



Sammenhengen mellom topplederkompensasjon og avkastning

Et studie av sammenhengen mellom topplederkompensasjon og avkastning for 28 av de største selskapene på Oslo Børs i perioden 2004 til 2012.

Henrik Hagen og Henrik von Krogh Weltz

Veileder: Iver Bragelien

«Selvstendig arbeid, siviløkonomstudiet, institutt for foretaksøkonomi».

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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 eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner

1. Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å se på sammenhengen mellom topplederkompensasjon og avkastning for 28 av de største selskapene på Oslo Børs i perioden 2004-2012. Studien identifiserer hvilke faktorer som driver topplederkompensasjon basert på nasjonal og internasjonal forskning samt selskapenes lederlønnserklæringer. Topplederkompensasjonen er periodisert etter når den blir opptjent, det vil si at toppledere i enkelte år kan ha negativ kompensasjon grunnet tap på aksje- og opsjonsprogram. Denne metoden har etter vår kjennskap ikke blitt brukt tidligere innen lederlønnforskning. Oppgaven er dermed med å belyse lederkompensasjon og lederlønnsvest fra et nytt perspektiv.

Vi har funnet en positiv signifikant sammenheng mellom toppleders totale kompensasjon og aksjeavkastning, men ingen signifikant sammenheng med andre avkastningsmål som totalrentabilitet eller egenkapitalrentabilitet. Ved å analysere ulike deler av totalkompensasjonen har vi funnet en signifikant positiv sammenheng mellom aksjekompensasjon og aksjeavkastning. Analysene gir også en positiv signifikant sammenheng mellom resultatkompensasjon og totalrentabilitet eller egenkapitalrentabilitet. Vi har ikke funnet noen klar sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning.

Topplederkompensasjonen har ikke hatt positiv vekst i perioden 2004-2011¹. Det har likevel vært noen generelle strukturendringer i kompensasjonen. Grunnlønnen har steget over hele perioden med en gjennomsnittlig årlig vekstrate på 7 %. Særlig har denne veksten vært stor for de statlige eide selskapene. Aksjekompensasjon har som følge av lav opsjonsopptjening gått kraftig ned i samme periode. Dette mener vi skyldes statens nye retningslinjer (med virkning fra 2007) for godtgjørelse for ledere i statlige eide selskap og finanskrisen i 2008.

¹ Vi sammenligner 2004 med 2011 fremfor 2012 fordi mange av kompensasjonselementene utbetalt og rapportert i 2012 har blitt periodisert tilbake til 2011. Datagrunnlaget opptjent kompensasjon i 2012 blir dermed for tynt for å kunne analysere generelle trender i utviklingen av topplederkompensasjon.

2. Forord

Topplederkompensasjon skaper ofte furore i media når toppledere får utbetalt tosifrede millionbeløp som følge av opsjonsinnløsning, eller spesielle bonuser. Et spørsmål som ofte kommer opp i den forbindelse er om kompensasjonen reflekterer topplers prestasjoner. Senest våren 2013 publiserte KLP et studie hvor de mente det ikke var en sammenheng mellom topplerens kompensasjon og avkastning. Vi mener mye av den tidligere forskningen på dette området, inkludert KLPs studie, har vært for fokusert på den utbetalte og tildelte kompensasjonen. Vår tilnærmingen i denne oppgaven har vært å sett på den opptjente kompensasjonen. Vi mener dette er med belyse lederlønn fra et nytt perspektiv.

Avslutningsvis vil vi takke vår veileder Iver Bragelien for å ha vært svært hjelpelig gjennom hele skriveprosessen og han har kommet med mange gode innspill.

Oslo, 20. juni 2014.

Innhold

1. SAMMENDRAG	3
2. FORORD.....	4
1. INNLEDNING	8
1.1 BAKGRUNN	8
1.2 FORMÅL, PROBLEMSTILLING OG HYPOTESER.....	8
1.3 AVGRENSNING AV OPPGAVEN	10
1.4 OPPGAVENS STRUKTUR	11
2. METODE FOR DATAINNSAMLING.....	13
2.1 HVORDAN MÅLE LEDERKOMPENSASJON.....	13
2.1.1 Tildelt eller realisert verdi?	13
2.1.2 Opptjeningsprinsippet.....	14
2.2 INNSAMLING AV DATA.....	16
2.2.1 Utfordringer knyttet til innsamling av data.....	16
2.2.2 Kilder	17
2.3 REGISTRERING OG PERIODISERING AV KOMPENSASJON	18
2.3.1 Grunnlønn	18
2.3.2 Naturalytelser.....	19
2.3.3 Bonus.....	20
2.3.4 Opsjoner.....	21
2.3.5 Aksjeprogram.....	29
2.3.6 Styregodtgjørelse.....	31
2.3.7 Pensjon.....	31
2.3.8 Startbonus og etterlønsordninger (byttelønn)	31
2.3.9 Regnskap presentert i utenlandsk valuta.....	32
2.4 BEREGNING AV AVKASTNINGSMÅL	33
2.4.1 Aksjeavkastning.....	33
2.4.2 Totalrentabilitet, ROA.....	33
2.4.3 Egenkapitalrentabilitet, ROE.....	33
2.5 AVGRENSNING AV DATA	34
2.5.1 Avgrensning av utvalget.....	34
2.5.2 Opsjoner og aksjeprogram med en verdi under 100 000 NOK.....	36
3. HVA DRIVER TOPPLEDERKOMPENSASJONEN.....	37
3.1 KOMPENSASJONSDRIVERE, IDENTIFISERT GJENNOM LITTERATURSØK	37
3.1.1 Agentteori og optimale insentivkontrakter.....	37
3.1.2 Kritikk av optimale insentivkontrakter	39
3.1.3 Ledelsesmaktteorien.....	40
3.1.4 Kritikk av ledelsesmaktteorien	40
3.1.5 Humankapitalteorien.....	41
3.1.6 Perspektiv på lederkompensasjon	41
3.1.7 Noen særtrekk ved norsk lederkompensasjon.....	42
3.1.8 Myndighetenes påvirkning på det norske lederlønsnivået.....	43
3.1.9 Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES).....	47
3.2 DRIVERANALYSE FRA LEDERLØNSSERKLÆRINGENE	48
3.2.1 Grunnlønn	49
3.2.2 Bonus.....	51
3.2.3 Opsjoner.....	55
3.2.4 Pensjon.....	56
3.2.5 Startbonus og etterlønsordninger (byttekostnader).....	57
3.2.6 Andre lønnsselement	58
4. HYPOTESER OG FORMÅL.....	60
4.1 HYPOTESER	62
4.1.1 Hypotese om fastkompensasjon.....	63
4.1.2 Hypotese om resultatkompensasjon	63
4.1.3 Hypotese om aksjekompensasjon	65

