsproblemet. Dette innebærer at det eksisterer korrelasjon mellom feilleddet og en eller flere forklaringsvariabler. Problemet oppstår fordi variabler som burde vært med i analysen er uobserverbare og dermed blir en del av feilleddet (Wooldridge, 2009). Et eksempel på dette, relatert til vår analyse, kan være at vi ikke har tilgjengelig informasjon om hvilken motivasjon og utdanning ansatte i bedriften har. Disse faktorene kan være med på å påvirke resultatet til bedriften, altså en av våre essensielle variabler. Ved å benytte metoder som er beregnet på paneldata vil man noen ganger kunne korrigere for denne type korrelasjon. Andre mulige løsninger på endogenitetsproblemet er å bruke variabler som er gode tilnærminger for den uobserverbare effekten eller anvende en instrumentvariabel. I vårt tilfelle er det enkleste å benytte paneldatametoder. Disse metodene håndterer korrelasjonsproblemet ved at de tillater korrelasjon mellom feilleddet og forklaringsvariabler.

8.3.2 Førstedifferansemetoden

Førstedifferansemetoden er paneldataverktøyet vi har valgt å benytte. Denne metoden tar utgangspunkt i en toperiodemodell.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \delta_2 D^{t=2} + a_i + u_{it}$$

Y er responsvariabelen og X er forklaringsvariabler. β_0 betegner konstantleddet mens de andre β måler forandring i Y ved endring i tilhørende X når andre faktorer holdes fast. Til sammen illustrerer dermed disse andre β - verdiene helningen til regresjonslinjen. $D^{t=2}$ er en tidsdummy, det vil si en variabel som tar verdien null eller én (Wooldridge, 2009). Forskjellen mellom disse tidene er gitt av koeffisienten til dummyen δ_2 . De to siste leddene i likningen $a_i + u_{it}$ er komponentene som utgjør feilleddet. Her er a_i den individuelle uobserverbare spesifikke faste effekten som kan skape endogenitetsproblem. u_{it} er det særegne feilleddet (idiosyncratic error) som endres med tid og mellom enheter. Hvis man

unnlater å ta med tidsdummyen eller ignorerer den uobserverbare faste effekten tilsvarer det å utelate en viktig variabel. Hvis man da benytter minste kvadraters metode vil estimatene bli forventningsskjevne og dermed ikke velegnet til analysen. Fordelen ved førstedifferanse er at man kvitter seg med a_i ved at man trekker to tidsperioder fra hverandre. Matematisk kan dette illustreres slik.

$$t = 1 \quad Y_{i1} = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \delta_2 D^{t=1} + a_i + u_{i1}$$

$$t = 2 \quad Y_{i2} = \beta_0 + \beta_1 X_{i2} + \delta_2 D^{t=2} + a_i + u_{i2}$$

Trekker så likningen $t = 1$ fra $t = 2$ hvor tidsdummyen er én når $t = 2$.

$$(Y_{i2} - Y_{i1}) = (\beta_0 - \beta_0) + \beta_1(X_{i2} - X_{i1}) + \delta_2(1-0) + (a_i - a_i) + (u_{i2} - u_{i1})$$

I denne likningen vil $(\beta_0 - \beta_0)$ forsvinne siden disse ligger på den samme linjen og derfor er like. Det samme gjelder for $(a_i - a_i)$ siden a_i er en fast effekt som er lik i begge tidsperiodene. Dette resulterer i at vi sitter igjen med en likning på endringsform hvor korrelasjonsproblemet mellom den uobserverbare faste effekten og forklaringsvariabelen forsvinner. Endringslikningen vil se slik ut på enklest form og bygges videre på ved multiple regresjon.

$$\Delta Y_i = \beta_1 \Delta X_i + \delta_2 * 1 + \Delta u_i$$

Denne likningen har ikke konstanten β_0 , men en konstant vil i stedet være representert ved tidsverdien δ_2 .

Et mulig problem som kan oppstå ved førstedifferansemetoden er at resultatet ikke blir særlig robust. Bakgrunnen til dette er at variablene kan være drevet av tilfeldigheter i datasettet, og endringen inneholder mye målestøy.

I analysen vil det være ønskelig å undersøke om det eksisterer en sammenheng mellom utbetaling av styrehonorar fra det ene året til det andre, altså om det eksisterer en trend i utbetalingsmønstrer av styregodtgjørelse. Siden likningen ved førstedifferanse er på endringsform kan man se om det er noe sammenheng mellom to eller flere ikke-stasjonære variabler. Hva dette innebærer blir forklart videre.

8.3.3 Spuriøs regresjon.

Definisjonen på en stasjonær prosess er en tidsserie med konstante statistiske prosesser, det vil si at gjennomsnitt, varians og kovarians ikke endres over tid. I statiske prosesser vil endringer som forekommer i forklaringsvariabelen på et tidspunkt slå umiddelbart og fullt ut i

responsvariabelen, slik at man tillater en sammenheng mellom variabler fra samme tidsperiode. Vi kaller stasjonære prosesser integrert i nulte orden, $AR(0)$ prosesser. Hvis tidsserien ikke er stasjonær vil dette skape problemer fordi en eller flere statiske prosesser endres over tid, og dermed ikke returnerer til sitt gjennomsnitt etter hvert som tiden løper. Regresjonsanalysen vil i så tilfelle ikke gi mening fordi den viser en sammenheng mellom variabler som ikke eksisterer, altså en spuriøs regresjon. Spuriøs regresjon kan forekomme hvis variablene som benyttes er integrerte eller har felles trend, noe som kan skje hvis tidsserien er tilfeldig gange (random walk). Tilfeldig gange betyr at tidsseriens verdi i neste periode tilsvarer dagens verdi pluss et ukjent feilledd (Wooldridge, 2009). Dette fører til at all historisk informasjon er uten verdi, man vet aldri om verdien vil gå opp eller ned, eller størrelsen på endringen. Ved stasjonære prosesser vil sjokk som forekommer dø ut med tiden, men for ikke-stasjonære prosesser vil sjokket utgjøre en fast endring, en trend som fører til at man ikke returnerer til gjennomsnittet. I vår analyse vil dette problemet relatere seg til hva som påvirker utbetaling av styrehonorar og om det eksisterer en trend i utbetalingsmønstrer. Det vil dermed være ønskelig å undersøke om gjennomsnittsutbetalingen for de ulike årene ligger omtrent på samme nivå og om det er utenforliggende faktorer som spiller en avgjørende rolle.

Når prosessen ikke er stasjonær ønsker vi å finne ut i hvilken orden variabelen er integrert. Variabler integrert i første orden, det vil si at variabelen er integrert én tidsperiode bak i tid, kalles $AR(1)$. Prosesser som er $AR(1)$ er tidsserier hvor verdien avhenger lineært av tidligere verdier i tillegg til en målbar forstyrrelse. Dersom en variabel er integrert i første orden kan man benytte førstedifferanse metoden eller legge til en trendkomponent for å gjøre variabelen stasjonær. Førstedifferansemetoden kan man bruke fordi man trekker den uobserverbare trendkomponenten i den første perioden fra den andre perioden. Hvis det viser seg at variabelen ikke er integrert i første orden er det mulig å sjekke om variabelen er integrert i andre orden, $AR(2)$. I de fleste tilfeller med økonomiske variabler har man første ordens integrasjon. Det er mulig å teste om man har stasjonære data ved hjelp av Dickey Fuller testen. Skulle det vise seg at man har flere integrerte lag kan man bruke utvidet Dickey Fuller test. Knytter vi dette opp mot utbetaling av styrehonorar, vil det være å anta at hvor mye man betaler det ene året er påvirket av hva man betalte ut året før. For å ta hensyn til en mulig trend i utbetaling av styrehonorar vil førstedifferanse være et godt alternativ som analyseverktøy.

8.3.4 Latent variabelmodell

I datasettet har vi oppgitt en del bedrifter som står registrert med at de ikke utbetaler styrehonorar. Når man benytter vanlig lineær regresjon, slik som OLS og førstedifferanse, vil disse observasjonene påvirke resultatet av analysen ved at de trekker ned gjennomsnittsverdien for styregodtgjørelse. En analyse hvor man ser på forskjell mellom de som velger å betale styrehonorar og de som ikke gjør det vil dermed være relevant. Mulige analyseverktøy vil da være probit- og logitmetoden, som bygger på en latent variabelmodell. En latent variabelmodell er en modell hvor den observerbare uavhengige variabelen er en funksjon av en underliggende latent, ikke observerbar, variabel. I tillegg baserer disse metodene seg på sannsynlighetsmaksimeringsmetoden (MLE, Maximum Likelihood Estimates), det vil si at estimatene er valgt slik at de skal maksimere sannsynlighetsfunksjonen, altså velger den variabelen av alle mulige variabler som gjør at sannsynligheten for observasjonene blir størst.

Probit- og logitmetoden

Probit- og logitmetodene er binære analyseverktøy, det vil si at responsvariabelen er en dummyvariabel som tar verdien null eller én ut i fra om du betaler styrehonorar eller ikke. En klassisk binær responsmodell har formen:

$$P(y = 1|x) = G(\beta_0 + \beta_1x_1 + \dots + \beta_kx_k) = G(\beta_0 + x \beta)$$

Der G er en funksjon som kun tar verdier mellom null og én. Forskjellen mellom logit- og probitmetoden er at de baserer seg på ulike ikke-lineære G funksjoner. Logitmetoden bruker log-funksjon og probitmetoden benytter standard normal kumulativ fordelingsfunksjon. Begge disse funksjonene er voksende. Den latente variabelmodell for probit og logit ser slik ut:

$$y^* = \beta_0 + x\beta + e, y = 1[y^* > 0],$$

Det siste leddet forklarer det binomiske resultatet og kalles derfor en indikator funksjon. Hvis det som står inne i klammene er rett blir verdien én, og hvis ikke null. Det antas at e er uavhengig av forklaringsvariablene og er enten standard log-fordelt eller standard normalfordelt.

Ønsker man å sammenligne de to metodene skaleres man opp probit resultatet med 1,6, og da vil metodene gi omtrent likt svar. Generelt er probit å foretrekke i situasjoner der observasjonene fordeler seg tilsvarende normalfordeling, mens logit er å foretrekke når observasjonene ligger mer spredt. Økonomer har en tendens til å favorisere standard normalfordeling og probitmetoden. Den største forskjellen mellom minste kvadraters metode og logit- og probitmetoden er at minste kvadraters metode antar at forklaringsvariablene har konstant marginal effekt på responsvariabelen, mens probit og logit på sin side antar at effekten er avtagende (Wooldridge, 2009).

8.3.5 Statistiske problem

Alle analyseverktøyene bygger på ulike forutsetninger som må holde for at estimatene skal bli best mulig. Ved brudd på en eller flere av disse kan en rekke mulige problemer oppstå. Hvor alvorlige problemene er og om de lar seg løses varierer. Videre vil vi gå gjennom de mest vanlige problemene.

Multikollinearitet

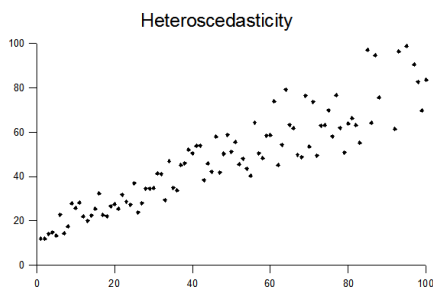
Multikollinearitet oppstår hvis det eksisterer korrelasjon mellom to eller flere av forklaringsvariablene i en multippel regresjon. Slik korrelasjon vil kunne føre til at de uavhengige variabelenes koeffisient endres når variabler legges til eller fjernes fra modellen. Problemet knyttet til multikollinearitet er at hvis to variabler samvarierer vil det være vanskelig å avgjøre hvilken av de som påvirker respons variabelen. Multikollinearitet bryter ikke forutsetningene knyttet til OLS, slik at problemet som oppstår ikke er veldefinert. En måte man kan oppdage multikollinearitet på er at t-testen ikke gir signifikante koeffisienter og ulogiske fortegn mens f-testen er signifikant. Hvis det ikke er perfekt korrelasjon mellom variablene eller de er veldig sentrale for modellen, kan en mulig løsning være å overse problemet. Det er også mulig å droppe en av de korrelerte variablene så sant den ikke er veldig essensiell, men å fjerne en variabel kan kunne resultere i forventningsskjeve data. Med forventningsskjeve estimat vil ikke de beregnede parametrene ligge nært virkelige verdier. En siste løsning er å øke utvalget (Wooldridge, 2009).

Heteroskedastisitet

En forutsetning for OLS er at variansen til feilledet skal være konstant uansett verdi av forklaringsvariablene, dette kalles homoskedastisitet. Ved brudd på denne antagelsen slik at variansen til feilledet ikke er konstant, oppstår heteroskedastisitet. Konsekvensen er at variansformelen blir ugyldig og statistisk inferens er påvirket. Dette gjør at vi ikke har minst

mulig varians og ved bruk av minste kvadraters metode vil ikke estimatene lenger gi Best Linear Unbiased Estimators (BLUE). Det er viktig å poengtere at heteroskedastisitet ikke fører til forventningsskjeve estimat. Heller ikke forklaringsgraden (R^2), det vil si andelen av total variasjon i respons variabelen som blir forklart av de uavhengige variablene, blir påvirket. Problemet er at det ikke lenger eksisterer en lineær sammenheng mellom variablene. For å kontrollere om det eksisterer heteroskedastisitet kan man uformelt plote feilleddene opp mot variabelen man tror fører til heteroskedastisitet, eller plote feilleddet mot estimert verdi for den avhengige variabelen (fitted values). Hvis plottet viser et mønster hvor feilleddet systematisk øker eller reduseres for endrede verdier har man heteroskedastisitet.

Figur 2: Eksempel på heteroskedastisitet



Det er også to formelle tester man kan gjennomføre, The Breush-Pegan test og The White test. Skulle det vise seg at heteroskedastisitet har oppstått kan man korrigere for dette ved å benytte heteroskedastiske robuste standardavvik, Weighted Least Squares (WLS), Generalized Least Squares (GLS) eller Feasible Generalized Least Squares (FGLS) estimat. WLS og GLS er metoder der man transformerer en allerede kjent form av heteroskedastisitet. I FGLS estimerer man først formen for heteroskedastisitet før man transformerer den om. Den mest brukte formen er heteroskedastisk robuste standardavvik siden formen for heteroskedastisitet sjelden er kjent.

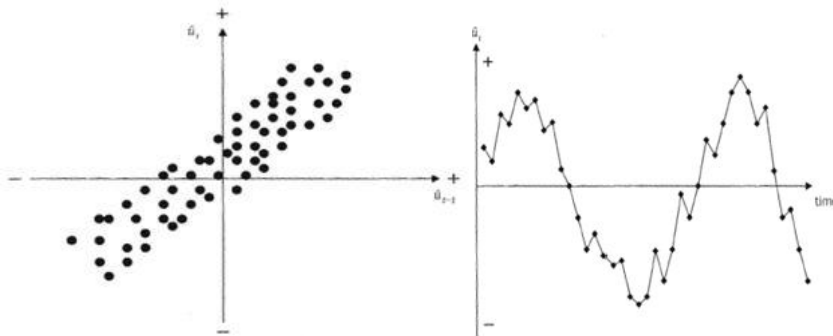
Autokorrelasjon

I analyser hvor man benytter seg av tidsseriedata, data av en eller flere variabler samlet over tid, kan det oppstå problemer med autokorrelasjon. Definisjonen av autokorrelasjon er at det eksisterer korrelasjon mellom feilleddene i de ulike tidsperiodene slik at det vil forekomme en tidstrend. Makroøkonomiske sjokk som henger igjen og bedriftsspesifikke effekter i paneldata kan også være med på å skape autokorrelasjon. Korrelasjonene i feilleddet kan oppstå fordi vi har utelatt relevante variabler, det er en misspesifikasjon i funksjonen eller man har glemt å benytte seg av laggede variabler.

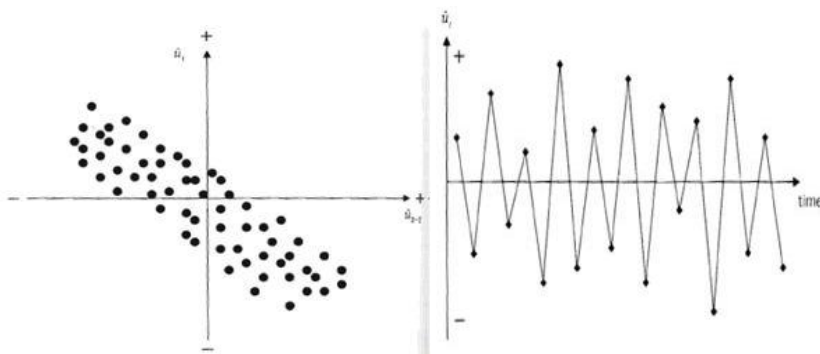
En lagget variabel er en forklaringsvariabel som tilsvarende responsvariabelen fra en tidligere periode. Man kan benytte flere "lags" hvis dette er ønskelig. Autokorrelasjon fører til at estimatene ikke er effisiente og har dermed ikke lavest mulig varians. Variansen blir beregnet høyere enn virkelig verdi ved positiv autokorrelasjon og for lav ved negativ autokorrelasjon. Dette fører til at estimatene ikke lenger er BLUE, men forventningsrettheten er ikke påvirket. Hvis modellen er feilspesifisert kan en mulig løsning være å endre den. For å teste om det eksisterer autokorrelasjon kan man benytte Durbin Watson testen, se på første orden autokorrelasjonsmodell AR(1), eller et grafisk plott av feilleddet over tid. Benytter man grafisk metode ser man etter et mønster i plottet, en rett linje eller sykluser.

Figur 3: Eksempler på positiv og negativ autokorrelasjon

Positiv autokorrelasjon



Negativ autokorrelasjon

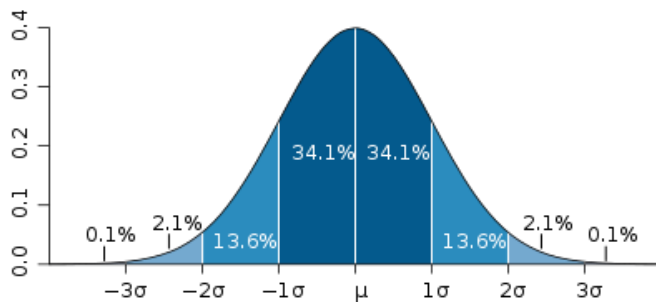


For å korrigere for autokorrelasjon kan man slik som ved heteroskedastisitet benytte GLS hvis formen for autokorrelasjon er kjent. Er formen ukjent kan Crochone - Orcutt, Prais Winsten eller FGLS brukes.

Normalfordeling

En viktig forutsetning for å kunne gjennomføre hypotesetesting er at feilleddene er normalfordelte. Dette kommer av at både t- og f-fordeling krever normalfordeling. En grafisk illustrasjon av normalfordelingen ser slik ut:

Figur 4: Normalfordeling



Det er viktig at observasjonene fordeler seg mest mulig i en klokkeform, altså sentrert rundt medianen. Sentralgrenseteoremet sier at etter hvert som antall observasjoner øker skal fordelingen bli mer og mer lik klokken. Er det en systematisk skjevhet i forhold til det forventede gjennomsnittet eller at halene er svært ulike, vil det forekomme brudd på kravet om normalfordeling.