4.1.4	<i>Hypotese om totalkompensasjon</i>	65	
4.1.5	<i>Delhypoteser om hvordan statens nye eierberetning anno 2007 har endret toppleder kompensasjonen for statlige selskap</i>	66	
4.2	KONTROLLVARIABLER	68	
4.2.1	<i>Selskapets størrelse (omsetning)</i>	68	
4.2.2	<i>Toppleders eierskap i prosent</i>	69	
4.2.3	<i>Lederens makt over styre og eier (eierskap største 5 eiere)</i>	71	
4.2.4	<i>Topplederens erfaring (ansiennitet)</i>	73	
4.2.5	<i>Internasjonal integrering (utenlandsk leder)</i>	73	
4.2.6	<i>Snitt pris/bok</i>	74	
4.2.7	<i>Bytte av toppleder</i>	75	
5.	RESULTATER	76	
5.1	LØNNSUTVIKLING	76	
5.1.1	<i>Hvem er topplederen?</i>	76	
5.1.2	<i>Totalkompensasjon inkludert pensjon og bytte</i>	77	
5.1.3	<i>Median- og gjennomsnittskompensasjon</i>	78	
5.1.4	<i>Utvikling for hvert kompensasjonselement</i>	80	
5.2	EMPIRISK ANALYSE	90	
5.2.1	<i>Metode regresjon</i>	90	
5.2.2	<i>Presentasjon av data brukt i de empiriske analysene</i>	91	
5.2.3	<i>Regresjonsmodeller</i>	95	
5.2.4	<i>Kontrollvariabler</i>	97	
5.2.5	<i>Delhypotese Stat</i>	103	
5.2.6	<i>Hovedhypoteser</i>	107	
5.2.7	<i>Utelatte variabler</i>	116	
5.2.8	<i>Feilledet</i>	116	
6.	DISKUSJON	117	
6.1	SAMMENLIGNING MED KLPs STUDIE «TOPPLEDERLØNN OG AVKASTNING»	117	
6.1.1	<i>Forskjeller på metodisk rammeverk</i>	117	
6.1.2	<i>Sammenligning mellom våre og KLPs resultater</i>	118	
6.2	KONKLUSJON	118	
6.3	SVAKHETER VED DETTE STUDIET	120	
6.4	VIDERE FORSKNING	121	
7.	APPENDIKS	123	
7.1	BIBLIOGRAFI	123	
7.2	REGRESJONER	127	
7.2.1	<i>Robusthet av resultater</i>	127	
7.2.2	<i>Residualer</i>	132	
7.2.3	<i>Kolinearitet</i>	133	
7.2.4	<i>Regresjoner for analyse av stat variabler</i>	134	

Tabeller

TABELL 2-1 LISTE OVER KILDER BRUKT I DATASETET	17
TABELL 2-2 OPSJONSEKSEMPEL MED PERIODISERING AV OPSJONER	23
TABELL 2-3 HVORDAN FINNE SPLITTRATIOEN FOR JUSTERING AV OPSJONER TIL 2012 VERDI	25
TABELL 2-4 EKSEMPEL PÅ JUSTERING AV HISTORISKE OPSJONER TIL 2012 KURS	26
TABELL 2-5 OVERSIKT OVER UTVALG OG ANTALL ÅR MED LØNNS- OG BØRSINFORMASJON	35
TABELL 3-1 DRIVERANALYSE AV GRUNNLØNN (KILDE: EGNE ANALYSER)	50
TABELL 3-2 OVERSIKT OVER BONUSKRITERIER (KILDE: EGNE ANALYSE)	51
TABELL 3-3: OBJEKTIVE BONUSKRITERIER. (KILDE: EGEN ANALYSE)	53
TABELL 3-4 "FINANSIELLE MÅLTALL" (KILDE: EGNE ANALYSER)	53
TABELL 3-5 BONUSTAK I PROSENT AV GRUNNLØNN (KILDE: EGNE ANALYSER)	55
TABELL 3-6: OPSJONSPROGRAM FRA ÅRSRAPPORTENE (KILDE: EGNE ANALYSER)	56
TABELL 3-7: PENSJON (KILDE: EGNE ANALYSER)	57
TABELL 3-8 ETTERLØNNSORDNINGER (KILDE: EGNE ANALYSER)	58
TABELL 4-1: OPPSUMMERING AV DRIVERANALYSE	61
TABELL 5-1: OVERSIKT OVER LØNNELEMENT OG UTVIKLING OVER TID	81
TABELL 5-2 BRUKEN AV AKSJE- OG OPSJONSPROGRAM	86
TABELL 5-3: DESKRIPTIV STATISTIKK	91
TABELL 5-4: FORKLARING TIL VARIABLER BRUKT I EMPIRISKE ANALYSER	92
TABELL 5-5: RESULTATER FRA REGRESJONENE	95
TABELL 5-6: RESULTATKOMPENSASJON OG ROA	109
TABELL 5-7: AKSJEKOMPENSASJON OG AKSJEAVKASTNING	110
TABELL 5-8 REGNEEKSEMPEL: VERDIEN AV DE TILDELTE OPSJONENE	112
TABELL 5-9 REGNEEKSEMPEL: HISTORISK OPPTJENING AV OPSJONER	112
TABELL 5-10: TOTALKOMPENSASJON OG AKSJEAVKASTNING	115
TABELL 7-1: ROBUSTHETSTESTER FASTKOMPENSASJON	128
TABELL 7-2: ROBUSTHETSTESTER RESULTATKOMPENSASJON	129
TABELL 7-3: ROBUSTHETSTESTER AKSJEKOMPENSASJON	130
TABELL 7-4: ROBUSTHETSTESTER TOTALKOMPENSASJON	131
TABELL 7-5: KORRELASJONSMATRISSE	133
TABELL 7-6: REGRESJON UTEN VARIABLEN PRIVATEIDE SELSKAP 2004-2006	134
TABELL 7-7: REGRESJON UTEN VARIABLEN STATLIG EID SELSKAP 2007-2011	135

Figurer

FIGUR 2-1: OPPTJENT OG UTBETALT KOMPENSASJON	15
FIGUR 2-2: SAMMENHENGEN MELLOM OPSJONSOPPTJENING OG AKSJEKURS	22
FIGUR 5-1: GJENNOMSNITTLIG KOMPENSASJON OVER PERIODEN (BASERT PÅ TABELL 5-1)	77
FIGUR 5-2: FORSKJELL PÅ MEDIAN OG GJENNOMSNITTLIG TOTALKOMPENSASJON (BASERT PÅ TABELL 5-1)	79
FIGUR 5-3: GJENNOMSNITTSKOMPENSASJON FORDELT OVER LØNNELEMENT (BASERT PÅ TABELL 5-1)	80
FIGUR 5-4: FASTKOMPENSASJON (BASERT PÅ TABELL 5-1)	82
FIGUR 5-5: RESULTATKOMPENSASJON (BASERT PÅ TABELL 5-1)	84
FIGUR 5-6: UTVIKLING I AKSJEKOMPENSASJON (BASERT PÅ TABELL 5-1)	85
FIGUR 5-7: PENSJON OG RENTABILITET	88
FIGUR 5-8: SAMMENHENGEN MELLOM BYTTEKOSTNADER OG AKSJEAVKASTNING	89
FIGUR 5-9: AKSJEKOMPENSASJON, AKSJEAVKASTNING OG TAK	111
FIGUR 7-1: RESIDUALER	132

1. Innledning

I innledningen vil vi forklare bakgrunnen for oppgaven og presentere formål, problemstilling og hypoteser. Vi vil også gi en oversikt over oppgavens begrensninger og presentere den videre strukturen i utredningen.

1.1 Bakgrunn

Lederlønninger er et aktuelt tema som får mye medieoppmerksomhet, særlig når toppledere i børsnoterte selskap får opsjonsgevinster i millionklassen. Diskusjonen rundt topplederlønninger dreier seg ofte om lønningene anses som rettferdige eller ikke, fremfor om utformingen av topplederkompensasjonen er den beste for aksjonærene (Randøy & Skalpe, 2010). Vi syntes problemstillinger rundt topplederkompensasjon og eierstyring er interessant og ønsket derfor å fordype oss ytterligere i dette.