I vår analyse skal vi teste en rekke hypoteser rundt de valgte variablene. Derfor er det viktig at kravet om normalfordeling er oppfylt. I tillegg vil vi måtte teste for alle de andre mulige problemer som kan oppstå. Hvis utvalget er stort, slik som i vårt tilfelle, vil det ikke være like viktig at forutsetningen for normalfordeling holder.

8.3.6 Hypotesetesting

I økonomisk analyse er hypotesetesting en mye benyttet metode. Med utgangspunkt i populasjonsmodellen testes validiteten til β_j koeffisientene. β_j måler hvilken effekt de uavhengige variablene x_j har på forklaringsvariabelen. Det er viktig å huske at β_j er ukjent og at man aldri kan predikere disse eksakt til virkelig verdi. I hypotesetesting konstruerer man en hypotese om verdien til β_j og benytter seg så av statistisk inferens for å teste hypotesen (Langås, 2006). En statistisk hypotese er en antakelse eller påstand om egenskaper ved en eller flere populasjoner. Det er en rekke ulike tester som kan benyttes. Den mest brukte er t-test, der man estimerer hvor mange standardavvik den predikerte β_j er unna verdien vi tester (Wooldridge, 2009).

$$T_{n-k-1} \sim \beta_j - \beta_j / \text{se}(\beta_j)$$

Der n står for antall observasjoner og k er antall forklaringsvariabler. For å kunne benytte seg av t -fordeling er det nødvendig at betingelsene for bruk av minste kvadraters metode holder, og da spesielt at tallmaterialet er normalfordelt. Hypotesen man undersøker om vi har grunnlag for å forkaste kalles nullhypotese (H_0). Hvis vi forkaster nullhypotesen med utgangspunkt i t -testen aksepterer vi den alternative hypotesen (H_A). Verdier for t_{β_j} som ligger langt unna verdien det testes for resulterer i at vi forkaster H_0 . T statistikk måles i absolutte tall, slik at t -verdien alltid er positiv. Hypotesen kan være både ensidig eller tosidig ut i fra hvilken retning man ønsker å teste.

Siden vi ikke kan vite den virkelige populasjonsparameteren vil vi aldri vite med sikkerhet hvilken hypotese som er rett. Derfor beregner vi i stedet sannsynligheten for å gjøre en feil. Det er to typer feil vi kan gjøre:

Type 1 feil: Forkaste en sann H_0

Type 2 feil: Beholde en falsk H_0

Vi velger en sannsynlighet, signifikans nivå, for å gjøre type 1 feil og ønsker å gjøre denne så liten som mulig. Det vanligste signifikansnivået er 1 %, 5 % eller 10 %. Hvis det er tosidig test deles signifikansnivået på de to sidene. Med utgangspunkt i t -fordelingen og det valgte signifikansnivået finner vi kritiske verdier med $n-k-1$ frihetsgrader. Denne kritiske verdien sammenligner vi med verdien vi får fra t -testen. I tilfeller hvor absolutt verdien av t -testen er større enn den kritiske grensen forkaster vi H_0 . Ettersom signifikansnivået faller vil det kritiske nivået øke, slik at det kreves en høyere og høyere t -verdi for å forkaste H_0 . Hvis H_0 blir forkastet på 5 % nivå vil det automatisk innebære at man i tillegg forkaster på 10 % nivå. Når antall frihetsgrader i t -fordelingen øker, så nærmer t -fordelingen seg normalfordeling.

Et eksempel på en hypotese som vil være aktuell i analysedelen vil være å se om β - verdien til styrehonorar variabelen har signifikant betydning for avkastningen til bedriften, gitt ved resultatmålet. Hypotesene vil da se slik ut ved en to-side test:

$$H_0: \beta_{\text{styrehonorar}} = 0$$

$$H_A: \beta_{\text{styrehonorar}} \neq 0$$

9. Test av forutsetninger

For å kontrollere om vi kan benytte oss av OLS vil vi gjennomføre tester av forutsetningene for denne metoden.

9.1 Multikollinearitet

Vi sjekker for multikollinearitet ved hjelp av en korrelasjonsmatrise.

Tabell 8: Korrelasjonsmatrise

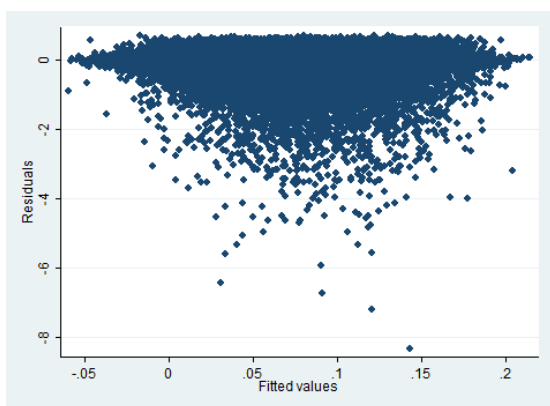
	lni_st~n	lni_roa	lni_sa~n	i_gje~ad	lni_da~n	lni_st~g	lni_ro~g
lni_styrehon	1.0000						
lni_roa	-0.0455	1.0000					
lni_salgsinn	0.3148	0.0765	1.0000				
i_gjeldsgrad	-0.1341	0.0054	0.1764	1.0000			
lni_daglonn	0.2123	0.0708	0.5052	0.0977	1.0000		
lni_styreh~g	0.7767	-0.0520	0.3154	-0.1359	0.2121	1.0000	
lni_roa_lag	-0.0551	0.3485	0.0146	0.0093	0.0689	-0.0565	1.0000

Som vi ser er det ikke nevneverdig korrelasjon mellom noen av variablene, og vi har dermed ikke et multikollinearitetsproblem i tallmaterialet vårt. Dette utelukker ikke at variablene kan fange opp forklaringsgraden til hverandre hvis en av dem blir utelatt i regresjonen.

9.2 Heteroskedastisitet

Først sjekker vi uformelt for heteroskedastisitet ved å plote fitted values mot residualene. Vi ser etter trender, og hvis dette finnes har vi heteroskedastisitet.

Figur 5: Heteroskedastisitets plot



Av plottet kan vi se et mønster ved at residualen legger seg som i en halvsirkel, noe som kan tyde på heteroskedastisitet. Vi benytter oss derfor av en formell test for å sjekke nærmere om vi har heteroskedastisitet.

Den formelle testen vi velger å benytte er en Breusch-Pagan test. Nullhypotesen er her at vi har homoskedastisitet, det vil si konstant varians.

$$H_0: \text{Var}(u|X_1, X_2 \dots X_k) = \sigma^2$$

Tabell 9: Breusch_Pagan test

Source	SS	df	MS			
Model	428.122841	7	61.1604058		Number of obs =	282871
Residual	52281.0595282863		.184828201		F(7,282863) =	330.90
Total	52709.1823282870		.186337124		Prob > F =	0.0000
					R-squared =	0.0081
					Adj R-squared =	0.0081
					Root MSE =	.42992

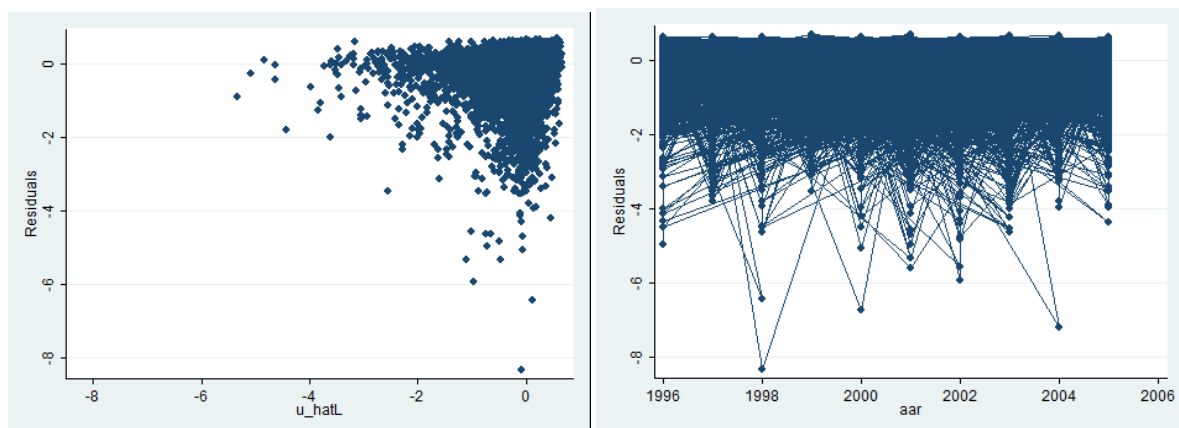
uhat2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lni_styrehon	.0025809	.0006296	4.10	0.000	.001347 .0038149
lni_daglonn	.009314	.001035	9.00	0.000	.0072854 .0113425
i_gjeldsgrad	-.0536808	.0041769	-12.85	0.000	-.0618674 -.0454941
lni_salgsinn	-.0216242	.0006345	-34.08	0.000	-.0228677 -.0203807
aar0_4	.0441251	.0032497	13.58	0.000	.0377556 .0504945
aar5_9	.0194578	.0032767	5.94	0.000	.0130355 .0258801
aar10_25	.009063	.0031442	2.88	0.004	.0029005 .0152255
(dropped)					
_cons	.1963077	.0064339	30.51	0.000	.1836974 .2089179

Resultatet vi fikk var en veldig høy F verdi og en p-verdi tilsvarende 0,00. Dette innebærer at vi forkaster nullhypotesen og at vi har heteroskedastisitet i vårt tallmateriale. Variansformelen blir dermed ugyldig og statistisk inferens er påvirket.

9.3 Autokorrelasjon

Videre tester vi for autokorrelasjon. Vi bruker først en uformell metode ved å plote residualene, først mot residualene fra forrige periode, og så mot tid. Dette er vist under.

Figur 6 & 7: Residualene mot residualer fra forrige periode og residualene mot tid



Disse plottene er veldig lite konkluderende, så vi kjører en formell test for å trekke konklusjoner.

Som formell test bruker vi en t-test på AR(1) (Førsteordens integrasjon). Der tester vi om korrelasjon mellom feilledet i periode t og perioden før, t-1, er null, $\text{corr}(u_t, u_{t-1}) = 0$, ved å estimere modellen $u_t = \beta_0 + \beta_{1u_{t-1}} + e_t$, og med en nullhypotese som indikerer at det ikke finnes autokorrelasjon. Hvis β er signifikant forskjellig fra null har vi et autokorrelasjonsproblem.

Estimatet følger under.

Tabell 10: t-test på AR(1)

. reg u_hat u_hatL

Source	SS	df	MS			
Model	1084.65448	1	1084.65448	Number of obs =	183364	
Residual	7794.34919183362		.042507985	F(1,183362) =	25516.49	
Total	8879.00366183363		.048423093	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.1222	
				Adj R-squared =	0.1222	
				Root MSE =	.20617	

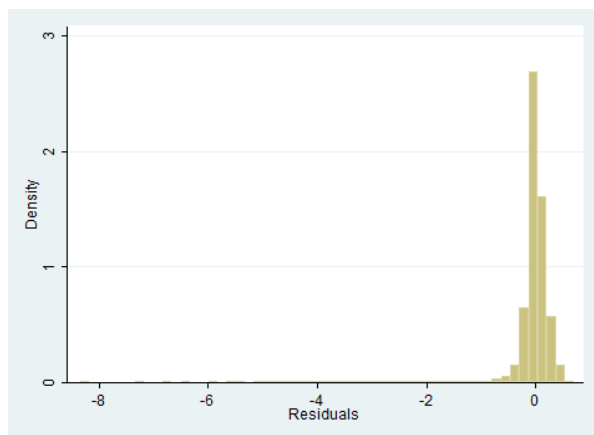
u_hat	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
u_hatL	.3793997	.0023751	159.74	0.000	.3747445	.3840549
_cons	-.0031915	.0004825	-6.61	0.000	-.0041372	-.0022458

Ut ifra estimatene ser vi at β_{u_hatL} er signifikant forskjellig fra 0, og vi må derfor anta at det eksisterer autokorrelasjon i feilledet.

9.4 Normalfordeling

For å se om residualene er normalfordelt har vi plottet dem i et histogram

Figur 8: Normalfordelingsplot



Som vi ser av histogrammene har vi tilnærmet normalfordeling. Det er en lang hale på venstre side, dette kan skyldes at i tilfeller hvor man tar logaritmen til en verdi som nærmer seg null vil dette tallet gå mot minus uendelig. Vi undersøkte hvor mange observasjoner som var

mindre enn -1, den såkalte ”halen”, og fant at det gjaldt 1707 observasjoner, 0,34 %. Dette er et akseptabelt lavt nivå og vi konkluderer med normalfordeling av feilleddene.

9.5 Oppsummering av testene

Vi har ved testene avdekket at utvalget vårt er heteroskedastisk og at det eksisterer autokorrelasjon i feilleddene. Dette gjør at utvalgene ikke tilfredsstillter alle kravene for å være BLUE (Best Linear Unbiased Estimates). Siden vi i analysen bruker cluster kommandoen, vil Stata benytte robuste heteroskedastiske standardavvik som korrigerer for at variansen ikke er konstant. Samtidig vil det store utvalget av observasjoner føre til at problemene knyttet til autokorrelasjon blir mindre betydelige, og vi kan bruke minste kvadraters metode. Vi har ingen perfekt kollinearitet, og ut i fra histogrammet av normalfordelingen kan vi se at forventningene til feilleddet er null. Det er derfor å anta at tallmaterialet vårt ikke er forventningsskjevt slik at det kan benyttes til analyse.

DEL 3: ANALYSE OG RESULTATER

10. Analyse

10.1 Deskriptiv analyse

I en deskriptiv analyse beregnes en rekke mål for hvordan enhetene er fordelt blant verdiene på en variabel; høyeste verdi, laveste verdi, gjennomsnitt med mer. Denne analysen ble gjennomført etter at alle begrensninger på datasettet var gjort, slik at opplysningen fra denne delen representerer det datamaterialet vi benyttet i hovedanalysen. I denne delen av oppgaven vil vi først gjennomføre en beskrivelse av styrehonorarvariabelen, så det valgte resultatmålet roa, og deretter sammenligner vi lønn til daglig leder med utbetaling av godtgjørelse til styret for å se om det finnes noe sammenheng mellom disse. Videre ser vi på bedrifter i forskjellige livssykluser, og til slutt ser vi på forskjeller mellom de ulike næringene vi har i datamaterialet.

10.1.1 Beskrivelse av styrehonorar variabelen

Hovedanalysen bygger på styrehonorar og roa som resultatmål. I vedlegget finnes en liste hvor gjennomsnittsverdier, standardavvik, maksimum, minimum, antall observasjoner og median/persentiler oppsummert for alle variablene. For bedrifter som betaler ut styrehonorar er fordelingen slik:

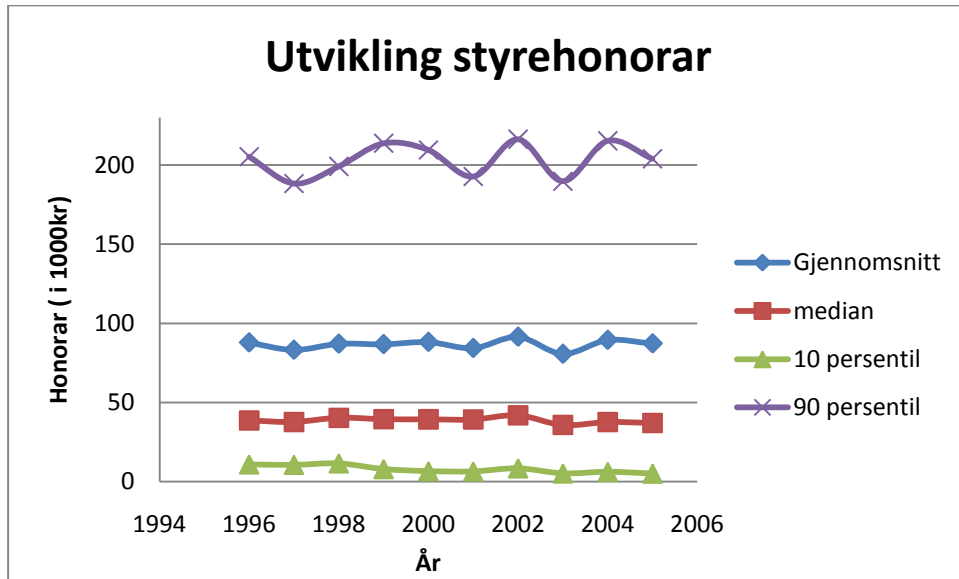
Tabell 11: Karakteristika ved styrehonorar (i 1000 kr)

obs	gj.snitt	std.avvik	min	max	median	10 %	90 %
49713	86,73	154,33	1	4045,1	39,3	7,88	204,36

Det er 397 623 observasjoner hvor det ikke er oppgitt utbetaling av styrehonorar, eller det står registrert styrehonorar lik null. Vi ser at standardavviket er mye høyere enn medianen og gjennomsnittet, noe som tyder på stor spredning i størrelsen på styrehonorarene.

Vi har også sett på utviklingen til styrehonorar over tid. Figuren på neste side viser utviklingen for styrehonorar større enn null, dvs. for de som hele tiden betaler styrehonorar.

Figur 9: Utvikling av styrehonorar over tid

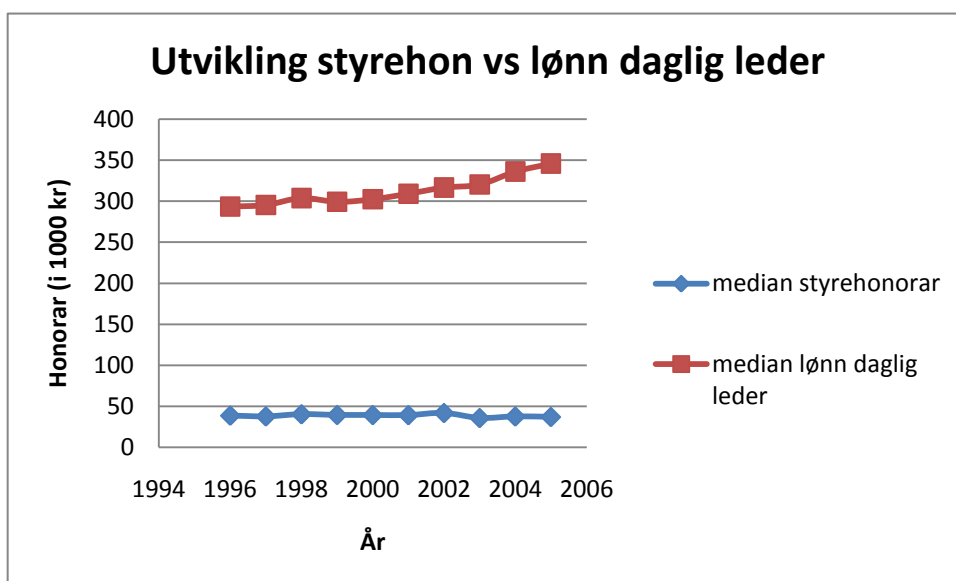


Vi ser at styrehonoraret har ligget på omtrent samme nivå i løpet av tiårs perioden. I 2003 var honoraret litt lavere enn 2002 og 2004. En mulig forklaring på dette kan være at i siste kvartal i 2002 og første kvartal i 2003 var norsk økonomi i teknisk resesjon. Volatiliteten i 90 % persentilen er størst, noe som innebærer at de som betaler ut mye i styrehonorar endrer utbetalingsnivå oftere enn de som betaler lite.