Da Kommunal Landspensjonskasse (KLP) den 14.05.2013 publiserte studiet «Topplederlønn og avkastning» konkluderte de med at det ikke var en sammenheng mellom kompensasjon og avkastning (KLP, 2013). Denne konklusjonen ble gjengitt som forsidesak i Aftenposten Morgen og i en rekke andre aviser, som Dagens Næringsliv og Bergens Tidene (Braathen and Lynum, 2013; Grinde, 2013; Steiro, 2013). Iver Bragelien, førsteamanuensis ved Norges Handelshøyskole, hevdet i et intervju med Aftenposten den 16. mai at datamaterialet til KLP tyder på at det er en svak positiv sammenheng mellom lederkompensasjon og avkastning (Braathen, 2013). Utspillet er i tråd med store deler av tidligere forskning, både i Norge og USA. På bakgrunn av dette ønsket vi å etterprøve KLPs resultater ved brukt av et annet metodisk rammeverk. Våre resultater konkluderer med en sterk sammenheng mellom total kompensasjon og aksjeavkastning og vi vil gjøre rede for hvordan vi har kommet frem til dette senere i oppgaven.

1.2 Formål, problemstilling og hypoteser

Formålet med utredningen er å undersøke om toppledere i norske børsnoterte foretak blir belønnet basert på resultater eller om kompensasjonen blir drevet av andre faktorer. I akademisk litteratur er det stor konsensus for at prestasjoner korrelerer, ofte svakt, med lederlønn (Jensen

& Murphy, 1990; i Frydman & Jenter, 2010; Daines, Nair, & Kornhauser, 2005; Tang, Tam, & Firth, 1999). Men det finnes også empiriske studier som ikke finner noen sammenheng (Bebchuk & Fried, 2004; Frydman & Jenter, 2010). Flere ulike studier i Norge som Dale-Olsen (i Pedersen, 2006), Randøy og Nilsen (2002) og Falkenberg og Fjellkårstad (i Randøy & Skalpe, 2007) peker på en positiv sammenheng mellom bedriftsleders kompensasjon og bedriftens lønnsomhet. Studier som KLP (2013) og Hunnes (2007) indikerer at sammenhengen mellom lederkompensasjon og lønnsomhet er svak, eller ikke eksisterende.

Denne oppgaven er vårt bidrag til lederlønsdebatten. Vi tar i bruk et annet metodisk rammeverk enn studier vi har sett både i Norge og USA. Vi mener at dette rammeverket er med å kaste nytt lys over lederlønsdebatten. Vår oppgave skiller seg ut fra annen lederlønsforskning ved at den (1) ser på realisert fremfor tildelt kompensasjon, (2) periodiserer kompensasjonen etter når den har blitt opptjent og (3) disaggregerer kompensasjonen basert på hva som driver de ulike kompensasjonselementene. Vi ønsker å undersøke om topplederne blir belønnet basert på resultater og mener derfor det er viktig å sammenligne årets opptjente kompensasjon med årets resultater. Metodevalget blir nærmere beskrevet i del 2 av denne utredningen.

Vi ønsker å svare på følgende problemstilling; «finnes det en sammenheng mellom toppleders kompensasjon og selskapets avkastning for de største selskapene på Oslo Børs?» Som mål på avkastning har vi i denne oppgaven brukt aksjeavkastning, totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. Problemstillingen har resultater i følgende fire hovedhypoteser:

- ⇒ *H1: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning.*
- ⇒ *H2: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom resultatkompensasjon og avkastning.*
- ⇒ *H3: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom aksjekompensasjon og avkastning.*
- ⇒ *H4: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom totalkompensasjon og avkastning.*

En faktor som er særegen for Norge er statens store eierskap på Oslo Børs. Den norske stat er majoritetsseier i 1/4 av selskapene i utvalget vårt. Som en del av denne utredningen har vi derfor undersøkt nærmere hvilke effekter dette har hatt på topplederkompensasjonen. Vi har i den forbindelse utformet tre delhypoteser:

⇒ *DH1: Statlig eide selskap har lavere totalkompensasjon i 2007-2011 enn i 2004-2006.*

⇒ *DH2: Privateide selskap har lavere totalkompensasjon i 2007-2011 enn i 2004-2006.*

⇒ *DH3: Statlig eide selskap har lavere totalkompensasjon enn privateide selskap.*

Hovedhypotesene og delhypotesene vil bli diskutert nærmere i del 4.

1.3 Avgrensning av oppgaven

Vår utredning forsøker å svare på om det finnes en sammenheng mellom topplederkompensasjon og avkastning. Vi ønsker ikke å dekke alle temaer rundt lederkompensasjon og avgrensningene vi har gjort er beskrevet i avsnittene under.

Vi har avgrenset utvalget til å se på 28 av de 31 selskapene KLP analyserte i sitt studie «Topplederlønn og avkastning» i perioden 2004-2012. En presentasjon av hvilke selskap som er inkludert er nærmere forklart i del 2.5.

For at det skal være meningsfylt å sammenligne topplederens kompensasjon med avkastning forutsetter vi at selskapets avkastning reflekterer toppleders innsats og ferdigheter. Hvor realistisk denne forutsetningen er kan diskuteres. For eksempel fant Koch, Fenili, & Cebula (2011) at Apples aksjekurs i liten grad ble påvirket av nyheter rundt Steve Jobs sin sykdom. På lenger sikt er det derimot rimelig å anta at toppledere kan påvirke selskapets langsiktige verdiskaping gjennom utforming og implementering av selskapets strategier.

En annen avgrensning som er gjort er at vi ikke direkte prøver å besvare hvordan topplederkompensasjon bør utformes eller brukes for børsnoterte selskap. Vi ser kun på om det er sammenheng mellom toppleders kompensasjon og selskapets avkastning, og prøver å forklare hvorfor denne sammenhengen eksisterer eller ikke eksisterer. Det får være opp til andre studier å avgjøre om selskap bør knytte toppleders kompensasjon mot ulike avkastningsmål.

I denne utredningen vil vi ikke korrigere kompensasjonselement for ulik grad av risiko. Fra økonomisk teori er toppledere risikoaverse individ og ønsker derfor et risikopåslag for å motta

risikabel kompensasjon². Grunnet dette risikopåslaget kan ikke sikker og usikker kompensasjon direkte sammenlignes (Murphy, 2012), men fordi det er et stort merarbeid å korrigere for dette har vi valgt å ikke justere for risiko i denne utredningen.

Vi har utelatt pensjon og byttekostnader fra regresjonsanalysene. Vi mener rapportere pensjonskostnader til en viss grad blir styrt av regnskapsprinsipp og tidligere pensjonsopptjening og derav bryter med vårt opptjeningsprinsipp. Å inkludere pensjon slik det er rapportert i årsrapportene mener vi kan gi tilfeldige utslag i analysene og vi har derfor utelatt dette elementet. Med byttekostnader mener vi start- og etterlønnsordninger lederen mottar når han begynner eller fratrer stilling som toppleder. Byttekostnader utelates fra de empiriske analysene fordi de (1) ikke reflekterer toppleders kompensasjon mens han er i stillingen og (2) hva topplederen faktisk får utbetalt i byttekostnader er ofte ikke rapportert. Både pensjon og byttekostnader vil bli drøftet senere i oppgaven.

1.4 Oppgavens struktur

Denne oppgaven er delt i 6 deler. Del 1 er en introduksjonsdel. I del 2 diskuterer vi driverne bak ledernes kompensasjon. Her presenterer vi relevant internasjonal og nasjonal litteratur og trekker frem noen særtrekk ved norsk lederkompensasjon. Del 2 avsluttes med en analyse av hva selskapene selv hevder driver topplederkompensasjon basert på lederlønnserklæringene fra årsrapportene.