10.1.2 Sammenligning av daglig leders lønn og utbetaling av styrehonorar

Det kan være interessant å sammenligne daglig leders lønn med styrehonorarer fordi begge kompenseres for å maksimere aksjonærenes avkastning. Morten Huse (2007) skriver at styrerådgivere argumenterer for at samlet utbetaling av godtgjørelse til styret skal ligge på samme nivå som lønn til daglig leder. Ser vi på figuren på neste side så ligger lønnen til daglig leder godt over samlet utbetaling av kompensasjon til styret.

Figur 10: Utvikling av styrehonorar og lønn til daglig leder over tid



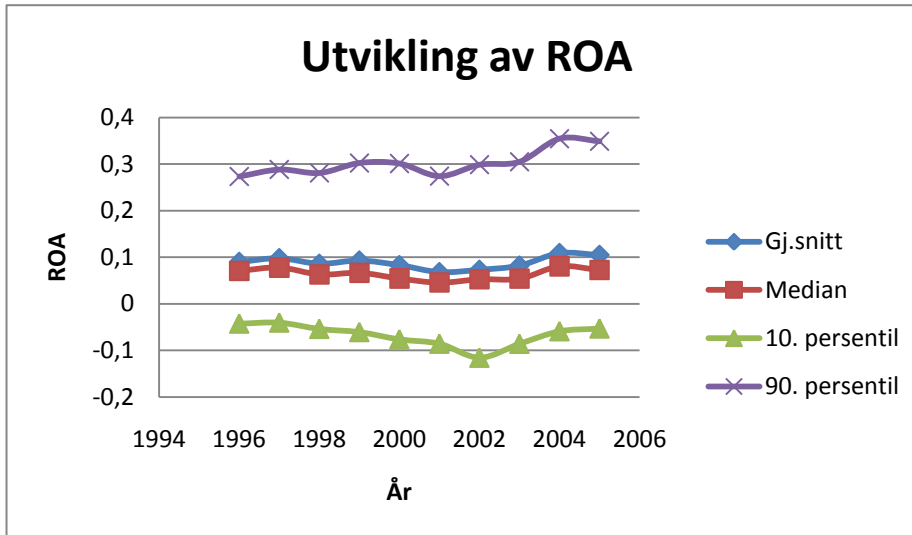
Vi ser at daglig leders lønn har vært stigende de siste årene, mens styrehonorarer ikke har hatt den samme utviklingen. For å finne ut hvilke typiske forhold som bestemmer fastsettelse av lønn til daglig leder og styrehonorar har vi sjekket en rekke ulike årsrapporter for noen av de mest kjente selskapene i Norge. Det viser seg at utbetaling av styrehonorar kun består av en fast komponent, mens lønn til daglig leder også inneholder en variabel del, hvor kompensasjonen er resultatdrevet. En mulig årsak til dette kan være at valg av daglig leder har hatt et større fokus enn valg av styremedlemmer. For at selskapet skal tiltrekke seg og beholde ledende ansatte med ønsket kompetanse og erfaring, er det nødvendig at lønnen er konkurransedyktig. Ved at lønnen også baserer seg på en resultatdrevet del vil det gi ledelsen insentiv til å maksimere bedriftens avkastning for samtidig å maksimere sin egen nytte. I senere tider har det vært mer og mer vanlig å betale ledere gjennom opsjoner og annen type variabel lønn, noe som ikke har vært tilfellet for styrehonorar. Dette kan ha resultert i at kompensasjonen til daglige leder har hatt en vekst og ikke utbetaling av styrehonorar. Dette er i tråd med funnene i "Rapport fra styrerommene 2008 sammenlignet med 1993" (Eckbo, 2008).

I hovedanalysen vil vi grundigere analysere styrehonorarvariabelen ved se på hva som kjennetegner selskaper som betaler styrehonorar i forhold til de som ikke betaler, og også se på hvilke faktorer som avgjør styrehonorarutbetalingen.

10.1.3 Beskrivelse roa

Figuren under viser utviklingen av roas gjennomsnitt, median, 10 % og 90 % persentil.

Figur 11: Utvikling av roa over tid

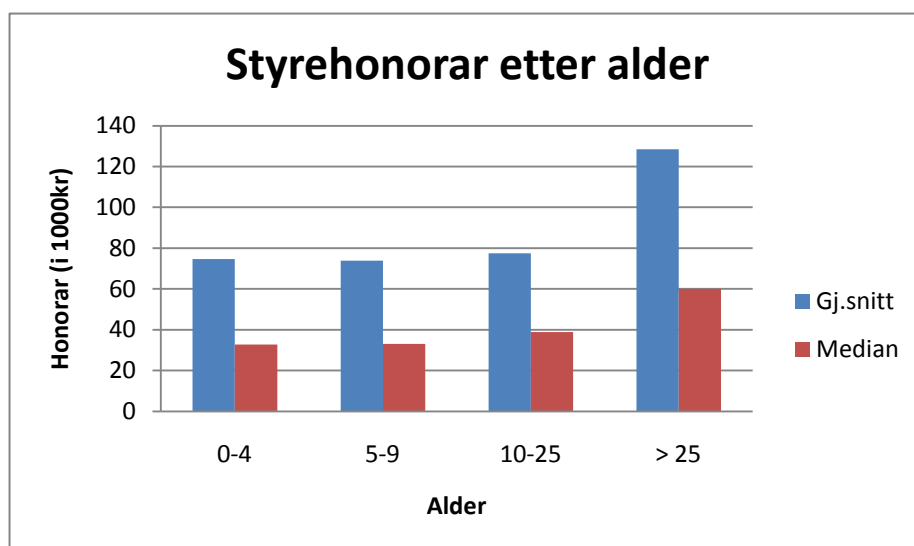


Av figuren ser vi at roa har endret seg relativt lite i løpet av tiårs perioden. Det er en tendens til nedgang fra 1999 til 2001, noe som muligens kan forklares ut ifra dot.com bølgen som sprakk og terroraksjonen i USA 11.september 2001. Fra 1996 til 2005 ser vi ved 90 % persentilen, at de bedriftene som har gjort det bra har hatt en økning i roa for disse årene, mens den samme trenden ikke er synlig for medianen og 10 % persentilen.

10.1.4 Forkjeller mellom bedrifter i ulike livssyklusfaser

Vi har gruppert bedriftene etter alder, for å se om det er forskjeller i utbetalinger av styrehonorar basert på hvilken fase man befinner seg i. Diagrammet på neste side oppsummerer resultatene for styrehonorar større enn 0:

Figur 12: Styrehonorar utbetalt i de forskjellige aldersgruppene



Vi ser av diagrammet at gjennomsnittlig styrehonorar ligger på omtrent samme nivå for de 25 første årene av en bedrifts levetid. Det som er interessant å merke seg er at styrehonorarene er betraktelig høyere i bedrifter som er eldre enn 25 år. En mulig grunn til dette resultatet kan være at modne bedrifter har mye erfaring, og drives videre i så mange år fordi de gjør det bra, og dermed har mulighet til å opprettholde et høyt nivå på styrehonorarene. Vi må merke oss at det er mange bedrifter som ikke betaler styrehonorar:

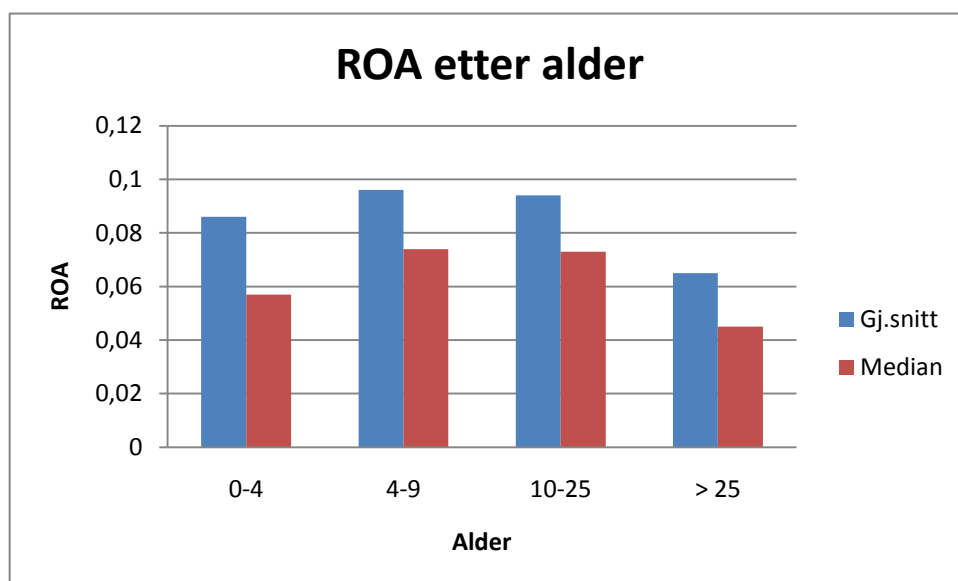
Tabell 12: Andel som betaler styrehonorar, inndelt i aldersgrupper

Alder	Betaler ikke	Betaler	Andel betalende
0-4	138613	10773	7,21 %
5-9	102648	11128	9,78 %
10-25	127875	17428	11,99 %
> 25	28487	10384	26,71 %

Tabellen viser at andelen som betaler styrehonorar stiger ettersom bedriftene blir eldre.

For å sjekke om høyere styrehonorar kan skyldes at modne bedrifter oppnår bedre resultater enn de andre bedriftene fant vi gjennomsnittlig roa inndelt etter alder. Resultatet ble som følger:

Figur 13: Roa inndelt etter aldersgrupper



Her ser vi at målt etter roa kommer bedrifter eldre enn 25 år dårligst ut. Det kan dermed være vanskelig å trekke en konklusjon om at eldre bedrifter gjør det bedre og dermed betaler ut mer i styrehonorar. Lavere roa i større bedrifter er i samsvar med økonomisk teori, der profitten går ned ettersom bedriften går inn i en moden fase. Trolig er de modne selskapene vesentlig større enn de yngre selskapene, og har ofte mer tilgjengelig kapital fordi slike selskaper ikke lenger har et like stort investeringsbehov i tillegg til at vekstpotensialet har avtatt. Dette kan være med på å forklare hvorfor de kan betale ut mer i styrehonorar til tross for at roa er lavere. Utvalget av bedrifter som er eldre enn 25 år er også mindre enn de andre aldersgruppene, og dette kan også være en årsak til at utvalget skiller seg ut.

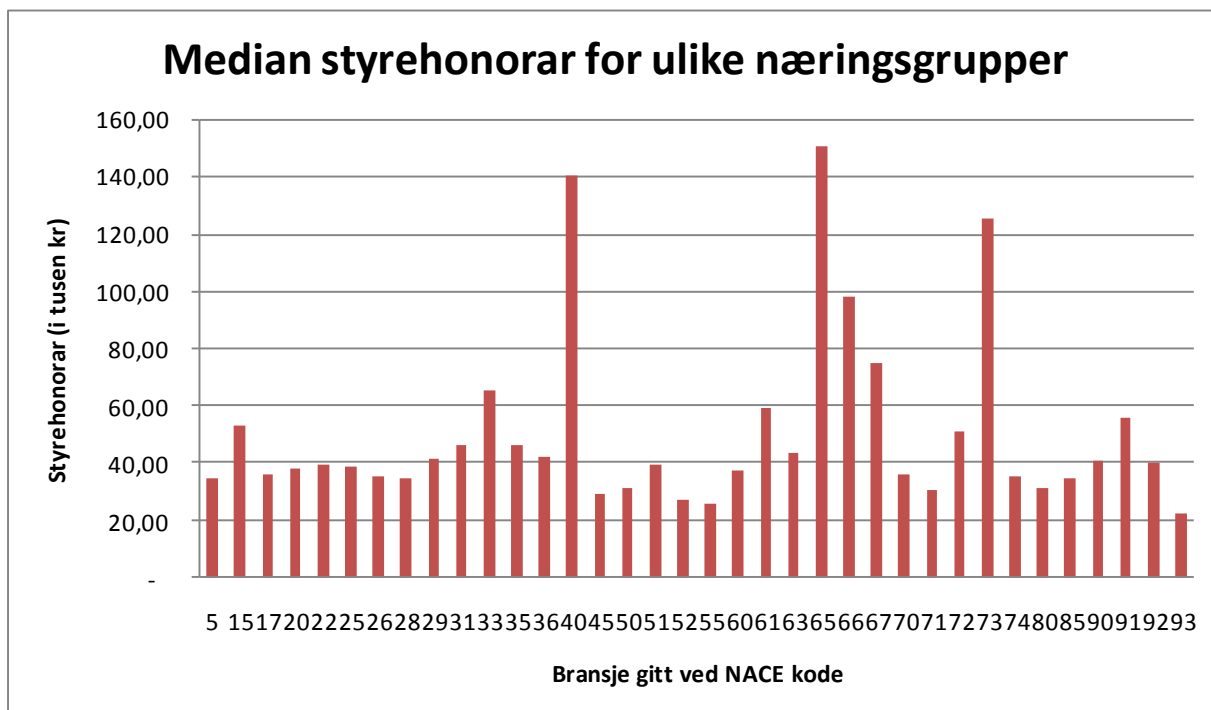
10.1.5 Forskjeller på tvers av næringer

Vi har begrenset oss til å se på næringer der vi har mer enn 200 observasjoner av styrehonorar for å ha stort nok datagrunnlag til å trekke konklusjoner. Vi har også valgt å konsentrere oss om de utvalgene som har styrehonorar over 0. Dette gjorde at vi av de 61 ulike næringene som var representert i materialet satt igjen med 36.

Det største styrehonoraret finner vi i næringsgruppe 15; ”Produksjon av næringsmidler og drikkevarer”, der det største styrehonoraret er på 4 045 100 kr. Felles for alle næringene er at standardavviket er veldig høyt, i nesten alle tilfeller er standardavviket større enn gjennomsnittet. Dette tyder på at det er store variasjoner innad i næringene når det gjelder utbetaling av styrehonorarer. En total oversikt over antall observasjoner, gjennomsnitt,

median, standardavvik, maksimums- og minimumsverdier finnes i vedlegget. I tabellen under vises median for utbetaling av styrehonorar for de 36 næringene vi satt igjen med.

Figur 14: Median av styrehonorar for de ulike næringsgruppene



Det er tre næringsgrupper som skiller seg ut med høyere median enn de andre. Dette er bransje nummer 40, 65, og 73. I næring 40, ”Elektrisitets-, gass-, damp- og varmtvannsforsyning”, er det 769 observasjoner av bedrifter som betaler styrehonorar, og medianen for disse er kr 140 420 i styregodtgjørelse. Spredningen på observasjonene i gruppen er ganske stort da standardavviket er på kr 211 010. Den laveste samlede kompensasjonen registrert i denne bransjen er kr 1 060 og høyeste er kr 1 260 010.

Høyeste median av utbetaling av styrehonorar finner vi i gruppe 65; ”Finansiell tjenesteyting, unntatt forsikring og pensjonskasser”, med median på 150 770kr. I denne gruppen hadde vi 413 observasjoner og et standardavvik på kr 246 460. Laveste observasjon er kr 1 090 og høyeste er kr 2 509 530. Den siste bransjegruppen 73, ”Forskning og utviklingsarbeid”, består av 216 observasjoner og har en median på kr 125 200. Spredningen innenfor denne gruppen er ikke like stor som i de andre, da standardavviket er på kr 161 850. Høyeste samlede utbetaling av styrehonorar er kr 1 142 590 og laveste er kr 2 120.

10.2 Hovedanalyse

Vi har valgt å dele inn hovedanalysen vår i to deler, én med styrehonorar som responsvariabelen og én med resultatmålet. Vi har brukt styrehonorar på venstre side for å kunne se på forskjeller mellom de som betaler og ikke, og for å se på hvilke faktorer som er avgjørende for styrehonoraret i bedrifter som betaler styrehonorar. Ettersom alle studier vi har kommet over har denne retningen på regresjonene, er det også en fin måte for å kunne sammenligne resultatene våre med disse studiene.

I tillegg vil vi gjennomføre en analyse med roa som responsvariabel. Dette fordi det vil være interessant å tenke på regresjonen denne veien, altså om økt utbetaling av styrehonorar vil kunne bidra til at bedriften gjør det bedre. Problemet med at styrehonorar og roa kan påvirke hverandre gjensidig unngår man ikke selv om man bytter om på dem som venstresidevariabler, med andre ord har vi et endogenitetsproblem.

I alle regresjonene startet vi med én variabel, for videre å legge til én og én ny.

10.2.1 Hva karakteriserer selskaper som betaler mye/lite i honorar

Vi starter med styrehonorar som venstresidevariabel. Vi bruker først probitmetoden for å kunne se på hva som karakteriserer de firma som betaler styrehonorar i forhold til de som ikke betaler noe. Man kan anta at det er noen faktorer som påvirker om man er villig til å betale styrehonorar eller ikke. Hvis disse faktorene endrer seg vil man kunne gå fra å betale styrehonorar til å ikke betale, og motsatt. En probitanalyse vil vise hvordan hver faktor påvirker en bedrifts valg.

Tabell 13: Probitanalyse med sannsynlighet for å betale styrehonorar
 - Avhengig variabel er en dummy som er lik 1 hvis selskapet betaler ut styrehonorar

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
lni_roa	-0,0027 (-1,41)	-0,0536*	-0,0458*	-0,0328* (-7,49)		
lni_roa_lag				-0,0214* (-4,62)	-0,0155* (-6,24)	-0,0154* (-6,27)
lni_roa_lag2				-0,031* (-6,6)		
lni_roa_lag3				-1,0384* (-7,99)		
0-4 år			-0,0208* (-13,31)	-0,063* (-15,14)		
5-9 år				-0,0625* (-14,26)	-0,002 (-1,27)	-0,0032** (-1,99)
10-25 år			0,0143* (7,83)	-0,0571* (12,71)	-0,0024 (-1,52)	-0,005* (-3,08)
26+ år			0,1149* (30,74)		0,0214* (8,41)	0,0151* (6,04)
lni_styrehon_lag					0,0772* (151,63)	0,0764* (150)
lni_salgsinn		0,0407* (72,59)	0,0382* (73,25)	0,0439* (40,89)	0,0313* (31,5)	0,0147* (34,19)
i_gjeldsgrad						-0,397* (-13,54)
N	447 215	383 682	383 662	101 565	238 142	238 142
R ²	0	0,085	0,1627	0,1888	0,4893	0,4905

I kolonne (3) til (5) er alle års- og næringsdummyene inkludert.

* signifikant på 5 % nivå

z- verdier i parentes

Vi startet med en enkel regresjon (1) med kun roa som forklaringsvariabel, og fikk ikke et signifikant resultat. I regresjon (2) la vi til størrelsesindikatoren ved logaritmen til salgsinntekt, siden størrelse er en faktor som kan være med å påvirke styrehonoraret. Vi finner da noe uventet at resultatmålet blir negativt signifikant, mens størrelse er som forventet positivt signifikant. Dette kan tolkes som at hvis roa øker, så synker sannsynligheten for at man betaler styrehonorar, men hvis størrelsen på selskapet øker så øker også sannsynligheten for at man betaler styrehonorar – alt annet likt. Videre kjørte vi en regresjon der vi la inn alle

nærings- og årsummyer, uten at dette hadde noe betydning for resultatet (regresjon(3)). Vi la også inn variablene for livssyklusene, og fant at de yngste selskapene har negativ koeffisient, mens de eldre bedriftene har positiv, det vil si at eldre bedrifter har større sannsynlighet for å betale ut styrehonorar enn yngre bedrifter. Så prøvde vi med flere lags av roa, regresjon (4), siden man kan tenke seg at tidligere resultater kan være med å avgjøre om man utbetaler styrehonorar. Det vi fant var at med økt roa i tidligere år synker sannsynligheten for at man utbetaler styrehonorar. Et problem med å inkludere alle laggene av roa er at det er stor korrelasjon mellom dem slik at det vil ha stor innvirkning på analysen. Derfor velger vi i regresjon (5) kun å bruke fjorårets roa. Det er i tillegg naturlig å tenke seg at styrehonorar blir basert på fjorårets roa i stedet for årets, da man mest sannsynlig blir kompensert ut i fra tidligere resultater. Vi la til styrehonorarutbetaling i forrige periode, og ikke overraskende viser det seg at hvis man betalte styrehonorar i fjor betaler man med større sannsynlighet også styrehonorar i år. Fjorårets roa viser seg også her å ha en negativ betydning – økning i roa vil føre til mindre sannsynlighet for å utbetale styrehonorar. I den siste kolonnen, regresjon (6), la vi til gjeldsgrad, for å se om dette har noe betydning for om man velger å betale ut styrehonorar eller ikke. Som forventet finner vi at hvis gjeldsgraden økes synker sannsynligheten for at selskapet betaler ut styrehonorar. Vi ser at forklaringsgraden i regresjon (6) er på 49,05 %, noe som kan tyde på at variablene i rimelig stor grad er med på å forklare forskjellen mellom bedrifter som betaler ut styrehonorar og ikke.

Det som kjennetegner bedrifter som betaler styrehonorar er altså at de er store, modne selskap og de har betalt styrehonorar i flere år. Hvis roa øker, synker sannsynligheten for at man betaler honorar, altså kan det virke som om bedrifter som gjør det godt ikke utbetaler styrehonorar, et noe overraskende resultat. En mulig forklaring kan ligge i utvalget vårt, der vi har 397 623 selskaper som ikke oppgir at de betaler styrehonorar, mens kun 49 713 rapporterer utbetaling av styrehonorar. Det kan også hende at selskaper som gjør det godt ikke trenger å fokusere like sterkt på å tiltrekke seg de beste styremedlemmene. Også økt gjeldsgrad vil redusere sannsynligheten for at man utbetaler styrehonorar.

10.2.2 Hvilke faktorer påvirker utbetaling av styrehonorar?

For å finne ut hvilke faktorer som påvirker utbetaling av styrehonorar for de bedrifter som faktisk betaler styrehonorar startet vi med en OLS regresjon.

Tabell 14: OLS analyse med styrehonorar som avhengig variabel

	(1)	(2)	(3)	(4)
lni_roa	-0,2016*	-0,3721*	-0,2706*	-0,223*
	(-5,67)	(-11)	(-8,48)	(-6,14)
0-4 år			-0,1653*	
			(-6,21)	
5-9 år			-0,2184*	-0,1372*
			(-8,24)	(-6,42)
10-25 år			-0,1459*	-0,107*
			(-5,95)	(-5,01)
26+ år				-0,0161
				(-0,06)
lni_styrehon_lag				0,2621*
				(51,32)*
lni_salgsinn		0,2729*	0,2892*	0,213*
		(55,22)	(55,24)	(39,12)
i_gjeldsgrad			-0,6132*	-0,4663*
			(-17,06)	(-12,8)
Konstant	3,677*	1,235*	1,696*	1,6796*
	(332,64)	(27,9)	(9,69)	(7,7)
N	49711	46338	46338	30245
R ²	0,0011	0,185	0,2629	0,4168

Regresjonene (3) og (4) er kjørt med alle årstall - og næringsdummyene.

* signifikant på 5 % nivå

t-verdier i parentes

Regresjon (1) viser en enkel regresjon med roa som eneste forklaringsvariabel. Vi får da at roa har en negativ signifikant effekt, noe som kan tyde på at vi har en negativ sammenheng mellom styrehonorar og resultat. Ved en økning i roa på 1 % vil man få en reduksjon i styrehonorar på hele 20,16 %, motsatt av hva man skulle forvente seg basert på agentteori. Vi la til størrelsesindikatoren i regresjon (2) og finner som forventet at størrelse har en positiv sammenheng med styrehonorar. Videre inkluderte vi alle års og næringsdummyer, og de fire livssyklusene. Resultatene, med tanke på koeffisienter og forklaringsgrad, ble tilnærmet uforandrede, og er derfor ikke i tabellen. I regresjon (3) gjorde vi som Crespí-Cladera & Gispert (2003) og la til gjeldsgrad. Det viser seg at gjeldsgrad er signifikant negativt, det er altså en sterk negativ sammenheng mellom styrehonorar og gjeldsgrad. Til slutt la vi til forrige periodes styrehonorar og ikke uventet ser vi i kolonne (4) at styrehonorar lag er

signifikant med positiv koeffisient, dette i tråd med funnene til Doucouliagos et al. (2007) i Australia. Vi kjørte også regresjonene med flere lags i roa, og koeffisienter og forklaringsgrad blir omtrent like, uavhengig av lags.

Problemet med en OLS regresjon er som nevnt i teorien at den ikke tar høyde for at det oppstår et endogenitetsproblem. Vi kjørte derfor regresjoner på førstedifferanse form, og benytter samme fremgangsmåte som ved OLS. Førstedifferansemetoden er en analyse på endringsform og derfor er ikke alder på bedriften og ulike dummyer tatt med.

Tabell 15: Førstedifferanse analyse med styrehonorar som avhengig variabel

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
lni_roa	0,0957 (1,76)**	0,0397 (0,68)			
lni_roa_lag			0,148* (2,16)	0,147* (2,15)	0,1872* (2,97)
lni_styrehon_lag					-0,3944* (-71,34)
lni_salgsinn		0,1684* (9,74)	0,0758* (3,57)	0,0771* (3,62)	0,1051* (5,52)
i_gjeldsgrad				-0,0548 (-0,58)	-0,0209* (-2,51)
Konstant	0,7272 (77,17)	0,6978 (73,05)	0,6417* (57,73)	0,6417* (57,73)	0,7366* (62,07)
N	32239	29749	19969	19969	19969
R ²	0,0002	0,0053	0,0013	0,0013	0,1726

* signifikant på 5 % nivå

** signifikant på 10 % nivå

t-verdier i parentes

I tabell 15 ser vi fra den første regresjonen, (1), at vekst i resultatmålet nå har en positiv sammenheng med vekst i styrehonorar, og koeffisienten er signifikant på 10 % nivå. Vi legger til størrelsesindikatoren salgsinntekt, og ser fra regresjon (2) at dette fører til at resultatmålet ikke lenger er signifikant, mens endring i størrelse har stor betydning for endringer i utbetaling av styrehonorar. En forklaring på dette resultatet kan være at vekst i roa og vekst i salgsinntekt er korrelerte, og dermed vil noe av forklaringen som gir utslag i roa forsvinne når man legger til salgsinntekt. Videre testet vi styrehonorar mot endring i roa fra tidligere perioder, og fant at det kun var endring i fjorårets roa som ga et signifikante resultat. Derfor kjørte vi en regresjon med resultatmålet fra forrige periode og størrelse, regresjon (3). Det vi

da fant var at endring i forrige periodes resultat gir økt vekst i styrehonorar, altså har vi nå en positiv sammenheng mellom styrehonorar og resultatmålet, noe som er mer i tråd med hva vi forventet og også lignende artikler. Forskjellen i resultatene fra OLS kan være at vi nå har fjernet endogenitetsproblemet. Endring i størrelse fortsetter å være signifikant, men med en lavere koeffisient. Videre la vi inn gjeldsgrad, i regresjon (4), og fant at denne ikke var signifikant. I regresjon (5) la vi også til endring i forrige års styrehonorar, og finner at denne er negativ signifikant. Det vil si at større vekst i styrehonorarer i fjor gir mindre vekst i styrehonorarer i år, selskaper har trolig ikke råd til å stadig heve styrhonorarene. Noe annet som også er verdt å merke seg er at endring i gjeldsgrad blir negativt signifikant når man legger til endring i forrige års styrehonorar. Dette kan komme av at funnene våre ikke er spesielt robuste, funnene kan være drevet av tilfeldigheter i datasettet. Som nevnt i teorien er det ofte vanskelig å få robuste resultater ved bruk av førstedifferanse. Det er som vi så i kapittel 9.1 ingen signifikant korrelasjon mellom noen av variablene, så vi antar at funnene er påvirket av målestøy.

Det som påvirker styrehonoraret viser seg altså å være endring i resultatet fra forrige periode og endring i størrelsen på selskapet i positiv retning, mens økning i forrige periodes styrehonorar og økt gjeldsgrad har en negativ påvirkning. De to første funnene er i samsvar med hva man har funnet i tidligere studier, men den negative koeffisienten på forrige periodes styrehonorar er motsatt av det Doucouliagos et al. (2007) fant i Australia ved bruk av faste effekter metoden (paneldatametode tilsvarende førstedifferansemetoden). Dette kan komme av de store forskjellene i utvalgene, de hadde et utvalg på 14 banker, mens vi har mange flere selskaper med stor variasjon i størrelse. Crespí-Cladera og Gispert (2003) kunne ikke finne noe virkning av gjeldsgrad på styrehonorar, men de hadde ikke med forrige periodes styrehonorar som forklaringsvariabel, så deres regresjon er lik vår regresjon (4), der vi ikke har signifikant gjeldsgradskoeffisient.

10.2.3 Hva driver resultatmålet?

Vi kjører lignende regresjoner som over, men setter nå roa som den avhengige variabelen. Resultatet ved vanlig minste kvadraters metode er representert i tabellen.

Tabell 16: OLS analyse med resultatmål som avhengig variabel

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
lni_styrehon	-0,0055* (-5,66)	-0,0119* (-10,4)	-0,0089* (-7,61)	-0,0085* (-5,51)	-0,0084* (-5,09)	-0,0089* (-5,45)
lni_salgsinn		0,0083* (10,67)	0,0106* (12,18)	0,0107* (10,53)	0,012* (9,27)	0,0128* (10)
0-4 år			0,0077* (2,07)			
5-9 år			0,017* (4,88)	0,0061 (1,33)	0,006 (1,22)	0,0053 (1,07)
10-25 år			0,0199* (6,9)	0,0101* (2,38)	0,0074 (1,62)	0,006 (1,3)
26+ år				-0,0101* (-2,12)	-0,011* (-2,27)	-0,0136* (-2,68)
lni_styrehon_lag				-0,0024* (-2,85)	-0,0021* (-2,33)	-0,0024* (-2,54)
lni_daglonn					-0,0069* (-2,53)	-0,0072* (-2,64)
i_gjeldsgrad						-0,0215* (-2,76)
Konstant	0,0861* (23,23)	0,0386* (6,05)	0,0248 (1,5)	0,0518** (1,94)	0,02526 (0,98)	0,0349 (1,31)
N	49711	46338	46338	30245	27329	27329
R ²	0,0011	0,0068	0,0309	0,0329	0,0355	0,036

Regresjonene (3) til (6) har alle års- og næringsdummyer inkludert i regresjonen.

* signifikant på 5 % nivå

**Signifikant på 10 % nivå

t-verdier i parentes

Den første regresjonen (1) er en enkel regresjon med kun roa og årets styrehonorar. Her ser vi at det eksisterer en signifikant negativ sammenheng mellom bedriftens resultat og utbetaling av styrehonorar det samme året. Om dette kunne tolkes kausalt, ville det bety at jo mer man kompenserer styret jo dårligere går det for bedriften. Ved én prosent økning i utbetaling av styregodtgjørelse vil bedriftens resultat reduseres med 0,55 prosent. Legger vi til størrelsesvariabelen (regresjon (2)), blir den negative effekten fra økt styrehonorar forsterket.

Vi ser også at størrelsen til bedriften har en betydning for resultatet. Ved en økning på én prosent i salgsinntekt vil det forventes en signifikant vekst i resultatet på 0,83 prosent. Dette innebærer at større bedrifter har en tendens til å oppnå et bedre resultat enn små bedrifter. I regresjon (3) legges ulike aldersgrupper og tids- og næringsdummyer til. Her ser man at etter hvert som bedriften blir eldre og mer erfaren, øker bedriftens resultat. Veksten mellom de ulike aldersgruppene er signifikant og som forventet. Eldre bedrifter er mer modne og har en stabil markedsandel, noe som tilsier at de ofte genererer et høyere inntektsnivå enn yngre selskap. I denne regresjonen ligger aldersgruppen 26 år og oppover i konstanten sammen med andre faktorer, slik at man ikke kan se hva salgs effekt på bedriftens roa denne variabelen gir. Med tiden når bedriften blir eldre er det fare for at bedriften taper terreng på grunn av nye innovative selskap som slipper til og kaprer markedsandeler. Ser vi på regresjon (4), hvor aldersgruppen fra 26 år og oppover ikke lenger ligger i koeffisienten samt at et lag av styrehonorar variabelen er lagt til, viser den at modne bedrifter (26+) har en negativ påvirkning på bedriftens resultat. Dette er i tråd med figur 13, som illustrerer roa i de ulike aldersgruppene. Styrehonorar lagget har også en negativ signifikant koeffisient, noe som tilsier at når utbetaling av styrehonorar forrige periode øker med én prosent, vil resultatet gitt ved roa for denne perioden gå ned med 0,24 prosent. Denne effekten er ikke fullt så stor som for styrehonorar denne perioden, med en koeffisient på 0,85 prosent. Ved å legge til dette lagget ble ikke lenger variabelen for bedrifter med alder mellom fem og ni år signifikant. Vi sjekket også om flere lag av styrehonorar hadde signifikant betydning, men det viste seg at dette ikke var tilfellet. Laggene var signifikante og negative hver for seg opp mot kun roa, men med en gang man inkluderte flere lag og andre variabler var de ikke lenger signifikante. Videre i analysen valgte vi derfor kun å bruke ett lag for styrehonorar variabelen. Det neste vi gjorde var å sjekke om daglig leders lønn hadde innvirkning på bedriftens resultat, regresjon (5). Regresjonen viste at ved én prosent økning i lønnen til daglig leder vil resultatet, roa, gå ned med 0,69 prosent. Dette impliserer det samme som for styrehonorar. Hvis dette kunne tolkes kausalt betyr det at jo mer man betaler for god kompetanse og erfaring for å øke bedriftens resultat, jo dårligere går det for bedriften. I regresjonen holder alle koeffisientene seg stabile bortsett fra at aldersgruppene 5 til 9 år og 10 til 25 år ikke lenger er signifikante. Den siste variabelen vi inkluderte i analysen var gjeldsgrad, regresjon (6). Denne regresjonen illustrerer at økt gjeldsandel fører til at selskapets resultat vil gå ned, og mindre gevinst står igjen til aksjonærene. Koeffisienter og t-verdier på de resterende variablene er i samsvar med det vi har sett i de tidligere regresjonene.

Oppsummert ser vi altså at ved en endring av utbetaling av styrehonorar denne perioden og forrige periode på én prosent gir begge en negativ signifikant påvirkning på roa. Det samme gjør økt gjeldsgrad og lønn til daglig leder. Det viser seg også at det er kun de eldste bedriftene som har signifikant negativ påvirkning på roa. Motsatt effekt blir det for størrelsesvariabelen salgsinntekt, som påvirker roa positivt.

Ved førstedifferansemetoden er prinsippet og valg av variabler det samme som for OLS. Vi starter med \ln_i styrehon som eneste forklaringsvariabel for \ln_i roa, og legger til flere variabler etter hvert. Resultatet fra analysen vises i tabellen under.

Tabell 17: Førstedifferanse analyse med resultatmål som avhengig variabel

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
\ln_i styrehon	0,0017** (1,82)	0,0006 (0,7)	0,0009 (0,86)	0,00054 (0,47)	0 (-0,01)	
\ln_i salgsinn		0,04228* (13,14)	0,0429* (11,58)	0,0508* (11,68)	0,055* (12,12)	0,055* (12,15)
\ln_i styrehon_lag			-0,0018 (-1,53)	-0,0015 (-1,22)	-0,0023** (-1,87)	-0,0023** (-1,86)
\ln_i daglonn				-0,0038 (-0,69)	-0,0014 (-0,26)	-0,0014 (-0,26)
i gjeldsgrad					-0,2027* (-10,08)	-0,2027* (-10,09)
Konstant	-0,0077* (-7,4)	-0,0087* (-8,58)	0,0088* (-7,4)	0,0092* (-7,55)	-0,009* (-7,46)	-0,009* (-8,34)
N	32239	29749	19971	18043	18043	18043
R ²	0,0002	0,0203	0,0196	0,0229	0,0406	0,05406

* signifikant på 5 % nivå

**Signifikant på 10 % nivå

t-verdier i parentes

Ved førstedifferanse får vi et helt annet resultat enn ved minste kvadraters metode. I første kolonne er det en enkel regresjon (1) mellom endring i roa og endring i styrehonorar. Her ser vi at det ikke eksisterer noe signifikant sammenheng mellom disse på fem prosent signifikansnivå, men på ti prosent nivå kan vi se at det ved en endring i utbetaling av styrehonorar på én prosent gir en forventet positiv endring i roa på 0,17 prosent. Dette er motsatt av hva vi fant ut ved minste kvadraters metode, hvor vi hadde en negativ sammenheng. En mulig grunn til dette kan være at vi har kvittet oss med noe av

endogenitetsproblemet. Inkluderer vi \ln_i _salgsinn som størrelsesvariabel, (2), ser vi at det er en positiv sammenheng mellom endring i størrelse og bedriftens resultat. Dette innebærer at ved en endring på én prosent i selskapets salgsinntekt vil det gi en 4,23 prosent endring i roa. I denne regresjonen har styrehonorar blitt en ikke signifikant variabel uten betydning for bedriftens resultat. I regresjon (3) legger vi til fjorårets styrehonorar. Dette lagget viser seg å ikke ha signifikant forklaringskraft på resultatet til bedriften. Variabelen er heller ikke signifikant når vi gjør en analyse der styrehonorar fra forrige periode er eneste forklaringsvariabel. Vi testet også ut om flere lag hadde betydning, men fikk ikke signifikante koeffisienter og dermed er ikke disse analysene vist i tabellen over. Neste steg er å legge til kompensasjon til daglig leder, (4). Heller ikke denne variabelen viser seg å være signifikant. Daglig leder blir betalt for å arbeide mot å maksimere bedriftens avkastning slik at vi forventet å finne en sammenheng her, noe som andre artikler har gjort. Artiklene bruker lønn til daglig leder som avhengig variabel, og dette kan være en mulig årsak til forskjellen i resultatene. Et mulig problem som kan oppstå når vi legger til kompensasjon til daglig leder er at denne variabelen er korrelert med styrehonorar, slik at den mister signifikans. Det vil dermed være vanskelig for oss å analysere hvilken av variablene som driver bedriftens resultat fordi de endrer seg i takt. Dersom vi ikke tar med lønn til daglig leder vil styrehonorar kunne fange opp effekten av begge to, men på den andre siden kan det oppstå et problem relatert til at vi utelater en essensiell variabel. I neste regresjon, (5), har vi lagt til gjeldsgrad. Gjeldsgraden har en signifikant negativ koeffisient, og innebærer at andelen av gjeld spiller en avgjørende rolle for resultatet. I den siste regresjonen (6), har vi fjernet variabelen styrehonorar for dette året. Dette fordi variabelen ikke er signifikant i noen av regresjonene, og det i tillegg er rimelig at det er kompensasjonen til styret i forrige periode som har bidratt til at de har jobbet hardere for å maksimere selskapets resultat. I denne regresjonen er ikke lønn til daglig leder signifikant og styrehonorar lag er signifikant på ti prosent nivå. Ved en endring på én prosent i fjorårets styrehonorar, gitt at alle de andre variablene er uforandret, vil bedriftens resultat reduseres med 0,23 prosent. De resterende variablene er signifikant ned på fem prosent nivå. Endrer man salgsinntekten med én prosent vil det oppstå en positiv endring i roa på 5,5 prosent og ved endring i gjeldsgraden på én prosent vil resultatet endres negativt med hele 20,27 prosent.