I del 3 diskuterer vi metode for datainnsamling, der vi illustrerer hvordan vi behandler og periodiserer de ulike kompensasjonselementene. Hypoteser og variabler som kan påvirke kompensasjonen til topplederne blir presentert i del 4. Del 5 er todelt. I den første delen er det en grafisk fremstilling og diskusjon om lederlønnsutviklingen i perioden. I den andre delen

² Risikabel kompensasjon er kompensasjon som topplederen ikke med 100% sikkerhet vil få utbetalt. Eksempler er opsjoner, bonus, eller fastkompensasjon i konkursutsatte selskap.

modellerer vi sammenhengen mellom lederkompensasjon og avkastning. I del 6 gjøres det en sammenligning mot KLP sin analyse og vi kommer med forslag til videre forskning.

2. Metode for datainnsamling

I denne delen ønsker vi å gjøre rede for, (1) hvordan vi i utredningen har målt lederkompensasjon, (2) hvordan vi har gått frem for samle inn data, (3) hvordan vi har periodisert de ulike kompensasjonselementene, (4) hvordan vi har beregnet finansielle måltall og (5) selskapsutvalget oppgaven er basert på.

2.1 Hvordan måle lederkompensasjon

Innen akademisk forskningen benyttes ulike metoder for å måle og beregne lederkompensasjon. Utfordringene ved å måle kompensasjonen oppstår når en skal sammenligne ulike kompensasjonselement over flere tidsperioder og på tvers av selskap. Hadde alle topplederne fått en fast grunnlønn som årlig ble opptjent og utbetalt i samme valuta ville registrering og sammenligning vært uproblematisk. I virkeligheten kompenseres toppledere i ulike former og kompensasjonen utbetales og opptjenes til ulik tid. Kompensasjonen kan bestå av årlige utbetalinger av grunnlønn, naturalytelser og bonus. I tillegg utbetales det startbonuser, etterlønn og engangsbonuser. De siste 15 årene har det blitt vanlig med bruk av aksjekompensasjon i form av aksje- og opsjonsprogram. Slike program strekker seg som regel over flere år. I denne delen av oppgaven skal vi forklare hvilke metoder vi har brukt for å måle, registrere og sammenligne toppledernes kompensasjon.

2.1.1 Tildelt eller realisert verdi?

Det første spørsmålet knyttet til måling av lederkompensasjon handler om når kompensasjonen bør måles. Et alternativ er å måle den realiserte kompensasjonen når den utbetales, et annet alternativ er å måle den forventede verdien av kompensasjonen ved tildeling.

Vi kan illustrere forskjellen på realisert og tildelt kompensasjon ved hjelp av et eksempel med grunnlønn og opsjoner. Det finnes flere metoder for å verdsette opsjoner, som Black-Scholes eller Hull-White modellen (Berk & DeMarzo, 2013). Felles for disse metodene er at de beregner et verdiestimat av hva opsjonene er verdt basert på forventet aksjekurs og risiko dersom opsjonene hadde blitt solgt på det åpne markedet. Vi antar at vi har to toppledere hvor leder A

har krav på en grunnlønn på 1 million, mens leder B får tildelt opsjoner med en estimert verdi på 1 million, som kan innløses ved årets slutt. Vi antar videre at toppleder B realiserer opsjonene for 2 millioner ved slutten av året. Bruker vi metoden for tildeling får både toppleder A og B 1 million i kompensasjon, men derom vi sammenligner toppledernes realiserte kompensasjon får leder A 1 million og leder B 2 millioner.

Både verdi ved tildeling og realisering er relevante mål på toppleders kompensasjon, men egner seg i ulike settinger. Siden 1980-tallet har store deler av den akademiske forskningen sett på aksjebasert kompensasjon ved tildeling. Dersom man skal evaluere konkurransedyktigheten til topplederens kompensasjonspakke vil dette være et godt mål. Verdien ved tildeling kan brukes til å analysere insentiveffekter og til å forklare lederadferd, men dersom man i ettertid ønsker å evaluere toppledernes kompensasjon opp mot prestasjon vil realisert kompensasjon gi et bedre sammenligningsgrunnlaget (Murphy, 2012). Fordi vi ønsker å analysere om det er en sammenheng mellom toppleders kompensasjon og selskapet avkastning vil vi i denne utredningen bruke realisert kompensasjon.

2.1.2 Opptjeningsprinsippet

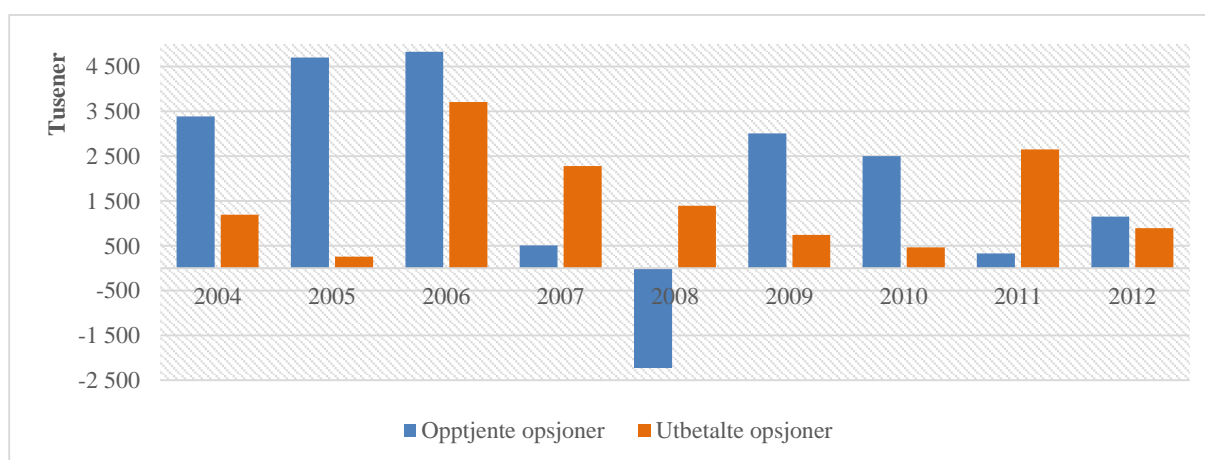
Vi har i denne utredningen brukt et prinsippet om at lederkompensasjonen skal periodiseres til perioden den er opptjent og ikke utbetalt. Vi bruker opptjeningsprinsippet fordi vi ønsker å sammenligne lederens kompensasjon med den tilhørende avkastningen. Bruken av opptjeningsprinsippet betyr at det for hvert kompensasjonselement må vurderes hvilken periode utbetalingen tilhører. Dette valget av metode mener vi er oppgavens største bidrag til norsk lederlønnslitteratur. Fordelen med metoden er at vi måler sammenhengen mellom den historiske prestasjonen til topplederen og den tilhørende opptjente kompensasjonen.

Ingen av forskningsartiklene vi har kommet over har brukt denne eksakte tilnærmingen. Vi tror det finnes flere årsaker til at opptjent realisert kompensasjon har vært lite utstrakt innen lederlønnforskning. For det første er arbeidet med å vurdere hvilken periode hver lønnsutbetaling tilhører tidkrevende. Det må gjøres subjektive vurderinger der opptjeningstidspunktet for kompensasjonen ikke er godt nok spesifisert. For det andre er mange norske årsrapporter før 2006 for dårlig spesifisert for dette formålet. Et tredje argument er at behovet for å måle realisert, opptjent kompensasjon ikke har oppstått før de siste 15-20 årene. Behovet har økt betraktelig med ledernes kompliserte bonusordninger samt aksje- og

opsjonsprogram med varighet over flere år. Vi mener denne metoden ser på lederkompensasjon på en ny måte, og er spesielt godt egnet når kompensasjonen for toppledere i mindre utvalg skal vurderes³.