Kort oppsummert viser førstedifferansemetoden at ved en økning i styrehonorar forrige periode eller økt andel gjeld i selskapet denne perioden, vil roa denne perioden reduseres. Vi

fant også at det oppstår en positiv effekt på roa hvis selskapet klarer å kapre en større markedsandel og derav øker sin størrelse. Dette resultatet er i tråd med det vi fant ved minste kvadraters metode. Den eneste forskjellen er at lønn til daglig leder ikke lenger er signifikant.

10.3 Robusthetssjekk

Vi har dessuten gjort noen analyser der vi brukte driftsmargin som den avhengige variabelen, for å se om det ga markante forskjellige resultater fra det vi fant ved bruk av roa som resultatmål. Vi startet også her med en OLS regresjon for deretter å bruke førstedifferansemetoden.

Tabell 18: OLS analyse med resultatmålet driftsmargin som avhengig variabel

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
lni_styrehon	-0,0074* (-5,27)	-0,0018 (-1,13)	-0,0092* (-6,03)	-0,0076* (-4,12)	-0,0069* (-3,82)	-0,0046* (-2,71)
lni_salgsinn		-0,0043* (-3,7)	0,0041* (3,22)	0,004* (2,69)	0,0028** (1,94)	0,013* (7,52)
0-4 år			-0,0126* (-2,45)			-0,154* (-2,63)
5-9 år			-0,0048 (-0,1)	0,0088** (1,97)	0,0099* (2,23)	-0,0047 (-0,86)
10-25 år			0,005 (1,09)	0,0153* (3,48)	0,0176* (3,98)	-0,0021 (-0,41)
26+ år				0,0108** (1,81)	0,015* (2,44)	
lni_styrehon_lag				- 0,0017** (-1,86)	-0,0013 (-1,38)	-0,0005 (-0,56)
lni_daglonn						-0,0346* (-9,69)
i_gjeldsgrad					0,0355* (3,55)	0,0389* (3,91)
Konstant	0,1062* (21,14)	0,124* (12,85)	0,3337* (6,12)	0,2768* (3,22)	0,2623* (3,05)	0,2139* (2,32)
N	47177	45332	45332	29686	29686	26921
R ²	0,0013	0,0015	0,0671	0,0687	0,0697	0,068

Regresjonene (4) til (6) har alle års- og næringsdummyer inkludert i regresjonen.

* signifikant på 5 % nivå

**Signifikant på 10 % nivå

t-verdier i parentes

Av resultatene ser vi at gjeldsgrad har positivt fortegn, motsatt av hva vi fant der roa var forklaringsvariabel. Dette kan skyldes at finansielle poster er tatt hensyn til ved utregning av driftsmarginen i motsetning til beregning av roa. Årets styrehonorar gir fortsatt en negativ

påvirkning, men effekten er betydelig lavere. Fjorårets styrehonorar var ved roa signifikant, noe som ikke lenger er tilfellet. Salgsinntekt gir omtrent samme resultater i begge analysene. Aldersinndelingen kan vanskelig tolkes ettersom forskjellige aldersgrupper blir en del av konstanten. Lønn til daglig leder gir også her en negativ effekt på resultatmålet, men denne effekten er sterkere på driftsmarginen enn på roa.

Videre gjorde vi tilsvarende analyse med førstedifferansemetoden og fikk vi følgende resultater:

Tabell 19: Førstedifferanse analyse med resultatmålet driftsmargin som avhengig variabel

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
lni_styrehon	0,0012 (1,29)	0,0002 (0,24)	-0,00004 (-0,04)	-0,0004 (-0,35)	-0,0006 (-0,5)	
lni_salgsinn		0,0452* (7,74)	0,0396* (5,04)	0,0507* (6,63)	0,0521* (6,76)	0,0521* (6,74)
lni_styrehon_lag			-0,0012 (-1)	-0,0011 (-0,97)	-0,0014 (-1,2)	-0,0012 (-1,07)
lni_daglonn				-0,0044 (-0,94)	-0,0036 (-0,76)	-0,0036 (-0,078)
i_gjeldsgrad					-0,0703* (-4,43)	-0,0701* (-4,44)
Konstant	-0,0073* (-6,38)	-0,008* (-7,09)	-0,0086* (-6,14)	-0,0084* (-6,76)	-0,0083* (-6,73)	-0,0087* (-7,71)
N	30383	29062	19597	17775	17775	17775
R ²	0,0001	0,0168	0,0129	0,0129	0,0242	0,0242

* signifikant på 5 % nivå

**Signifikant på 10 % nivå

t-verdier i parentes

Av tabellen ser vi at størrelse og gjeldsgrad er de to faktorene som påvirker driftsmarginen. Fortegnene er som forventet, der økt størrelse teller positivt på driftsmarginen, mens høyere gjeldsgrad gir negativ endring. Gjeldsgradskoeffisienten hadde ved analysen med roa som avhengig variabel en sterkere negativ effekt. I motsetning til resultatet vi fant ved roa er ikke fjorårets endring i styrehonoraret signifikant for driftsmarginen, men signifikansen ved roa var kun på 10 prosent nivå og koeffisienten var lav, $-0,0024$.

Ved bruk av OLS finner vi en negativ sammenheng mellom styrehonorar og driftsmargin, men ved førstedifferansemetoden finner vi ingen sammenheng. Resultatene avviker noe fra hva vi fant ved roa, men ikke så mye at vi føler resultatene fra roa analysen er ugyldige.

11. Konklusjon

Analysen har resultert i tre hovedkonklusjoner. Den første er i tråd med funnene i undersøkelsen ”Rapport fra styreverommene 2008 sammenlignet med 1993” (Eckbo, 2008), som fant at utviklingen i styrehonorar ikke har hatt samme vekst som lønn til daglig leder. En mulig grunn kan være, som vi har sett i ulike årsrapporter, at lønn til daglig leder i større grad er resultatdrevet enn styrehonorar, som vanligvis er et fast beløp.

I vår andre hovedkonklusjon finner vi at forskjellen mellom selskap som utbetaler styrehonorar og ikke, er at de som utbetaler har eksistert i flere år og er store, målt ved salgssinntekt. De har gjerne betalt styrehonorar over en lang periode. De som ikke betaler styrehonorar hadde sannsynligvis høyere roa i forrige periode enn de som betaler, fordi vi fant at høyere roa i forrige periode gir lavere sannsynlighet for å utbetale styrehonorar denne perioden. Dette resultatet er som nevnt ikke i tråd med våre forventninger. Økning i gjeldsgraden reduserer også sannsynligheten for at man betaler ut styrehonorar.

Ser vi derimot på de som utbetaler styrehonorar, er faktorene som påvirker utbetalingen positivt størrelsen på selskapet og forrige periodes styrehonorar ved bruk av OLS. Roa og gjeldsgraden har en negativ virkning. Ved førstedifferansemetoden fant vi derimot at vekst i forrige års roa gir vekst i styrehonorar i år, mens en større vekst i utbetaling av styrehonorar i fjor gir mindre vekst i styrehonoraret i år. Også her er det en negativ sammenheng mellom styrehonorar og gjeldsgrad, mens økning i størrelse fører til økte styrehonorar. Den positive sammenhengen vi finner mellom styrehonorar og roa er i samsvar med flere tidligere studier.

I den tredje hovedkonklusjonen, der vi ser på hvilke faktorer som er med på å forklare bedriftens roa, finner vi ved OLS at utbetaling av styrehonorar både denne perioden og forrige periode har en negativ effekt på bedriftens roa. Størrelsen til bedriften har en positiv virkning, slik at store selskap har en tendens til å oppnå et bedre resultat enn små. I tillegg viser det seg at gjeldsgrad og lønn til daglig leder spiller negativt inn på bedriftens roa. I aldersgruppene vi inkluderte var det bare de modne bedriftene som viste en negativ sammenheng mellom deres alder og roa, de andre aldersgruppene ga ikke signifikante koeffisienter. Ved førstedifferanse finner vi en negativ sammenheng mellom vekst i styrehonorar i forrige periode og vekst i selskapets roa denne perioden. Årets styrehonorar og

lønn til daglig leder er ikke lenger signifikante variabler. For bedriftens roa er endring i størrelse avgjørende, ved at en økning i størrelse gir høyere vekst i roa. I tillegg viser det seg at ved økt gjeldsgrad vil bedriftens resultat reduseres.

Ut i fra probitmetoden og analysen med roa som avhengig variabel, kan det altså virke som om det ikke lønner seg å betale for å tiltrekke seg de best kvalifiserte styremedlemmene for å oppnå høyest mulig lønnsomhet, eller at høyere honorarer ikke fører til bedre innsats. Det samme funnet har vi når det gjelder lønn til daglig leder, der vi ved OLS har en negativ sammenheng mellom utbetaling av lønn til daglig leder og bedriftens resultat. En mulig forklaring kan være at selv eksepsjonelt dyktige styremedlemmer ikke kan forvandle en bedrift på ett år. Det kan tenke at disse medlemmene har et langtidsperspektiv, der resultatene kommer først om 5-10 år, og dette vil falle utenfor vårt datasett.

Med styrehonorar som avhengig variabel ser vi ved førstedifferansemetoden derimot at det eksisterer en positiv sammenheng mellom utbetaling av styrehonorar og bedriftens roa, slik som tidligere studier. De motstridende resultatene fra de to analysene gjør det vanskelig for oss å konkludere om det finnes en sammenheng mellom styrehonorar og bedrifters resultater. Hvis analysene kunne tolkes kausalt ville det bety at økt roa fører til høyere styrehonorar, mens en økning i styrehonorar fører til en reduksjon i roa. Det vil si at styrene blir belønnet for bedriftens gode resultater, men høyere styrehonorarer vil ikke nødvendigvis tiltrekke de beste styremedlemmene eller gi insentiv til å heve innsatsen slik at bedriftenes resultater forbedres.

12. Kritikk av oppgaven

Når man gjennomfører en analyse er sjelden all informasjon man ønsker å benytte tilgjengelig. I datasettet vi bruker er det kun oppgitt regnskapsbaserte tall, og dette er en svakhet ved analysen vår. Det hadde vært ønskelig å gjennomføre de samme analysene med markedsbaserte tall for å sjekke robusthet og styrken i analysen. I vårt datasett har vi et stort utvalg av bedrifter med store variasjoner når det gjelder størrelse og selskapstype. I Norge er det flest små, familieeide selskaper, slik at markedsdata ikke er tilgjengelig. Antallet børsnoterte selskaper i datasettet som oppga at de betalte ut styrehonorar var svært få, slik at en analyse basert på kun disse ville vært lite konkluderende.

Et problem ved å benytte regnskapsbaserte mål er at de ikke egner seg godt til å sammenlignes på tvers av bransjer, de er fortidsrettede og lett manipulerbare, og dette er en annen grunn til at markedsdata er ønskelig.

I lignende studier i litteraturen har man konsentrert seg om én eller få bransjer, mens vi har med alle typer bransjer, bortsett fra holdingselskaper, i datasettet vårt.

Vi har svært få corporate governance indikatorer i datasettet vårt, og vi har ingen opplysninger om antall styremedlemmer, type kompensasjon, antall møter, eierskapskonsentrasjon, sammensetning av styret og lignende. Andre analyser benytter seg av indikatorene og finner en sammenheng mellom styrehonorar og noen av disse. Med et materiale på nesten 150 000 bedrifter ville det vært et meget tidskrevende arbeid å samle disse opplysningene.

Kilder

Becht, Marco; Bolton, Patrick & Röell, Ailsa (2002): "Corporate Governance and control" *ECGI-Finance Working Paper no. 02/2002*

Bhagat, Sanjai & Black, Bernard (2002): "The non-correlation between board independence and long-term firm performance." *Journal of Corporation Law, winter 2002, Vol.27 (2)*, side 231-273.

Bøhren og Strøm (2005) "Myter og fakta om norske styrever [2.0]" tilgjengelig fra:

http://www.bi.no/Content/Article_44038.aspx hentet 15/1-2009

Bleksaune, Arild: "Forelesning 8: Tabellanalyse" Fakultet for samfunnsvitenskap og teknologiledelse, NTNU. Tilgjengelig fra

<http://www.svt.ntnu.no/iss/Arild.Blekesaune/Forelesning8.pdf> hentet 22/4-2009

Carter, David. A; Betty J. Simkins, & W. Gary Simpson (2002): "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value" *The Financial review: Volume 38 (1)* side 33-53.

Catalyst (2007): "The bottom line: Corporate performance and women's representation on boards" tilgjengelig fra: <http://www.catalyst.org/file/139/bottom%20line%202.pdf> hentet 6/2-2009

Chhaochharia, Vidhi & Grinstein, Yaniv (2009): "CEO compensation and board structure." *The Journal of Finance, Vol. 64 (1)*, side 231-261.

Crespí-Cladera, Rafel & Gispert, Carles (2003): "Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies" *Review of Labour Economics & Industrial Relations, Mar 2003, Vol. 17 (1)*, side 103-126,

Core, John E; Holthausen, Robert W & Larcker, David F (1999): "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance." *Journal of Financial Economics 51*. Side 371-406

Dogan, Ergun & Smyth, Russell (2002): "Board Remuneration, Company Performance, and Ownership Concentration – evidence from publicly listed Malaysian companies" *ASEAN Economic Bulletin, Vol.19 (3)*, side 319-347.

Doucouliafos, Hristos; Haman, Janto & Saeed, Askaray (2007): "Directors' remuneration and performance in Australian banking." *Corporate Governance: An International review*, Vol.15 (6). Side 1363-1383

Eckbo, B. Espen (2006): "Corporate governance i et nøtteskall" *Norges Bank - Penger og Kreditt nr.2-2006*. Side 87-99.

Eckbo, Gunnar (2008): "Rapport fra styrerommene 2008 sammenlignet med 2003." Styreinformatjon AS, August 2008

Fan, Pei Sai: "Review of literature & Empirical research on corporate governance" *MAS (Monetary Authority of Singapore) Staff Paper, Mars 2004, Nr.29*.

Faremo, Grete (2007): "Samfunnsansvar og etikk i næringslivet" Presentasjon hold ved kvinnenettverkets temamøte 7.mai 2007. Tilgjengelig fra <http://oslo.arbeiderparti.no/Om-oss/Kvinnenettverket/Aktuelt/Naeringslivets-samfunnsansvar-10/2-2009> hentet 10/2-2009

Fama & Jensen, Michael C. (1983): "Separation of ownership and control." *Journal of Law & economics*, Vol. 26(2). Side 301-325.

Ferris, Stephen. P; Jagannathan, Murali & Pritchard, A.C (2003): "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments" *Journal of Finance*, Vol. 58 (3), side 1087-1111.

Fich, Eliezer M. & Shivdasani, Anil (2006): "Are busy boards effective monitors?" *Journal of Finance*, Vol. 61 (2), side 689-724

Gabrielle, Michelle (2001): "Outside boardmembers earning record sums" CFO 8. Februar 2001, tilgjengelig fra: http://www.cfo.com/article.cfm/2991688/c_2984338/?f=archives hentet 2/4-2009

Ghosh, Arijit (2006): "Determination of executive compensation in an emerging economy" *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 42 (3), side 66-90.

GMI's kriterier for uavhengighet: Tilgjengelig fra: <http://www.ownershipreport.net/index.gan?id=7980&subid=0> hentet 16/2-2009

Hagen, Inger Marie (2008): "Ansatte bruker ikke retten sin til styreplass" LO Aktuelt 8/6-2008.

<http://www.frifagbevegelse.no/loaktuelt/kommentar/kronikk/article3592820.ece?service=print> hentet 5/2-2008

Hagen, Inger Marie (2008): "Ansatte i styret: Statusrapport 2007" FAFO rapport 2008.

<http://www.faf.no/pub/rapp/20051/20051.pdf> hentet 5/2-2008

Hermalin, Benjamin E. & Weisbach, Michael S. (1998): "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO." *American Economic Review* 88 (1), side 96-118.

Hermalin, Benjamin E. & Weisbach, Michael S. (2003): "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature" *FRBNY Economic Policy Review*, April 2003

Huse, Morten (2007): "Styret: Tante, barbar eller klan?" Fagbokforlaget Vigmostad og Bjørke AS. 3.utgave, 2007.

Huse, Morten og Tacheva, Sabina (2006): "Women directors and board task performance: Mediating and moderating effects of board working style" Artikkel presentert på EURAM møte 2006. Tilgjengelig fra: http://www.boeckler.de/pdf/v_2006_03_30_huse2_f5.pdf hentet 10/2-2009

Huse, Morten & Rindova, Violina P. (2001): "Stakeholders' expectations of board roles: The case of subsidiary boards" *Journal of Management and Governance* 5 side 153-178.

Jensen, Michael C. (1986): "Agency cost and free cash flow, corporate finance, and takeovers" *American Economic Review*, Vol. 76 (2). Side 323-329

Jensen, Michael C. (1993): "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems." *Journal of Finance*, Vol. 48 (3). Side 831-880.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3(1976). Side 305-360.

Keller & Warrack (2003): "Statistics for management and economics." Thompson 6. Utgave 2003.

Klein, April (1998): "Firm performance and board committee structure" *Journal of Law and Economics*, April 98, Vol.41(1) side 275-303.

La Porta, Rafael; Lopez-De-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei (2008): "The economic consequences of legal origins." *Journal of economic literature*, Vol. 46 (2). Side 235-332.

Langås, Mette: "Statistisk inferens: Hypotesetesting" 3/4-2006 Forelesning NTNU tilgjengelig fra <http://www.math.ntnu.no/~mettela/TMA4245V2006/pdf/Forelesn20060403ho1x2.pdf> hentet 25/5-2009

Jarodd, Leif: "Styremedlem! – Kan du feie trapper?" <http://www.styrearbeid.no> hentet 22/1-2009

Leksell, Laurent & Lindgren, Ulf (1982): "The board of directors in foreign subsidiaries" *Journal of International Business Studies*, vår/sommer 1982

Main, Brian G.M; Bruce, Alistair & Buck, Trevor (1996): "Total board remuneration and company performance" *The Economic Journal*, 106, side 1627-1644

Mizruchi, Mark & Christopher Marquis (2006): "Interlocking Directorates." *International Encyclopedia of Economic Sociology*, side. 375-377

Mjøs, Aksel (2007): "Corporate Finance: Capital Structure and Hybrid Capital" Doktorgradsavhandling ved Institutt for Foretaksøkonomi ved NHH.

Myklebust, Egil (2007): "Styrets rolle i eierskapsutøvelsen i et norsk og nordisk perspektiv." Forum for Eierstyring og Selskapsledelse, 4. Desember 2007. Tilgjengelig fra http://www.nues.no/filestore/DM-112783-v1-Egil_Myklebust_-_FORUM_2007.PDF hentet 1/4-2009

Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse: <http://www.nues.no>

Oslo Børs: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Eierstyring-og-selskapsledelse/Status-i-Norge>

Raheja, Charu G. (2005): "Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 40 (2)

Rosenstein & Wyatt (1990): "Outside directors, board independence and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, 26 (1990) side 176-191.

Sandnes, Ludvik; Bruce, Peder; Bunæs Eirik; Hellerud, Catharina & Sletmo, Dag (2002): "Anbefalte normer for god Corporate Governance i Norge." Høringsforslag 24. Oktober 2002, Norske Finansanalytikeres Forening. Tilgjengelig fra http://www.finansanalytiker.no/innhold/bibl_horingssvar/nff_corpgov_horing.pdf hentet 29/3-2009

Santella Paolo; Paone, Giulia & Drago, Carlo(2006): "How independent are independent directors? The case of Italy" Working paper Mars 2006

Selmar, Rune: "Konsekvenser av godt og dårlig styrearbeid" Folketrygdfondet, Styrefaglig møteplass. Tilgjengelig fra: <http://www.styrefagligmotepllass.no/userfiles/File/RS2005.ppt> hentet 24/2-2009

Selvik, Arne (2001): "Den skjulte styreverden" Fagbokforlaget Vigmostad og Bjørke AS.

Statistisk sentralbyrå (SSB): NACE koder 1994, tilgjengelig fra <http://www3.ssb.no/stabas/ItemsFrames.asp?ID=3169729&Language=nb> hentet 19/1-2009

Strikwerda, J (2003):" An entrepreneurial model of corporate governance: devolving powers to subsidiary boards." *Corporate Governance*, Vol. 3 (2), side 38-57

Ukeavisen Ledelse (2005) "Har 90 styreverv" AM-24/11 2005, tilgjengelig fra: http://www.ukeavisenledelse.no/arkiv/har_90_styreverv hentet 31/3-2009

Wooldridge, Jeffery M. (2009): "Introductory Econometrics, A modern approach" South-Western. 4. utgave, 2009.

Vedlegg

Nacekoder to siffer brukt i datasettet (SSB)

Basert på versjonen fra 1994

A Jordbruk og skogbruk

01 Jordbruk og tjenester tilknyttet jordbruk. Jakt og viltstell

02 Skogbruk og tjenester tilknyttet skogbruk

B Fiske

05 Fiske, fangst og fiskeoppdrett. Tjenester tilknyttet fiske, fangst og fiskeoppdrett

C Bergverksdrift og utvinning

CA Utvinning av energiråstoffer

10 Bryting av steinkull og brunkull. Utvinning av torv

11 Utvinning av råolje og naturgass. Tjenester tilknyttet olje- og gassutvinning

12 Bryting av uran- og thoriummalm

CB Annen bergverksdrift og utvinning

13 Bryting av metallholdig malm

14 Bergverksdrift ellers

D Industri

DA Produksjon av nærings- og nytelsesmidler

15 Produksjon av næringsmidler og drikkevarer

16 Produksjon av tobakksvarer

17 Produksjon av tekstiler

18 Produksjon av klær. Beredning og farging av pelsskinn

DC Produksjon av lær og lærvarer

19 Beredning av lær. Produksjon av reiseeffekter, salmakerartikler og skotøy

DD Produksjon av trevarer

20 Produksjon av trelast og varer av tre, kork, strå og flettematerialer, unntatt møbler

DE Treforedling, grafisk produksjon og forlagsvirksomhet

21 Produksjon av papirmasse, papir og papirvarer

22 Forlagsvirksomhet, grafisk produksjon og reproduksjon av innspilte opptak

DF Produksjon av kull- og petroleumsprodukter og kjernebrensel

23 Produksjon av kull- og petroleumsprodukter og kjernebrensel

DG Produksjon av kjemikalier og kjemiske produkter

24 Produksjon av kjemikalier og kjemiske produkter

DH Produksjon av gummi- og plastprodukter

25 Produksjon av gummi- og plastprodukter

DI Produksjon av andre ikke-metallholdige mineralprodukter

26 Produksjon av andre ikke-metallholdige mineralprodukter

DJ Produksjon av metaller og metallvarer

27 Produksjon av metaller

28 Produksjon av metallvarer, unntatt maskiner og utstyr

DK Produksjon av maskiner og utstyr

29 Produksjon av maskiner og utstyr

DL Produksjon av elektriske og optiske produkter

30 Produksjon av kontor- og datamaskiner

31 Produksjon av andre elektriske maskiner og apparater

32 Produksjon av radio-, fjernsyns- og annet kommunikasjonsutstyr

33 Produksjon av medisinske instrumenter, presisjonsinstrumenter, optiske instrumenter, klokker og ur

DM Produksjon av transportmidler

34 Produksjon av motorvogner, tilhengere og deler

35 Produksjon av andre transportmidler

DN Annen industriproduksjon

36 Produksjon av møbler. Annen industriproduksjon

37 Gjenvinning

E Kraft- og vannforsyning

40 Elektrisitets-, gass-, damp- og varmtvannsforsyning

41 Oppsamling, rensing og distribusjon av vann

F Bygge- og anleggsvirksomhet

45 Bygge- og anleggsvirksomhet

G Varehandel, reparasjon av motorvogner, husholdningsvarer og varer til personlig bruk

50 Handel med, vedlikehold og reparasjon av motorvogner. Detaljhandel med drivstoff til motorvogner

51 Agentur- og engroshandel, unntatt med motorvogner

52 Detaljhandel, unntatt med motorvogner. Reparasjon av husholdningsvarer og varer til personlig bruk

H Hotell- og restaurantvirksomhet

55 Hotell- og restaurantvirksomhet

I Transport, lagring og kommunikasjon

60 Landtransport og rørtransport

61 Sjøtransport

62 Lufttransport

63 Tjenester tilknyttet transport og reisebyråvirksomhet

64 Post og telekommunikasjoner

J Finansiell tjenesteyting og forsikring

65 Finansiell tjenesteyting, unntatt forsikring og pensjonskasser

66 Forsikring og pensjonskasser, unntatt trygdeordninger underlagt offentlig forvaltning

67 Hjelpevirksomhet for finansiell tjenesteyting

K Eiendomsdrift, utleievirksomhet og forretningsmessig tjenesteyting

70 Omsetning og drift av fast eiendom

71 Utleie av maskiner og utstyr uten personell. Utleie av husholdningsvarer og varer til personlig bruk

72 Databehandlingsvirksomhet

73 Forskning og utviklingsarbeid

74 Annen forretningsmessig tjenesteyting

L Offentlig administrasjon, forsvar og trygdeordninger underlagt offentlig forvaltning

75 Offentlig administrasjon, forsvar og trygdeordninger underlagt offentlig forvaltning

M Undervisning

80 Undervisning

N Helse- og sosialtjenester

85 Helse- og sosialtjenester

O Andre sosialtjenester og personlige tjenester

90 Avløps- og renovasjonsvirksomhet

91 Interesseorganisasjoner ikke nevnt annet sted

92 Fritidsvirksomhet, kulturell tjenesteyting og sport

93 Annen personlig tjenesteyting

P Lønnet arbeid i private husholdninger

95 Lønnet arbeid i private husholdninger

Q Internasjonale organer og organisasjoner

99 Internasjonale organer og organisasjoner

NUES fjorten punkter for god eierstyring og selskapsledelse:

1. Redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse

- a. Styret skal påse at selskapet har god eierstyring og selskapsledelse.
- b. Styret skal gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Dersom denne anbefalingen ikke er fulgt, skal det forklares.
- c. Styret bør klargjøre selskapets verdigrunnlag og i samsvar med dette utforme etiske retningslinjer.

2. Virksomhet

- a. Selskapets virksomhet bør tydeliggjøres.
- b. Innenfor rammen av vedtekter bør selskapet ha klare mål og strategier for sin virksomhet.
- c. Vedtektenes formålsparagraf og selskapets mål og hovedstrategier bør fremgå av årsrapporten.

3. Selskapskapital og utbytte

- a. Selskapet bør ha egenkapital som er tilpasset mål, strategi og risikoprofil.
- b. Selskapet bør utarbeide en klar og forutsigbar utbyttepolitikk som grunnlag for de utbytteforslagene som fremmes for generalforsamlingen. Utbyttepolitikken bør gjøres kjent.
- c. Styrefullmakt til å foreta kapitalforhøyelse bør begrenses til definerte formål og bør ikke gis for et tidsrom lenger enn frem til neste ordinære generalforsamling. Tilsvarende gjelder styrefullmakter til kjøp av egne aksjer.

4. Likebehandling av aksjeeiere og transaksjoner med nærstående

- a. Selskapet bør kun ha én aksjeklasse.
- b. Dersom eksisterende aksjeeieres fortrinn ved kapitalforhøyelse fravikes, skal det begrunnes.
- c. Selskapets transaksjoner i egne aksjer bør foretas på børs eller på annen måte til børskurs. Dersom det er begrenset likviditet i aksjen, bør kravet til likebehandling vurderes ivaretatt på andre måter.
- d. Ved ikke uvesentlige transaksjoner mellom selskapet og aksjeeiere, styremedlem, ledende ansatte eller nærstående av disse, bør styret sørge for at det foreligger en verdivurdering fra en uavhengig tredjepart. Det samme gjelder ved transaksjoner mellom selskap i samme konsern der det er minoritetsaksjonærer.
- e. Selskapet bør ha retningslinjer som sikrer at styremedlemmer og ledende ansatte melder fra til styret hvis de direkte eller indirekte har en vesentlig interesse i en avtale som inngås i selskapet.

5. Fri omsettelighet

- a. Aksjer i børsnoterteselskap skal være fritt omsettelige. Det bør derfor ikke vedtektsfestes noen for omsetningsbegrensninger.

6. Generalforsamling

- a. Styret bør legge til rette for at flest mulig av aksjeeierne kan utøve sine rettigheter ved å delta på selskapets generalforsamling, og at generalforsamlingen blir en effektiv møteplass for aksjeeiere og styret, blant annet ved å påse at:
 - i. Saksdokumenter til generalforsamlingen, inkludert valgkomiteens innstilling, sendes aksjeeierne og styret senest to uker før generalforsamlingen avholdes.
 - ii. Saksdokumenter skal være utførlige nok til at aksjeeierne kan ta stilling til alle saker som skal behandles.
 - iii. Påmeldingsfristen settes så nær møtet som mulig.
 - iv. Aksjeeierne som selv ikke kan delta, kan stemme ved bruk av fullmakt.
 - v. Styret, valgkomiteen og revisor er til stedet i generalforsamlingen.
 - vi. Det foreligger rutiner som sikrer en uavhengig møteledelse i generalforsamlingen.

7. Valgkomité

- a. Selskapet bør ha en valgkomité, valgt av generalforsamlingen.
- b. Valgkomité bør vedtektsfestes.
- c. Valgkomiteen bør sammensettes slik at brede aksjeeierinteresser blir representert. Flertallet i valgkomiteen bør være uavhengig av den daglige ledelsen. Minst ett medlem av valgkomiteen bør ikke være medlem av bedriftsforsamlingen, representantskapet eller styret. Maksimalt ett medlem av valgkomiteen bør være styremedlem og bør da ikke stille til gjenvalg. Daglig leder eller andre representanter for den daglige ledelsen bør ikke være medlem av komiteen.
- d. Valgkomiteen foreslår kandidater til bedriftsforsamlingen og styret, og honorarer for medlemmene av disse organene.
- e. Valgkomiteen innstilling bør begrunnes.”
- f. Selskapet bør informeres om hvem som er medlemmer av komiteen og eventuelle frister for å fremme forslag til komiteen.

8. Bedriftsforsamling og styre, sammensetning og uavhengighet.

- a. Bedriftsforsamlingen bør sammensettes med sikte på bred representasjon fra selskapets aksjeeiere.
- b. Styret bør sammensettes slik at det kan ivareta aksjonærfellesskapets interesser, og selskapets behov for kompetanse, kapasitet, og mangfold. Det bør tas hensyn til at styret kan fungere godt sammen som et kollegialt organ.
- c. Styret bør sammensettes slik at det kan handle uavhengig av særinteresser. Minst halvparten av de av aksjeeier valgt medlemmene bør være uavhengige av selskapets daglige ledelse og vesentlige foretningsforbindelser. Minst to av de aksjeeiervalgte medlemmene bør være uavhengige av selskapets hovedaksjeeiere.
- d. Representanter fra den daglige ledelsen bør ikke være medlem av styret. Dersom slike representanter er styremedlem, bør det begrunnes og få

konsekvenser for organisering av styre arbeid, herunder bruk av styrekomiteer for å bidra til en mer uavhengig forberedelse av styresaker, jf. punkt 9.

- e. Styrets leder bør velges av generalforsamlingen hvil allmennaksjeloven ikke krever at vedkommende skal velges av bedriftsforsamlingen eller styret, som følge av en avtale om at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling.
- f. Styremedlemmer bør ikke velges for mer enn to år av gangen.
- g. I årsrapporten bør styret opplyse om forhold som kan belyse styremedlemmenes kompetanse og kapasitet samt hvilke styremedlemmer som kan vurderes som uavhengige.
- h. Styremedlemmer bør oppfordres til å eie aksjer i selskapet.

9. Styrets arbeid.

- a. Styret bør fastsette en årlig plan for sitt arbeid med særlig vekt på mål, strategi og gjennomføring.
- b. Styret bør fastsette instruksjer for styret og for den daglige ledelsen med særlig vekt på klar intern ansvars- og oppgavedeling.
- c. Styret skal påse at selskapet har god intern kontroll i forhold til de bestemmelser som gjelder for virksomheten, herunder selskapets verdigrunnlag og etiske retningslinjer.
- d. Styret bør informere i årsrapporten om hvordan internkontrollen er organisert.
- e. Det bør velges en nestleder som kan fungere når styrelederen ikke kan eller bør lede styrets arbeid.
- f. Styret bør vurdere bruk av styrekomiteer for å bidra til grundig og uavhengig behandling av saker som gjelder finansiell rapportering og godtgjørelse til ledende ansatte. Slike komiteer bør bestå av styremedlemmer som er uavhengige av den daglige ledelsen.
- g. Styret bør informere om eventuell bruk av styrekomiteer i årsrapporten.
- h. Styret bør evaluere sitt arbeid og sin kompetanse årlig.

10. Godtgjørelse til styret.

- a. Godtgjørelse til styret bør reflektere styrets ansvar, kompetanse, tidsbruk og virksomhetens kompleksitet.
- b. Godtgjørelse til styret bør ikke være resultatavhengig. Opsjoner bør ikke utstedes til styremedlemmer.
- c. Styremedlemmer, eller selskaper som de er tilknyttet, bør ikke påta seg særskilte oppgaver for selskapet i tillegg til styrevervet. Dersom de likevel gjør det, bør hele styret være informert. Honorarer for slike oppgaver bør godkjennes av styret.
- d. Det bør informeres om alle godtgjørelser til de enkelte medlemmene av styret i årsrapporten. Dersom det har vært gitt godtgjørelse utover vanlige styrehonorarer, bør de spesifiseres.

11. Godtgjørelse til ledende ansatte

- a. Styret bør fastsette retningslinjer for godtgjørelse til ledende ansatte. Retningslinjer bør årlig fremlegges for generalforsamlingen til orientering.

- b. Fastsetting av lønn og annen godtgjørelse til daglig leder bør foretas av styret i møte.
- c. Rammer for opsjonsordninger og ordninger om tildeling av aksjer til ansatte bør forhåndsgodkjennes av generalforsamlingen. Forslag om opsjonsrammer bør omfatte tildelingskriterier, virkelig verdi av opsjonsordningene, regnskapsmessige konsekvenser for selskapet og potensielle utvanningseffekter.
- d. Retningslinjer for godtgjørelse til ledende ansatte bør fremgå av årsrapporten. Det samme gjelder alle elementer av godtgjørelse til daglig leder og de enkelte ledende ansatte.

12. Informasjon og kommunikasjon

- a. Styret bør fastsette retningslinjer for selskapets rapportering av finansiell og annen informasjon basert på åpenhet og under hensyn til kravet om likebehandling av aktørene i verdipapirmarkedet.
- b. Selskapet bør årlig publisere oversikt over datoer for viktige hendelser som betaling av eventuelt utbytte med mer.
- c. Informasjon til selskapets aksjeeiere bør legges ut på selskapets internett- side samtidig som den sendes aksjeeierne.
- d. Styret bør fastsette retningslinjer for selskapets kontakt med aksjeeiere utenfor generalforsamlingen.

13. Overtakelse

- a. Styret bør ikke uten særlig grunner søke å forhindre eller vanskeliggjøre a noen fremsetter tilbud på selskapets aksjer, bør ikke selskapets styre utnytte emisjonsfullmakter eller treffe andre tiltak som søker å hindre gjennomføringen av tilbudet, uten at etter er godkjent av generalforsamlingen etter at tilbudet er kjent.
- b. Transaksjoner som i realiteten innebærer avhendelse av virksomheten, bør besluttes av generalforsamlingen bortsett fra de i tilfeller hvor disse beslutninger etter loven skal treffes av bedriftsforsamlingen.

14. Revisor

- a. Revisor bør årlig fremlegge for styret hovedtrekkene i en plan for gjennomføring av revisjonsarbeidet.
- b. Revisor bør delta i styremøter som behandler årsregnskapet. I møtene bør revisor gjennomgå eventuelle endringer i selskapets regnskapsprinsipper, vurdering av vesentlige regnskapsestimater og alle vesentlige forhold hvor det har vært uenighet mellom revisor og administrasjonen.
- c. Revisor bør minst en gang i året gjennomgå med styret selskapets interne kontroll, herunder identifiserbare svakheter og forslag til forbedringer.
- d. Styret og revisor bør ha minst ett møte i året uten at daglig leder eller andre fra den daglige ledelsen er til stedet.
- e. Styret bør fastsette retningslinjer for den daglige ledelsen for adgang til å benytte revisor til andre tjenester enn revisjon. Revisor bør årlig gi styret en skriftlig bekreftelse på at revisor oppfyller fastsatte uavhengighetskrav. I

tillegg bør revisor gi styret en oversikt over andre tjenester enn revisjon som er levert til selskapet.