Effekten opptjeningsprinsippet har på kompensasjonen kan illustreres med en «typisk» toppleder. Topplederen får i 2012 utbetalt grunnlønn, bonus grunnet prestasjoner de siste 3 årene og realiserer aksjeopsjoner som ble tildelt i 2007. All kompensasjon utbetalt i 2012 skyldes derfor ikke lederens innsats og prestasjoner dette året, men lederens prestasjoner over flere år. Grunnlønnen fremforhandles ofte året før den utbetales, bonusen opptjenes i årene 2009-2011, mens opsjonene opptjenes i perioden 2007-2012. En sammenligning av selskapets avkastning i 2012 med topplederens utbetalte kompensasjon vil derfor være dårlig egnet til å vurdere om lederen blir betalt for prestasjoner. I denne utredningen vil vi derfor periodisere kompensasjonen til perioden den er opptjent, for så å sammenligne kompensasjonen med selskapets avkastning.

Figur 2-1: Opptjent og utbetalt kompensasjon



I figuren over sammenlignes gjennomsnittlige opptjente og utbetalte opsjonsgevinster for topplederne i vårt utvalg. Vi har brukt opsjoner som eksempel fordi opsjoner opptjenes over

³ Det er svært tidkrevende å periodisere kompensasjon for store utvalg, i tillegg vil trolig forskjellene mellom årlig opptjent og utbetalt kompensasjon konvergere med utvalgsstørrelsen.

flere år og er derfor godt egnet til å illustrere forskjellen mellom opptjent og utbetalt kompensasjon. Fra figuren ser vi at det er stor forskjell mellom utbetalte og opptjente opsjonsgevinster. I 2005 er den opptjente gevinsten over 10 ganger så stor som den utbetalte, mens i 2011 er den utbetalte gevinsten rundt 7 ganger så stor som den opptjente. Den opptjente opsjonsgevinsten vil også være mer volatil enn den utbetalte. Dette vil vi forklare nærmere i del 2.3.4, samt gi en detaljert beskrivelse av fremgangsmåte og metode vi har brukt for å periodisere opsjonsgevinster.

2.2 Innsamling av data

Vi har i denne oppgaven samlet inn all data fra offentlig tilgjengelige kilder, samt databaser som vi har tilgang til gjennom biblioteket ved Norges Handelshøyskole. I dette avsnittet vil det bli redegjort for hvilke kilder vi har benyttet i forbindelse med datainnsamlingen.

2.2.1 utfordringer knyttet til innsamling av data

Ledere kan ha insentiver til holde sin kompensasjon skjult for offentligheten for å hindre mediekritikk, krav fra ansatte om økt lønn eller krav fra eiere om å redusere egen kompensasjonen. Eksempler på skjult godtgjørelse kan være gullkantede pensjonsordninger, skjulte naturalytelser, utsatt lønn og gunstige lånebetingelser (Bebchuk & Fried, 2004). Et eksempel fra Norge, som tyder på at topplederne ønsker å holde kompensasjonen skjult, er at flere selskap valgte å gå bort fra opsjonsprogram i årene etter selskapene ble lovpålagt av regjeringen å rapportere tildelte opsjoner etter virkelig verdi (Hole, 2006).

En erfaring fra datainnsamlingen er at det er svært stor forskjell på hvor oversiktlig og detaljert de ulike selskapene rapporterer topplederens kompensasjon. Dette underbygges av Ernst & Young (2013) som i sine analyser av toppleder kompensasjon for selskap på Oslo Børs fant svært varierende grad i kvaliteten på selskapenes rapportering. Om dette skyldes at toppledere prøver å holde informasjon rundt egen og andre lederes kompensasjon skjult, eller andre årsaker skal vi ikke spekulere i. Den varierende graden av kvalitet på rapportering betyr at vi har måttet bruke mye tid på å forsøke å forstå hva ledernes kompensasjon består av og i enkelte tilfeller har vi måttet bruke flere kilder for å verifisere kompensasjonen.

2.2.2 Kilder

Tabell 2-1 viser en liste over de ulike kildene vi har brukt i datainnsamlingen.

Tabell 2-1 Liste over kilder brukt i datasettet

Kilde	Informasjon hentet fra kilde
235 årsrapporter	Lønnelementer: Grunnlønn, naturalytelser, pensjon, bonus, aksjeprogram, opsjoner, styregodtgjørelse, etterlønsordning og startpakke. Attributter toppsjef*; navn, antall aksjer holdt 31/12 årlig, alder, utdanning, nasjonalitet, land arbeider i, alder, ansiennitet, utdanning, og rekruttering. Attributter selskap: største eiere, statlig eierskap.
6479 meldepliktige handler-Newsweb	Innløste opsjoner: antall, dato, innløsningskurs og aksjekurs ved innløsning.
Atekst	Lønnelementer: Opsjoner og etterlønsavtaler.
Orbis	Regnskapstall: Net Profit (uten minoritet), eiendeler, egenkapital, EBIT og inntekter.
Datastream	Aksjekurs justert og ujustert historisk pris, totalavkastning, OBX, og antall aksjer utestående.
Oslo Børs	Sektorinndeling.
Norges Bank	Historisk kronekurs (årgjennomsnitt).

**Andre kilder som Yahoo Finance har blitt brukt for å finne informasjon om toppleder der hvor det mangler informasjon i årsrapporter.*

Børsnoterte selskap må ifølge allmennaksjeloven §6-16a. skrive en erklæring om hvilke elementer og prinsipp den totale kompensasjonen for topplederen bygger på. Dette rapporteres i selskapets årsberetning. Det ble dermed naturlig å starte med årsrapportene for å finne informasjon om toppledernes avlønninger. I denne prosessen har det blitt gjennomgått totalt 235 årsrapporter i perioden 2004 til 2012 for de 28 selskapene som inngår i analysen. For selskap som ble børsnotert i analyseperioden har også introduksjonsprospektet blitt brukt for å finne informasjon om topplederens kompensasjon.

De fleste årsrapportene inneholder ikke tilstrekkelig informasjon om tidspunkt for innløsning av opsjoner, samt tildelings- og innløsningskurs. Selskapene er pliktige til å rapportere

informasjonen om opsjonsinnløsning og tildeling til finanstilsynet i henhold til verdipapirhandelloven §4-2. Denne informasjonen er offentlig tilgjengelig og er registrert under «meldepliktige handler» på Newsweb. Vi har gjennomgått 6479 meldepliktige handler for å finne informasjon om tildelte og innløste opsjoner.

Atekst er benyttet for å finne informasjon der årsrapporter og Newsweb ikke har gitt tilstrekkelig innsyn i toppledernes kompensasjon. Særlig er informasjon rundt opsjoner og sluttpakker til avgåtte toppsjefer dårlig rapportert fra selskapenes side. Regnskapstall har blitt hentet fra Orbis og børldata fra Datastream. Vi bruker sektorinndelingen fra Oslo Børs og valutakurser fra Norges Bank.

2.3 Registrering og periodisering av kompensasjon

Toppledernes kompensasjon blir stadig mer kompleks i utformingen og består av en rekke ulike element. Årlig kompensasjon består normalt av en fast del, en resultatavhengig del og en del som skal gi lederen langsiktige insentiv. Analysene våre krever derfor disaggregerte data for å kunne sammenligne de ulike kompensasjonselementene.

I datainnsamlingen har topplederens kompensasjon blitt delt i følgende element; grunnlønn, naturalytelser, pensjon, bonus, aksjeprogram, opsjoner, styregodtgjørelse, etterlønnordning og startpakke. Denne fordelingen var naturlig ettersom den har blitt brukt i de fleste årsrapportene.