- f. I ordinær generalforsamling bør styret orientere om revisors godtgjørelse fordelt på revisjon og andre tjenester.

Beskrivelse av variabler

Variabel	Antall obs	Gjennomsnitt	Median	Standardaavik	Maks	Min
i_styrehon>0	49 713	86,73	39,30	154,33	4045,00	1,00
i_roa	49 713	0,09	0,06	0,18	1,00	-1,00
i_daglonn	49 713	420,90	381,40	425,28	15921,47	0,00
i_salgsinn	49 713	64414,12	7218,77	444064,70	22900000,00	0,00
i_gjeldsgrad	49 713	0,62	0,67	0,25	1,00	0,00

Observasjoner av styrehonorar inndelt etter næringer

NACEkode	Antall obs	Gj.snitt	Median	St.avvik	Min	Max
1	173,00	47,71	21,83	86,09	1,00	652,17
2	187,00	91,55	45,00	114,47	1,12	716,00
5	827,00	77,18	34,53	150,81	1,00	1 607,79
11	114,00	480,36	311,51	479,40	3,06	2 266,00
14	155,00	93,67	60,04	116,54	1,00	557,18
15	1 058,00	135,98	52,94	289,72	1,00	4 045,10
17	226,00	67,94	35,97	84,04	1,02	682,00
18	94,00	42,81	34,53	49,60	1,00	422,72
19	21,00	21,31	21,87	12,00	5,76	49,13
20	642,00	73,33	38,21	106,27	1,06	1 298,04
21	78,00	222,02	71,94	338,84	1,06	1 640,20
22	1 254,00	92,64	39,38	164,16	1,00	1 726,52
24	126,00	250,68	100,06	375,09	3,00	1 782,92
25	260,00	66,42	38,65	90,51	1,02	909,44
26	276,00	75,93	35,66	113,65	1,02	633,19
27	137,00	131,13	48,31	260,96	2,18	1 994,90
28	792,00	64,42	35,00	84,34	1,06	814,00
29	768,00	94,03	41,72	171,35	1,00	1 792,67
30	24,00	338,58	223,99	267,65	57,55	841,84
31	257,00	108,97	46,04	178,88	1,21	900,66
32	114,00	214,24	92,79	313,45	11,51	1 320,60
33	266,00	127,55	65,29	181,06	1,00	1 030,73
34	89,00	147,15	36,23	273,26	3,38	1 294,58
35	371,00	99,78	46,59	215,24	1,00	1 973,55
36	366,00	99,87	42,08	155,68	1,05	870,90
37	57,00	67,25	61,00	38,48	4,37	168,36
40	769,00	211,00	140,42	211,01	1,06	1 260,10

45	3 256,00	63,94	29,42	114,59	1,00	1 748,90
50	1 372,00	62,16	31,63	92,54	1,00	1 290,00
51	5 012,00	76,56	39,38	135,87	1,00	2 033,04
52	3 734,00	55,50	27,00	90,28	1,00	1 521,78
55	909,00	52,98	25,89	75,74	1,00	758,00
60	1 054,00	75,04	37,77	126,37	1,00	1 456,33
61	842,00	173,42	59,42	279,38	1,02	2 620,84
62	34,00	195,49	67,74	257,77	28,78	932,32
63	1 469,00	69,37	43,48	88,49	1,00	1 287,47
64	161,00	149,51	57,97	232,71	2,12	1 243,10
65	1 413,00	225,06	150,77	246,46	1,09	2 509,53
66	484,00	166,82	98,11	255,16	1,00	2 292,58
67	313,00	354,91	74,81	239,05	1,21	3 166,03
70	6 750,00	65,96	36,23	95,97	1,00	1 700,60
71	308,00	56,94	30,61	81,10	1,00	523,73
72	1 260,00	94,98	51,02	141,31	1,00	2 569,52
73	216,00	158,93	125,20	161,85	2,12	1 142,59
74	6 733,00	80,61	35,31	150,64	1,00	2 831,63
75	54,00	190,37	87,71	262,41	3,06	954,00
80	480,00	63,16	31,56	152,98	1,02	2 140,82
85	2 098,00	63,00	34,94	85,45	1,00	1 021,94
88	38,00	93,10	42,78	140,62	3,45	627,22
90	236,00	74,01	41,15	85,38	1,13	508,00
91	433,00	107,84	56,12	176,37	1,00	2 583,30
92	909,00	82,81	40,29	137,51	1,00	1 179,79
93	346,00	52,78	22,76	78,77	1,00	687,85

Do-filer

Lager datasettet

```
*henter ut de variablene vi skal bruke
foreach num of numlist 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 {
use DB`num'_std_1
display `num'
keep orgnr styrehon lonnsos ordrsfs aarsrs driftsrs sumgjek sumeiend
mors_orgnr daglonn fnavn_2005 bransjek_2s stiftaar alder ebitda salgsinn
aar ek begransv05 offselisk05 eierfrie05 partnere05 enkeltm05 drmargin
ebitdamarg invkap konkursn03
compress
save temp`num', replace
}

*setter sammen datasettene til et felles datasett
use temp1996
foreach num of numlist 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 {
append using temp`num'
erase temp`num'.dta
}
save datasett, replace

*generer variabel for å legge inn konsumprisindeksen
gen kpi=1
replace kpi = 0.82798 if aar== 1996
replace kpi = 0.8497 if aar== 1997
replace kpi = 0.8688 if aar== 1998
replace kpi = 0.8888 if aar== 1999
replace kpi = 0.916 if aar== 2000
replace kpi = 0.9444 if aar== 2001
replace kpi = 0.9566 if aar== 2002
replace kpi = 0.98 if aar== 2003
replace kpi = 0.9844 if aar== 2004

*inflasjonsjusterer styrehonorar, ordinært resultat før skatt, daglig
leders lønn, salgsinntekt, sum eiendeler, driftsresultat, ebitda,
årsresultat, egenkapital, investert kapital
gen i_styrehon = styrehon / kpi
gen i_ordrsfs = ordrsfs / kpi
gen i_daglonn = daglonn / kpi
gen i_salgsinn = salgsinn / kpi
gen i_sumeiend = sumeiend / kpi
gen i_driftsrs = driftsrs / kpi
gen i_ebitda = ebitda / kpi
gen i_aarsrs = aarsrs / kpi
gen i_ek = ek / kpi
gen i_invkap = invkap / kpi

*lager dummy = 1 hvis det ikke er datterselskap
gen ikkedatter = mi(mors_org)

*fjerner negative verdier på styrehonorar
drop if styrehon < 0

*genererer en gjeldsvariabel
gen gjeld = sumeiend - ek
*inflasjonsjusterer
```

```

gen i_gjeld = i_sumeiend - i_ek

*genererer gjeldsgrad variabel
gen gjeldsgrad = gjeld/ sumeiend
*inflasjonsjusterer
gen i_gjeldsgrad = i_gjeld/ i_sumeiend

*lager dummy for å vise om det er stor eller liten bedrift, jmf.
regnskapsloven
gen d_storbed = (salgsinn> 80000)

*lager årsummyer og nacekode dummyer
xi: i.aar i.bransjek_2s

*lager dummt for hvor i livssyklusen bedriftene befinner seg
gen aar0_4 = (alder <5)
gen aar5_9 = (alder >4 & alder<10)
gen aar10_25 = (alder>9 & alder<26)
gen aar26_ = alder>25

*generere resultatmål og inflasjonsjusterer dem
gen roa = ordrsfs / sumeiend
gen oroa = salgsinn / sumeiend
gen profitt = ebitda / salgsinn

gen i_roa = i_ordrsfs / i_sumeiend
gen i_oroa = i_salgsinn / i_sumeiend
gen i_profitt = i_ebitda / i_salgsinn
gen i_drmarg = drmarg / kpi

*genererer logaritmiske verdier
gen lnroa = ln(1+roa)
gen lnoroa = ln(1+oroa)
gen lnprofitt = ln(1+profitt)
gen lndrmarg = ln(1+drmarg)

gen lni_roa = ln(1+i_roa)
gen lni_oroa = ln(1+i_oroa)
gen lni_profitt = ln(1+i_profitt)
gen lni_drmarg = ln(1+i_drmarg)

gen lnstyrehon = ln(styrehon)
gen lndaglonn = ln(daglonn)
gen lni_styrehon = ln(i_styrehon)
gen lni_daglonn = ln(i_daglonn)

*Erstatter 0 i styrehonorar med 1 for å muliggjøre logaritmisk bruk
replace lnstyrehon =0 if styrehon ==0
replace lni_styrehon = 0 if i_styrehon==0

*fjerner enkeltmannsforetak
drop if enkeltn05==1

*fjerner alle som har gått konkurs
drop if konkursn03==1

*fjerner alle som er datterselskap
drop if ikkedatter == 0

```

```

*fjerner de observasjonene som inngår i finansielle selskap og ikke har
salgsinntekt, holding selskap
drop if (bransjek_2s == 65) & (salgsinn ==0)
drop if (bransjek_2s == 70) & (salgsinn ==0)

*fjerner de observasjonene der alder er oppgitt som årstall
drop if alder>1000

*genererer ny variabel med logaritmiske verdier for salgsinntekt
gen lni_salgsinn = ln(i_salgsinn)

*lagrer datasettet som mal
save datasett, replace

```

Begrensninger

```

drop if i_driftsrs>6000000
drop if i_driftsrs<-2940000
drop if i_daglonn<0
drop if lonnsos<0
drop if i_invkap<0
drop if i_ebitda < -3500000
drop if i_gjeld <0
drop if i_styrehon>4500
drop if i_ordrsfs < -4000000
drop if i_ordrsfs > 4500000
drop if i_salgsinn>60000000
drop if sumeiend >200000000
drop if lonnsos >4500000
drop if i_ebitda > 4000000
drop if salgsinn<0
drop if i_ek<0
drop if i_roa <-1
drop if i_roa>1
drop if (i_ordrsfs<0 & i_sumeiend<0)

```

Test av forutsetninger ved bruk av analyseverktøy

Multikollinearitet

```

*Tester for multikollinearitet mellom forklaringsvariabler
corr lni_styrehon lni_daglonn i_gjeldsgrad lni_salgsinn lni_roa
lni_styrehon_lag lni_roa_lag

```

Heteroskedastisitet

```

*Formell test ved BP-testen
reg lni_roa lni_styrehon lni_daglonn i_gjeldsgrad lni_salgsinn aar0_4
aar5_9 aar10_25 aar26_
predict uhat, res
gen uhat2 = uhat*uhat
reg uhat2 lni_styrehon lni_daglonn i_gjeldsgrad lni_salgsinn aar0_4 aar5_9
aar10_25 aar26_

*uformell test ved plott
predict y
scatter uhat y

```

Autokorrelasjon

*Må fortelle stata at vi har tidsseriedata

```
tsset orgnr aar
```

*uformell test

```
reg lni_roa lni_styrehon lni_daglonn i_gjeldsgrad d_storbed aar0_4 aar5_9  
aar10_25 aar26_ bransjek_2s, cl(orgnr)  
predict u_hat, resid  
tway (connected u_hat aar)
```

```
gen u_hatL = l.u_hat  
tway (scatter u_hat u_hatL)
```

*formell test AR(1)

```
reg u_hat u_hatL
```

Normalfordeling

*Må fortelle stata at vi har tidsseriedata

```
tsset orgnr aar
```

```
reg lni_roa lni_styrehon lni_daglonn i_gjeldsgrad lni_salgsinn alder,  
cl(orgnr)  
predict u_hat, resid  
gen u_hatL = l.u_hat  
histogram u_hat
```

*Tester den lange venstre halen

```
sum u_hat if u_hat<-1  
sum u_hat
```

Deskriptiv analyse

Beskrivelse av styrehonorar variabelen

*Om styrehonorar, gjennomsnitt, max, min, standaravvik

```
sum i_styrehon, det  
sum i_styrehon if i_styrehon >0, det
```

*ser på korrelasjonen mellom styrehonorar og resultatmål

```
corr i_styrehon i_roa  
corr lni_styrehon lni_roa  
scatter i_styrehon i_roa
```

Sammenligning av daglig leders lønn og utbetaling av styrehonorar

*Ser på sammenheng lønn til daglig leder og styrehonorar

```
corr i_styrehon i_daglonn  
corr lni_styrehon lni_daglonn  
scatter i_styrehon i_daglonn
```

*ser på utviklingen av styrehonorar over tid

```
sum i_styrehon if aar==1996  
sum i_styrehon if aar==1997  
sum i_styrehon if aar==1998  
sum i_styrehon if aar==1999
```

```

sum i_styrehon if aar==2000
sum i_styrehon if aar==2001
sum i_styrehon if aar==2002
sum i_styrehon if aar==2003
sum i_styrehon if aar==2004
sum i_styrehon if aar==2005
scatter i_styrehon aar

```

```

sum i_styrehon if (aar==1996) & (i_styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar==1997) & (i_styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar==1998) & (i_styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar==1999) & (i_styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar==2000) & (i_styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar==2001) & (i_styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar==2002) & (i_styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar==2003) & (i_styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar==2004) & (i_styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar==2005) & (i_styrehon>0), det

```

*sammenligning utviklingen i styrehonorar med utvikling i daglig leder lønn

```

sum i_daglonn if aar==1996
sum i_daglonn if aar==1997
sum i_daglonn if aar==1998
sum i_daglonn if aar==1999
sum i_daglonn if aar==2000
sum i_daglonn if aar==2001
sum i_daglonn if aar==2002
sum i_daglonn if aar==2003
sum i_daglonn if aar==2004
sum i_daglonn if aar==2005
scatter i_daglonn aar

```

```

sum i_daglonn if (aar==1996) & (i_daglonn>0), det
sum i_daglonn if (aar==1997) & (i_daglonn>0), det
sum i_daglonn if (aar==1998) & (i_daglonn>0), det
sum i_daglonn if (aar==1999) & (i_daglonn>0), det
sum i_daglonn if (aar==2000) & (i_daglonn>0), det
sum i_daglonn if (aar==2001) & (i_daglonn>0), det
sum i_daglonn if (aar==2002) & (i_daglonn>0), det
sum i_daglonn if (aar==2003) & (i_daglonn>0), det
sum i_daglonn if (aar==2004) & (i_daglonn>0), det
sum i_daglonn if (aar==2005) & (i_daglonn>0), det
scatter i_daglonn aar

```

Beskrivelse roa

```

sum i_roa if i_roa <0, det
sum i_roa if i_roa >0, det
sum i_roa, det

```

```

sum i_roa if aar==1996, det
sum i_roa if aar==1997, det
sum i_roa if aar==1998, det
sum i_roa if aar==1999, det
sum i_roa if aar==2000, det
sum i_roa if aar==2001, det
sum i_roa if aar==2002, det
sum i_roa if aar==2003, det
sum i_roa if aar==2004, det

```

```

sum i_roa if aar==2005, det

sum i_roa if (aar==1996) & (i_styrehon>0), det
sum i_roa if (aar==1997) & (i_styrehon>0), det
sum i_roa if (aar==1998) & (i_styrehon>0), det
sum i_roa if (aar==1999) & (i_styrehon>0), det
sum i_roa if (aar==2000) & (i_styrehon>0), det
sum i_roa if (aar==2001) & (i_styrehon>0), det
sum i_roa if (aar==2002) & (i_styrehon>0), det
sum i_roa if (aar==2003) & (i_styrehon>0), det
sum i_roa if (aar==2004) & (i_styrehon>0), det
sum i_roa if (aar==2005) & (i_styrehon>0), det

```

```

sum lni_roa if lni_roa <0
sum lni_roa if lni_roa>0
sum lni_roa

```

Forskjeller mellom bedrifter i ulike livssykluser

```

*Styrehonorar >= 0
sum i_styrehon if aar0_4 == 1, det
sum i_styrehon if aar5_9 == 1, det
sum i_styrehon if aar10_25 == 1, det
sum i_styrehon if aar26_ == 1, det

*Styrehon >0
sum i_styrehon if (aar0_4 == 1 & styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar5_9 == 1 & styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar10_25 == 1 & styrehon>0), det
sum i_styrehon if (aar26_ == 1 & styrehon>0), det

*Sjekker roa i livssyklusene
*Styrehonorar >= 0
sum i_roa if aar0_4 == 1, det
sum i_roa if aar5_9 == 1, det
sum i_roa if aar10_25 == 1, det
sum i_roa if aar26_ == 1, det

*Styrehon >0
sum i_roa if (aar0_4 == 1 & styrehon>0), det
sum i_roa if (aar5_9 == 1 & styrehon>0), det
sum i_roa if (aar10_25 == 1 & styrehon>0), det
sum i_roa if (aar26_ == 1 & styrehon>0), det

```

Forskjell på tvers av næringer

```

*Hvordan ser det ut for de bransjer med nok observasjoner når det gjelder
styrehonorar ved STYREHON > 0
* 1 = Jordbruk og tjenester tilknyttet jordbruk. Jakt og viltstell
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 1 & styrehon > 0), det
* 2 = skogbruk og tjenester tilknyttet skogbruk
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 2 & styrehon > 0), det
* 5 = fiskefangst og fiskeoppdrett. Tjenester tilknyttet disse
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 5 & styrehon > 0), det
* 11 = utvinning av råolje og naturgass. Tjenester tilknyttetet olje og
gass utvinning
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 11 & styrehon > 0), det
* 14 = bergverksdrif ellers

```

sum i_styrehon if (bransjek_2s == 14 & styrehon > 0), det
 * 15 = produksjon av næringsmidler og drikkevarer
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 15 & styrehon > 0), det
 * 17 = produksjon av tekstiler
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 17 & styrehon > 0), det
 * 18 = produksjon av klær, beredning og farging av pelsskinn
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 18 & styrehon > 0), det
 * 19 = beredning av lær, produksjon av reiseeffekter, salmaker artikler og
 skotøy
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 19 & styrehon > 0), det
 * 20 = produksjon av trelast og varer av tre, kork, strå og flettematerialer
 untatt møbler
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 20 & styrehon > 0), det
 * 21 = produksjon av paprimasse, papir og papirvarer
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 21 & styrehon > 0), det
 * 22 = Forlagsvirksomhet, grafiskproduksjon og reproduksjon av
 innspilteopptak
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 22 & styrehon > 0), det
 * 24 = produksjon av kjemikaler og kjemiske produkter
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 24 & styrehon > 0), det
 * 25 = Produksjon av gummi og plastprodukter
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 25 & styrehon > 0), det
 * 26 = Produksjon av andre ikke-metallholdige mineralprodukter
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 26 & styrehon > 0), det
 * 27 = Produksjon av metaller
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 27 & styrehon > 0), det
 * 28 = Produksjon av metallvarer, untatt maskiner og utstyr
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 28 & styrehon > 0), det
 * 29 = Produksjon av maskiner og utstyr
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 29 & styrehon > 0), det
 * 30 = Produksjon av kontor- og datamaskiner
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 30 & styrehon > 0), det
 * 31 = Produksjon av andre elektriske maskiner og apparater
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 31 & styrehon > 0), det
 * 32 = Produksjon av radio-, fjernsyn, og annet kommunikasjonsutstyr
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 32 & styrehon > 0), det
 * 33 = Produksjon av medisinske instrumenter, presisjonsinstrumenter,
 optiske instrumenter, klokker og ur
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 33 & styrehon > 0), det
 * 34 = produksjon av motorvogner, tilhenger og deler
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 34 & styrehon > 0), det
 * 35 = Produksjon av andre transportmidler
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 35 & styrehon > 0), det
 * 36 = Produksjon av møbler og annen industriproduksjon
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 36 & styrehon > 0), det
 * 37 = Gjenvinning
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 37 & styrehon > 0), det
 * 40 = Elektrisitet-, gass-, damp- og varmtvannsforsyning
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 40 & styrehon > 0), det
 * 45 = bygg og anleggsvirksomhet
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 45 & styrehon > 0), det
 * 50 = Hendel med, vedlikehold og reparasjon av motorvogner. Detaljhandel
 med drivstoff til motorvogner.
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 50 & styrehon > 0), det
 * 51 = Agentur- og engroshandel, unntatt med motorvogner
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 51 & styrehon > 0), det
 * 52 = Detaljhandel unntatt motorvogner, reparasjon av husholdningsvarer og
 varer til personlig bruk
 sum i_styrehon if (bransjek_2s == 52 & styrehon > 0), det
 * 55 = Hotell- og restaurantvirksomhet

```

sum i_styrehon if (bransjek_2s == 55 & styrehon > 0), det
* 60 = Landtransport og rørtransport
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 60 & styrehon > 0), det
* 61 = sjøtransport
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 61 & styrehon > 0), det
* 62 = Lufttransport
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 62 & styrehon > 0), det
* 63 = Tjenester tilknyttet transport og reisebyråvirksomhet
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 63 & styrehon > 0), det
* 64 = Post og telekommunikasjon
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 64 & styrehon > 0), det
* 65 = Finansiell tjenesteyting, untatt forsikring og pensjonskasser
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 65 & styrehon > 0), det
* 66 = Forsikring og pensjonskasser, untatt trygdeordninger underlagt
offentlig forvaltning
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 66 & styrehon > 0), det
* 67 = Hjelpevirksomhet for finansiell tjenesteyting
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 67 & styrehon > 0), det
* 70 = Omsetning og drift av fasteiendom
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 70 & styrehon > 0), det
* 71 = Utleie av maskiner og utstyr uten personell. utleie av
husholdningsvarer og varer til personlig bruk
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 71 & styrehon > 0), det
* 72 = Databehandlingsvirksomhet
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 72 & styrehon > 0), det
* 73 = FoU arbeid
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 73 & styrehon > 0), det
* 74 = Annen foretningmessig tjenesteyting
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 74 & styrehon > 0), det
* 75 = Offentlig adm, forsvar og trygdeordninger underlagt offentlig
forvaltning
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 75 & styrehon > 0), det
* 80 = Undervisning
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 80 & styrehon > 0), det
* 85 = Helse- og sosialtjenester
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 85 & styrehon > 0), det
* 88 = Helse- og sosialtjenester (omsorgstjenester uten botilbud)
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 88 & styrehon > 0), det
* 90 = Avløps og rnovasjonsvirksomhet
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 90 & styrehon > 0), det
* 91 = Interesseorg ikke nevnt annet sted
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 91 & styrehon > 0), det
* 92 = Fritidsvirksomhet, kulturell tjenesteyting og sport
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 92 & styrehon > 0), det
* 93 = Annen personlig tjenesteyting
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 93 & styrehon > 0), det
* 98 = Finnes ikke i NACE kode registret
sum i_styrehon if (bransjek_2s == 98 & styrehon > 0), det

```

Hovedanalyse

Hva karakteriserer selskap som betaler ut styrehonorar

*Hva har betydning for utbetaling av styrehonorar?

*angir at det er tidsseriedata

tsset orgnr aar

*genererer lag av styrehon for å se om utbet i tidligere periode har noe betydning


```

gen lni_styrehon_lag = 1.lni_styrehon
gen i_styrehon_lag = 1.i_styrehon
gen lni_roa_lag = 1.lni_roa
gen lni_roa_lag2 = 12.lni_roa
gen lni_roa_lag3 = 13.lni_roa
gen i_roa_lag = 1.i_roa
gen i_roa_lag2 = 12.i_roa
gen i_roa_lag3 = 13.i_roa

```

Probitanalyse – Hva karakteriserer selskap som betaler mye/lite i styrehonorar

```

*Legger til en og en variabel for å se hvordan dette påvirker styrehonorar
dprobit lni_styrehon lni_roa, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_,
cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_*, cl(orgnr)

```

```

*ser på ulike lag av roa og hvordan dette påvirker styrehonorar
dprobit lni_styrehon lni_roa, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa_lag, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa_lag2, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa_lag3, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_roa_lag, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_roa_lag lni_roa_lag2, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_roa_lag lni_roa_lag2 lni_roa_lag3,
cl(orgnr)

```

```

*Legger til alder, bransje- og årsummyer.
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag lni_roa_lag2, cl(orgnr)
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag lni_roa_lag2 lni_roa_lag3, cl(orgnr)

```

```

*Legger til lag av styrehonorar
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag lni_roa_lag2 lni_roa_lag3
lni_styrehon_lag, cl(orgnr)

```

```

*Legger til gjeldsgrad
dprobit lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag lni_roa_lag2 lni_roa_lag2
lni_styrehon_lag i_gjeldsgrad, cl(orgnr)

```

```

*Kjører reg med de variablene som er signifikante
dprobit lni_styrehon lni_roa_lag lni_salgsinn, cl(orgnr)

```

```

*Kjører med samme variabler som Australia artikkelen
dprobit lni_styrehon lni_roa_lag lni_styrehon_lag lni_salgsinn, cl(orgnr)

```

```

*Probit med år og næringsdummyer.
dprobit lni_styrehon lni_roa_lag lni_styrehon_lag lni_salgsinn _Ibransjek_*
_Iaar_*, cl(orgnr)

```

```

*Probit med alt

```

```
dprobit lni_styrehon lni_roa_lag lni_salgsinn _Ibransjek_* _Iaar_* aar0_4
aar5_9 aar10_25 aar26_, cl(orgnr)
```

```
dprobit lni_styrehon lni_roa_lag lni_styrehon_lag lni_salgsinn i_gjeldsgrad
_Ibransjek_* _Iaar_* aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_, cl(orgnr)
```

Hvilke faktorer påvirker styrehonorar?

Vanlig regresjon OLS

```
*Legger til en og en variabel for å se hvordan dette påvirker styrehonorar
reg lni_styrehon lni_roa if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_ if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* if styrehon>0, cl(orgnr)
```

```
*ser på ulike lag av roa og hvordan dette påvirker styrehonorar
reg lni_styrehon lni_roa if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa lni_roa_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa lni_roa_lag lni_roa_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa lni_roa_lag lni_roa_lag2 lni_roa_lag3 if
styrehon>0, cl(orgnr)
```

```
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag lni_roa_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag lni_roa_lag2 lni_roa_lag3 if styrehon>0,
cl(orgnr)
```

```
*Legger til lag av styrehon
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag lni_roa_lag2 lni_roa_lag3 lni_styrehon_lag
if styrehon>0, cl(orgnr)
```

```
*Legger til gjeldsgrad
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_roa_lag lni_roa_lag2 lni_roa_lag3 lni_styrehon_lag
i_gjeldsgrad if styrehon>0, cl(orgnr)
```

```
*Kjører regresjon med signifikante variable
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* i_gjeldsgrad lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_styrehon lni_roa lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* i_gjeldsgrad if styrehon>0, cl(orgnr)
```

Førstedifferansemetoden

```
*Må først generere variablene
gen fd_lni_roa = d.lni_roa
gen fd_lni_styrehon = d.lni_styrehon
gen fd_lni_daglonn = d.lni_daglonn
```

```

gen fd_i_gjeldsgrad = d.i_gjeldsgrad
gen fd_lni_salgsinn = d.lni_salgsinn
gen fd_lni_styrehon_lag = d.lni_styrehon_lag
gen fd_lni_roa_lag = d.lni_roa_lag
gen fd_lni_roa_lag2 = d.lni_roa_lag2
gen fd_lni_roa_lag3 = d.lni_roa_lag3

*Legger til en og en variabel for å se hvordan dette påvirker styrehonorar
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa fd_lni_salgsinn if styrehon>0, cl(orgnr)

*ser på ulike lag av roa og hvordan dette påvirker styrehonorar
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa lni_roa_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa lni_roa_lag lni_roa_lag2 if styrehon>0,
cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa lni_roa_lag lni_roa_lag2 lni_roa_lag3 if
styrehon>0, cl(orgnr)

reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa fd_lni_salgsinn fd_lni_roa_lag if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa fd_lni_salgsinn fd_lni_roa_lag
fd_lni_roa_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa fd_lni_salgsinn fd_lni_roa_lag
fd_lni_roa_lag2 fd_lni_roa_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

*Legger til lag av styrehon
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa fd_lni_salgsinn fd_lni_roa_lag
fd_lni_roa_lag2 fd_lni_roa_lag3 fd_lni_styrehon_lag if styrehon>0,
cl(orgnr)

*Legger til gjeldsgrad
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa fd_lni_salgsinn fd_lni_roa_lag
fd_lni_roa_lag2 fd_lni_roa_lag3 fd_lni_styrehon_lag fd_i_gjeldsgrad if
styrehon>0, cl(orgnr)

*Kjører reg med de variablene som er signifikante
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa_lag fd_lni_salgsinn if styrehon>0, cl(orgnr)

*Kjører med samme variabler som australia
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa_lag fd_lni_styrehon_lag fd_lni_salgsinn if
styrehon >0, cl(orgnr)

reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa_lag fd_lni_styrehon_lag fd_lni_salgsinn
fd_i_gjeldsgrad if styrehon >0, cl(orgnr)
reg fd_lni_styrehon fd_lni_roa_lag fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad if
styrehon >0, cl(orgnr)

```

Hva driver resultatmålet?

*Må fortelle stata at vi har med tidsseriedata
tsset orgnr aar

*Lager lag variabel

```

gen lni_roa_lag = 1.lni_roa
gen lni_roa_lag2 = 12.lni_roa
gen lni_roa_lag3 = 13.lni_roa
gen i_roa_lag = 1.i_roa
gen lni_styrehon_lag = 1.lni_styrehon
gen lni_styrehon_lag2 = 12.lni_styrehon
gen i_styrehon_lag3 = 13.i_styrehon
gen i_styrehon_lag = 1.i_styrehon
gen i_styrehon_lag2 = 12.i_styrehon
gen lni_styrehon_lag3 = 13.lni_styrehon
gen lni_daglonn_lag = 1.lni_daglonn

```

Vanlig regresjon ols

*Basis variabler

```

reg lni_roa lni_styrehon if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_ if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* if styrehon>0, cl(orgnr)

```

*ser på ulike lag av styrehon og hvordan dette påvirker roa

```

reg lni_roa lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if styrehon>0,
cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2
lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* i_gjeldsgrad if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* i_gjeldsgrad lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* i_gjeldsgrad lni_styrehon_lag lni_daglonn if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* i_gjeldsgrad lni_daglonn if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if styrehon>0,
cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 lni_styrehon_lag3
if styrehon>0, cl(orgnr)

```

*Legger til lønn daglig leder og gjeldsgrad

```

reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn_lag aar0_4 aar5_9
aar10_25 aar26_ _Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag if styrehon>0,
cl(orgnr)

```

```

reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn aar0_4 aar5_9 aar10_25
aar26_ _Ibransjek_ * _Iaar_ * lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn aar0_4 aar5_9 aar10_25
aar26_ _Ibransjek_ * _Iaar_ * lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2
lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad aar0_4 aar5_9 aar10_25
aar26_ _Ibransjek_ * _Iaar_ * lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad aar0_4 aar5_9 aar10_25
aar26_ _Ibransjek_ * _Iaar_ * lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad aar0_4 aar5_9 aar10_25
aar26_ _Ibransjek_ * _Iaar_ * lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2
lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn i_gjeldsgrad aar0_4
aar5_9 aar10_25 aar26_ _Ibransjek_ * _Iaar_ * lni_styrehon_lag if styrehon>0,
cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn i_gjeldsgrad aar0_4
aar5_9 aar10_25 aar26_ _Ibransjek_ * _Iaar_ * lni_styrehon_lag
lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn i_gjeldsgrad aar0_4
aar5_9 aar10_25 aar26_ _Ibransjek_ * _Iaar_ * lni_styrehon_lag
lni_styrehon_lag2 lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

*regresjon med de variablene som har vist seg å være signifikante
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn i_gjeldsgrad _Ibransjek_ *
_Iaar_ * lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad _Ibransjek_ * _Iaar_ *
lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_roa lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad lni_styrehon_lag if
styrehon>0, cl(orgnr)

```

Førstedifferansemetoden

```

gen fd_lni_roa = d.lni_roa
gen fd_i_roa = d.i_roa
gen fd_lni_styrehon = d.lni_styrehon
gen fd_i_styrehon = d.i_styrehon
gen fd_lni_daglonn = d.lni_daglonn
gen fd_i_daglonn = d.i_daglonn
gen fd_i_gjeldsgrad = d.i_gjeldsgrad
gen fd_lni_salgsinn = d.lni_salgsinn
gen fd_i_salgsinn = d.i_salgsinn
gen fd_lni_roa_lag = d.lni_roa_lag
gen fd_i_roa_lag = d.i_roa_lag
gen fd_lni_styrehon_lag = d.lni_styrehon_lag
gen fd_lni_styrehon_lag2 = d2.lni_styrehon_lag
gen fd_lni_styrehon_lag3 = d3.lni_styrehon_lag

*med basis variabler
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn if styrehon>0, cl(orgnr)

*ser på ulike lag av styrehon og hvordan dette påvirker roa
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2
lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_styrehon_lag if
styrehon>0, cl(orgnr)

```

*Legger til lønn daglig leder og gjeldsgrad

```

reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 fd_lni_styrehon_lag3 if
styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad
fd_lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad
fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad
fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 fd_lni_styrehon_lag3 if
styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_i_gjeldsgrad fd_lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_i_gjeldsgrad fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 if styrehon>0,
cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_i_gjeldsgrad fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2
fd_lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

```

*regresjon med variabler som kan være signifikante

```

reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon_lag fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_i_gjeldsgrad if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon_lag fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad if
styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg fd_lni_roa fd_lni_styrehon_lag fd_lni_daglonn i_gjeldsgrad if
styrehon>0, cl(orgnr)

```

Robusthetssjekk med driftsmargin

*Analyse av om hvis du betaler styre godt, gir dette bedre resultat ved driftsmargin

*Tidsseriedata
tsset orgnr aar

*Lager lag variabel

```

gen lni_drmarg_lag = l.lni_drmarg
gen lni_drmarg_lag2 = l2.lni_drmarg
gen lni_drmarg_lag3 = l3.lni_drmarg
gen i_drmarg_lag = l.i_drmarg
gen lni_styrehon_lag = l.lni_styrehon

```

```

gen lni_styrehon_lag2 = 12.lni_styrehon
gen i_styrehon_lag3 = 13.i_styrehon
gen i_styrehon_lag = 1.i_styrehon
gen i_styrehon_lag2 = 12.i_styrehon
gen lni_styrehon_lag3 = 13.lni_styrehon
gen lni_daglonn_lag = 1.lni_daglonn

```

Vanlig regresjon ols

*Basis variabler

```

reg lni_drmarg lni_styrehon if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_ if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* if styrehon>0, cl(orgnr)

```

*ser på ulike lag av styrehon og hvordan dette påvirker roa

```

reg lni_drmarg lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2
lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if styrehon>0,
cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn aar0_4 aar5_9 aar10_25 aar26_
_Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 lni_styrehon_lag3
if styrehon>0, cl(orgnr)

```

*Legger til lønn daglig leder og gjeldsgrad

```

reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn_lag aar0_4 aar5_9
aar10_25 aar26_ _Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag if styrehon>0,
cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn aar0_4 aar5_9 aar10_25
aar26_ _Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn aar0_4 aar5_9 aar10_25
aar26_ _Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2
lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad aar0_4 aar5_9
aar10_25 aar26_ _Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag if styrehon>0,
cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad aar0_4 aar5_9
aar10_25 aar26_ _Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad aar0_4 aar5_9
aar10_25 aar26_ _Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2
lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn i_gjeldsgrad aar0_4
aar5_9 aar10_25 aar26_ _Ibransjek_* _Iaar_* lni_styrehon_lag if styrehon>0,
cl(orgnr)

```

```

reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn i_gjeldsgrad aar0_4
aar5_9 aar10_25 aar26__Ibransjek_*_Iaar_* lni_styrehon_lag
lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn i_gjeldsgrad aar0_4
aar5_9 aar10_25 aar26__Ibransjek_*_Iaar_* lni_styrehon_lag
lni_styrehon_lag2 lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

*regresjon med de variabelene som har vist seg å være signifikante
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn lni_daglonn i_gjeldsgrad
_Ibransjek_*_Iaar_* lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad _Ibransjek_*_Iaar_*
lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg lni_drmarg lni_styrehon lni_salgsinn i_gjeldsgrad lni_styrehon_lag if
styrehon>0, cl(orgnr)

```

Førstedifferansemetoden

```

gen fd_lni_drmarg = d.lni_drmarg
gen fd_i_drmarg = d.i_drmarg
gen fd_lni_styrehon = d.lni_styrehon
gen fd_i_styrehon = d.i_styrehon
gen fd_lni_daglonn = d.lni_daglonn
gen fd_i_daglonn = d.i_daglonn
gen fd_i_gjeldsgrad = d.i_gjeldsgrad
gen fd_lni_salgsinn = d.lni_salgsinn
gen fd_i_salgsinn = d.i_salgsinn
gen fd_lni_styrehon_lag = d.lni_styrehon_lag
gen fd_lni_styrehon_lag2 = d2.lni_styrehon_lag
gen fd_lni_styrehon_lag3 = d3.lni_styrehon_lag

```

```

*Vanlig regresjon FD med basis variabler
*med basis variabler
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

*ser på ulike lag av styrehon og hvordan dette påvirker roa
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2 if
styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon lni_styrehon_lag lni_styrehon_lag2
lni_styrehon_lag3 if styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_styrehon_lag if
styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

*Legger til lønn daglig leder og gjeldsgrad
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 fd_lni_styrehon_lag3 if
styrehon>0, cl(orgnr)

```

```

reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad
fd_lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)

```



```
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad
fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad
fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 fd_lni_styrehon_lag3 if
styrehon>0, cl(orgnr)

reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_i_gjeldsgrad fd_lni_styrehon_lag if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_i_gjeldsgrad fd_lni_styrehon_lag fd_lni_styrehon_lag2 if styrehon>0,
cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_i_gjeldsgrad fd_lni_styrehon_lag2 fd_lni_styrehon_lag3 if styrehon>0,
cl(orgnr)

reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon_lag fd_lni_salgsinn fd_lni_daglonn
fd_i_gjeldsgrad if styrehon>0, cl(orgnr)

reg fd_lni_drmarg fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad if styrehon>0, cl(orgnr)
reg fd_lni_drmarg fd_lni_styrehon_lag fd_lni_salgsinn fd_i_gjeldsgrad if
styrehon>0, cl(orgnr)
```