I de neste avsnittene går vi gjennom hvert enkelt element. Vi definerer hva som inngår i de forskjellige begrepene og gir en detaljert beskrivelse av hvordan vi har registrert og periodisert de ulike kompensasjonselementene.

2.3.1 Grunnlønn

Grunnlønn er den faste delen av kompensasjonen til topplederen som tildeles i monetær form. Topplederen får enten all kompensasjon utbetalt i kroner eller i en kombinasjon av kroner og bundne aksjer. Vi registrerer hele utbetalingen som grunnlønn, uavhengig av utbetalingsform. Dersom deler av grunnlønnen består av bundede aksjer vil verdiendringene på aksjene inngå i kompensasjonselementet aksjeprogram, dette blir diskutert nærmere i 2.3.5.

Grunnlønn utbetales normalt med et likt beløp hver måned uavhengig av lederens prestasjoner. Vi periodiserer grunnlønnen til året før den blir utbetalt basert på informasjon fra årsrapportene. Vi mener det er rimelig å anta at grunnlønnen fremforhandles før årets begynnelse og at styret vektlegger lederens prestasjoner og kvaliteter i sin utarbeidelse av grunnlønnen. Det blir derfor lederens prestasjoner i året før⁴ han får utbetalt lønnen som er avgjørende for nivået. Vi mener derfor at resultater i år t bør sammenlignes med grunnlønn utbetalt i år $t+1$ ⁵. I 57 av 235 årsrapporter mangler det spesifikk informasjon om topplederens grunnlønn. I år der selskap ikke opplyser eksplisitt om grunnlønn skyldes dette at selskapet kun rapporterer totalkompensasjon for toppleder eller totalkompensasjon aggregert for hele ledelsen til selskapet. Mangel på informasjon blir diskutert nærmere i avsnittene om totalkompensasjon og avgrensninger, se del 2.5.

2.3.2 Naturalytelser

Naturalytelser er i oppgaven definert som et fast gode utdelt i ikke-monetære former. Andre navn på naturalytelser som forekommer i årsrapportene er «goder på arbeidsplassen» eller «andre ytelser». Eksempler kan være gunstige lånebetingelser, bilordning, tidsskrifter, telefon, eller lignende. Naturalytelser blir periodisert til samme periode som tilhørende grunnlønn⁶.

Selskapene som rapporterer kompensasjon fordelt over ulike lønnslementer rapporterer normalt dette på en oversiktlig måte. Men det finnes tilfeller hvor naturalytelser også inneholder andre former for godtgjørelse, som ikke hører med til beskrivelsen over. For eksempel kan opsjonsgevinster eller aksjetildeling inngå her. I utredningen har vi flyttet kompensasjon som ikke passer med vår definisjon av naturalytelser til det kompensasjonselementet hvor vi mener det tilhører. Vi har for eksempel flyttet opsjonsgevinster fra naturalytelser til aksjebasert

⁴ Det kan også tenkes at grunnlønnen baseres på flere års prestasjoner.

⁵ Der t er et år mellom 2004 og 2012

⁶ Det kan diskuteres om naturalytelser opptjenes i året de blir utbetalt, eller forhandles om før årets begynnelse. Naturalytelser utgjør uansett en liten del av topplederens kompensasjon, og vi periodiserer naturalytelser til samme periode som grunnlønn.

kompensasjon. Av de totalt 235 årene med observasjoner er det 57 som mangler informasjon om naturalytelser. Dette er de samme årene hvor det mangler observasjoner for grunnlønn.

2.3.3 Bonus

Bonus er i oppgaven definert som variabel årlig kompensasjon basert på historiske resultater. Oppgaven skiller ikke mellom bonus utbetalt i kontanter eller aksjer⁷. Vi ønsker istedenfor å se på årsaken til at lederen har fått en variabel verdioverføring, for så å kunne ta stilling til hvilken periode bonusen er opptjent.

For selskapene i vårt utvalg blir bonus opptjent over 1, 2 eller 3 år. Det er stor forskjell i informasjonskvaliteten på selskapenes årsrapporter. Noen selskap rapporterer både hvilket år bonusen er opptjent, når den ble utbetalt og på hvilket grunnlag bonusen ble utbetalt, mens andre opplyser langt mindre detaljert. Der hvor det er begrenset informasjon om opptjeningsperiode har vi gjort skjønnsmessige vurderinger om hvordan bonusen skal periodiseres etter følgende rangerte kriterier:

- (1) Gis det informasjon om hva bonusen består av og det virker logisk at bonusen tilhører en spesifikk periode, periodiseres den hit.
- (2) Gis det informasjon om hvor mange år bonusen er basert på, periodiseres den lineært over disse årene. For å illustrere dette med et eksempel ser vi på Jan Erik Tveeteraas, tidligere leder av Sevan Marine. I 2011 fikk han en bonus basert på prestasjoner i 2011, 2010 og 2009. Vi får ingen ytterligere informasjon og må gjøre en skjønnsmessig vurdering. Punkt 1) sier at bonusen skal periodiseres til perioden den er opptjent. I dette tilfellet er det ikke oppgitt hvilket av årene bonusen tilhørte, vi periodiserer da bonusen lineært over åren 2011, 2010 og 2009, etter punkt 2.
- (3) I enkelte år finnes det ikke informasjon om punkt 1) eller 2). Da periodiserer vi bonusen basert på informasjon fra årsrapporten det påfølgende året. Denne tilnærmingen mener vi gir rett periodisering så lenge bonussystemet ikke blir endret i løpet av året.

⁷ Dersom deler av bonusen utbetales i bundne aksjer vil kun verdiendringen av aksjene inngå i aksjeprogrammet, se 2.3.5.

- (4) Foreligger det ikke informasjon om noen av de overstående punktene blir bonusen periodisert et år tilbake i tid. Bakgrunnen for denne vurderingen er at de fleste selskap i utvalget vårt opplyser om at årets bonusutbetaling er basert på fjorårets prestasjoner.

Periodiseringen inneholder en grad av kvalifisert gjetning, som kan lede til skjevheter i resultatene. To alternative løsninger som ble drøftet var å ikke periodisere bonus eller å fjerne bonus der det mangler detaljer om hvilket år bonusen er opptjent. Vi mener at tilnærmingen med kvalifisert gjetning gir et bedre resultat enn å ikke periodisere bonusen, ettersom de fleste selskapene har bonus basert på tidligere års prestasjoner. Å utelate observasjonene hvor det ikke tydelig fremkommer hvilket år bonusen tilhører vil gi svært få observasjoner, noe som ville ført til et dårligere datagrunnlag. Selv om metoden med kvalifisert gjetning ikke er perfekt mener vi det gir en god tilnærming der det ikke finnes tilstrekkelig informasjon.

2.3.4 Opsjoner

Aksjeopsjoner er en rett, ikke plikt, til å kjøpe aksjer til en forhåndsavtalt pris. Kjøpet må finne sted mellom tildelingsdato og forfallsdato, i tillegg kan det være andre forutsetninger knyttet til opsjonsutøvelsen. De vanligste formene for opsjoner som omsettes i det åpne markedet er amerikanske opsjoner, som kan utøves på et hvert tidspunkt mellom tildeling og forfall og europeiske opsjoner, som kun kan utøves på forfallsdatoen (Berk & DeMarzo, 2013). Opsjonene til topplederne i vårt utvalg er som regel bermudiske opsjoner⁸, med betingelser knyttet til opptjening, ansettelsesforhold, justering av innløsningskurs og tak på gevinster. Betingelser knyttet til ansettelsesforhold kan være at lederen mister opsjonene hvis han forlater selskapet. Lederne i vårt utvalget skiftes i gjennomsnitt ut hvert fjerde år og mange opsjoner som er *in-the-money* vil dermed aldri bli innløst.

Periodisering av opsjoner

I oppgaven tar vi utgangspunkt i de realiserte opsjonene og periodiserer gevinsten til året den er opptjent. Vi beregner opsjonenes *in-the-money* verdi i slutten av hvert år for de realiserte

⁸ Bermudiske opsjoner kan innløses ved forhåndsbestemte tidspunkt. De er en blanding av amerikanske og europeiske opsjoner.

opsjonene. Et års opsjonsgevinst er verdiendring av *in-the-money*-verdien til opsjonene fra slutten av fjoråret til slutten av inneværende år.

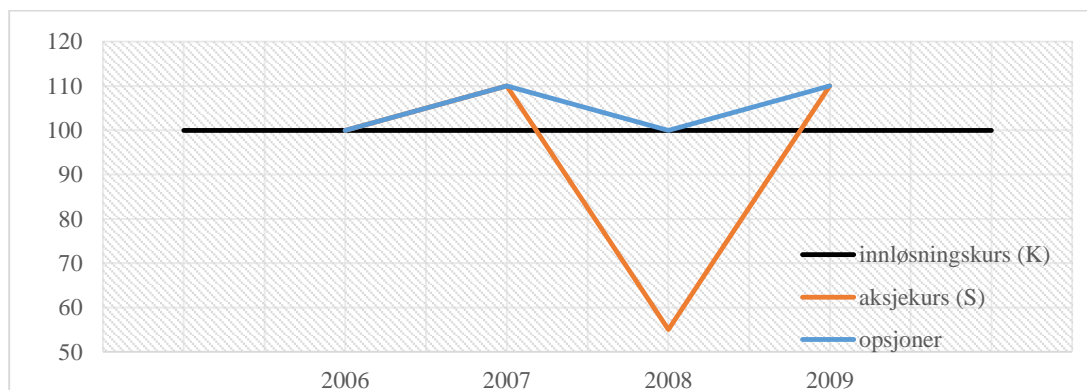
In-the-money verdien er beregnet som verdien av opsjonene hvis de hadde blitt utøvd på slutten av året:

$$\text{Formel 2-1} \quad (S - K)N = \text{in-the-money verdi, når } S > K.$$

S er aksjekursen, K er innløsningskursen og N er antall opsjoner. For at en opsjonen skal være *in-the-money* må aksjekursen være høyere enn innløsningskursen. Hvis aksjekursen er lik eller lavere enn innløsningskursen er opsjonen henholdsvis *at-the-money* eller *out-of-the-money*.

Hvordan opsjoner blir opptjent og periodisert kan illustreres med et enkelt konstruert eksempel.

Figur 2-2: Sammenhengen mellom opsjonsopptjening og aksjekurs



I figuren over har vi illustrert sammenhengen mellom aksjekurs og periodisert opsjonsgevinst. Eksempelet bygger på data fra tabell 2-2. En toppleder får i slutten av 2006 en opsjon *at-the-money* når aksjekursen er 100. Opsjoner tildelt *at-the-money* betyr at innløsningskursen er lik aksjekursen, altså 100 i vårt tilfelle. I løpet av 2007 stiger aksjekursen til 110. Vi har da en *in-the-money* verdi på 10, se tabell under. I løpet av 2008 reduseres aksjekursen til 55. Ettersom aksjekursen er lavere enn innløsningskursen er opsjonen *out-of-the-money*, og opsjonens realiserbare verdi er 0. I 2009 stiger aksjekursen igjen til 110, som gir en *in-the-money* verdi på 10.

Tabell 2-2 opsjonseksempel med periodisering av opsjoner.

31.12 År	Aksje- kurs(S)	Innløsnings- kurs(K)	Antall opsjoner(N)	In-the- money ⁹	Opptjening ¹⁰
2006	100	100	1	0	0
2007	110	100	1	10	10
2008	55	100	1	0	-10
2009	110	100	1	10	10

Tabellen over illustrerer hvordan de opptjente opsjonen blir periodisert i datasettet. Vi tar utgangspunkt i den totale realiserte gevinsten, som i dette eksempelet er 10. Opsjonsgevinsten periodiseres etter endring i aksjekurs og blir da 10 i 2007, -10 i 2008 og 10 i 2009. Opsjoner som allerede er opptjent kan altså ha en negativ opptjening slik som i 2008, men den totale opsjonsgevinsten for et opsjonsprogram kan aldri bli negativ¹¹.

Utfordringer knyttet til innsamling av opsjonsinformasjon

Den mest tidkrevende delen av datainnsamlingen var å finne informasjon om toppledernes opsjonsprogram. Det er vanlig at selskap med opsjonsprogram utsteder opsjoner med ujevne mellomrom. Det finnes eksempler på selskap som i en periode tildeler lederen opsjoner flere ganger i året, mens det i andre perioder kan gå flere år mellom hver gang opsjoner utstedes. Opsjonene kan normalt innløses 2-10 år etter tildeling, det er derfor vanlig at topplederne holder flere ulike opsjonsprogram samtidig. Ved realisering av opsjoner opplyser selskapene sjeldent om hvilke program opsjonene tilhører. Dette er informasjon vi er avhengig av for å kunne periodisere opsjonsgevinstene. Vi har derfor måttet sammenligne innløsningskursen til de realiserte opsjonene med innløsningskursen til de tildelte opsjonene.

⁹ *in - the - money verdi* = $(S - K) * N$, hvis $S > K$, hvis $S \leq K$; = 0

¹⁰ *opptjening* = $t - t_{-1}$

¹¹ Selv om aksjekursen halveres i 2008 er topplederens tap begrenset til gevinsten på opptjeningen av opsjonen tidligere år, i dette tilfellet 10.

Utfordringer knyttet til periodisering av opsjoner

På forrige side illustrerte vi et enkelt konstruert eksempel på hvordan opsjoner periodiseres. Noen selskap knytter spesielle betingelser til opsjonene eller endrer innløsningskursen i løpet av bindingstiden, dette kompliserer vårt periodiseringsarbeid. I de neste avsnittene viser vi hvordan vi har hensynstatt komplikasjonene i listen under.

- (1) Utbyttejustert innløsningskurs
- (2) Opsjoner som aldri blir innløst
- (3) Justering av innløsningskursen til 2012 kurs
- (4) Justering av innløsningskurs når opsjonene er *deep-out-of-the-money*
- (5) Toppledere som har blitt tildelt opsjoner før selskapet ble børsnotert
- (6) Toppledere som har blitt tildelt opsjoner før 2004
- (7) Toppledere som holder opsjoner 31.12.2012
- (8) Opsjonsprogram som legges ned mens lederen har opsjoner
- (9) Toppledere som slutter i stillingen mens de har opsjoner
- (10) Tak på opsjoner

(1) Utbyttejustert innløsningskurs

Fra finansiell teori vil et selskaps aksjekurs reduseres med det tilsvarende beløpet som utbetales i utbytte per aksje. Dette fører direkte til at ledere som holder opsjoner taper på utbytte. Ledere med opsjonsprogram har derfor insentiv til å holde igjen utbytte for å maksimere verdien av egne opsjoner. For å fjerne denne uheldige insentiveffekten har flere av selskapene valgt å nedjustert innløsningskursen på toppledernes opsjoner tilsvarende størrelsen på selskapets utbytte.

Dersom topplederen ikke får utbyttejustert sine opsjoner holder vi innløsningskursen konstant. Tapet topplederen påføres som følge av utbytte blir da automatisk tilordnet perioden utbytte utbetales fordi aksjekursen reduseres. Et eksempel på et selskap som betaler utbytte, men ikke utbyttejusterer innløsningskursen er Schibsted.

Dersom topplederen får utbyttejustert innløsningskursen justeres innløsningskursen ned tilsvarende størrelsen på utbytte. Dette fører til at opptjeningen av opsjoner ikke blir direkte påvirket av at selskapets utbyttepolitikk. Vi bruker totalavkastning som mål på selskapenes avkastning i våre analyser slik at vi ikke trenger å foreta noen justering dersom selskapene justerer innløsningskursen i takt med utbytteutbetalinger.

(2) Opsjoner som aldri blir innløst

Dersom en leders opsjoner er *out-of-the-money* på utøvelses tidspunktet eller opsjonene er knyttet til ansettelsen og lederen forlater stillingen vil opsjonene ikke bli utøvd. Vi ønsker å se på realisert kompensasjon og i oppgavene er derfor urealiserte opsjoner utelatt.

(3) Justering av innløsningskursen til 2012 kurs

En situasjon som krever justering av innløsningskursen er når et selskapet gjør kapitalendringer som er utslagsgivende for aksjekursen. Et eksempel på en kapitalendring som er utslagsgivende for aksjekurs er aksjesplitt. TGS Nopec foretok i 2004 en aksjesplitt hvor de firedoblet antall utestående aksjer. Det fører til at alle aksjonærer får 4 ganger så mange aksjer og hver aksje blir verdt en fjerdedel av den opprinnelige verdien. Tilsvarende endringer gjøres da også for opsjoner.

Vi har justert for kapitalendringer i datasettet ved å sammenligne den historisk kursen, kursen aksjen faktisk ble handlet for på børs, med en aksjekurs justert for relevante kapitalendringer¹².

Tabell 2-3 Hvordan finne splittratioen for justering av opsjoner til 2012 verdi

År	Historisk aksjekurs	Justert aksjekurs	Aksjesplittratio ¹³
2010	750	150	5
2011	400	200	2
2012	250	250	1

Vi har laget en splittratio ved å dele den historiske aksjekursen på den justerte. Videre delt vi innløsningskursen og aksjekursen på splittratioen og ganget antall opsjoner med splittratioen. Alle de realiserede opsjonene ble på denne måten endret slik at vi kunne bruke den justerte

¹² Den historiske og justerte aksjekursen fant vi ved hjelp av Datastream.

¹³ $Aksjesplittratio = \frac{\text{historisk aksjekurs}}{\text{justert aksjekurs}}$

aksjekursen til å periodisere opsjonsgevinstene. Under har vi konstruert et illustrerende eksempel:

Tabell 2-4 Eksempel på justering av historiske opsjoner til 2012 kurs

År	Splitt -ratio	Program	Realiserte opsjoner historisk kurs				Realiserte opsjoner justert 2012 kurs			
			Antall	Innløsnings -kurs	Aksjekurs	Gevinst	Antall	Innløsnings -kurs	Aksjekurs	Gevinst
2010	5	A	100	450	750	30000	500	90	150	30000
2011	2	B	500	380	400	10000	1000	190	200	10000
2012	1	C	200	210	250	8000	200	210	250	8000

Vi har tre opsjonsprogram som blir realisert i henholdsvis 2010 (A), 2011 (B) og 2012 (C). I løpet av denne perioden har det vært gjort kapitalendringer som har vært utslagsgivende for aksjekursen. Selskapet har en splittratio på 5 i 2010, 2 i 2011 og 1 i 2012. En splittratio på 1 betyr at det ikke er noen forskjell på historisk og justert kurs.

Vi gjør om fra historisk kurs til justert kurs ved å gange antall opsjoner med splittratioen og deler innløsningskurs og aksjekurs på splittratioen. Som vi ser fra kolonnene «Gevinst», regnet ut på samme måte som Formel 2-1, holder den totale gevinsten seg uendret etter justeringen. Opsjonsgevinstene periodiseres på tilsvarende måte som diskutert under periodisering, men vi benytter de justerte kursene.

(4) Justering av innløsningskurs når opsjoner er *deep-out-of-the-money*

Et selskap har justert ned innløsningskursen for opsjoner som er *deep-out-of-the-money*. *Deep-out-of-the-money* vil si at opsjonene med liten sannsynlighet vil bli *in-the-money*, opsjonene vil derfor ha svært lav incentiveeffekt for lederen. REC er det eneste selskapet i vårt utvalg som har gjort dette. Etersom topplederne i REC aldri realiserer sine opsjoner trenger vi ikke å ta stilling til hvordan denne justeringen skal behandles.

(5) Toppledere som har blitt tildelt opsjoner før selskapet ble børsnotert

Tre av selskapene har utstedt opsjoner til sine toppledere før selskapet ble børsnotert. Et eksempel er Algeta, som ble børsnotert i begynnelsen av 2007 med en åpningskurs på 48 NOK per aksje. Omtrent 2 år før børsnoteringen fikk Thomas Ramdahl tildelt opsjoner med en innløsningskurs på 12,5. Da Algeta ble børsnotert hadde allerede hver opsjon en *in-the-money* verdi på 35,5 kroner. Det er rimelig å anta at denne opptjeningen ikke skjedde dagen Algeta ble

børsnotert, men over en lengre tidsperiode. Vi har ingen informasjon om Algetas aksjekursutvikling før børsnoteringen og derav ingen informasjon om hvilken periode opptjeningen faktisk har forekommet. Vi har forutsatt at opsjoner blir opptjent jevnt over opsjonens levetid der hvor det ikke finnes tilgjengelig aksjekurskurs, vi har derfor periodisert opsjonsgevinstene lineært over perioden før børsnotering.

For Ramdahl er opptjeningen 35,5 per opsjonen før selskapet ble børsnotert. Gevinsten er opptjent i årene 2005 og 2006, noe som betyr en opptjening på 17,75 per år¹⁴. All opsjonsopptjening etter børsnotering blir periodisert basert på børskursen, uavhengig av når opsjonene ble tildelt.

(6) Toppledere som har blitt tildelt opsjoner før 2004.

Flere av topplerne i utvalget har realisert opsjoner i analyseperioden som de fikk tildelt før 2004. For å beregne den opptjente opsjonsgevinsten ser vi hvor mye opsjonene har steget i verdi etter 01.01.2004. Det betyr at all verdistigning før 2004 ikke blir med som en del av kompensasjonen til topplerne i vår analyseperiode.

Vi kan illustrere dette med en toppler som fikk tildelt 10 000 opsjoner 01.01.2003 og realiserte alle opsjonene 01.01.2005. Dersom aksjekursen økte med 100 hvert av de to årene, for eksempel fra 100 til 200 i 2003 og fra 200 til 300 i 2004, vil toppleren få en periodisert opsjonsgevinst på 1 million hvert av de to årene. Gevinsten opptjent i 2003 vil ikke inkluderes i lederens kompensasjon i analyseperioden.

(7) Toppledere som holder opsjoner 31.12.2012

I utredningen blir det antatt at opsjoner som er *in-the-money* ved analyseperiodens slutt vil bli utøvd. Slike opsjoner blir derfor behandlet som realiserte gevinster og inngår i topplerens kompensasjon etter periodiseringsprinsippene diskutert over. Hvilken kurs opsjonene blir

¹⁴ Opptjening per år: $\frac{35,5}{2} = 17,75$. Opsjonsgevinstene i 2005 og 2006 vil uansett ikke komme med i regresjonsanalysene da den uavhengige variabelen «aksjeavkastning» ikke vil ha noen verdi i år et selskap ikke er børsnotert.

realisert for i fremtiden er irrelevant for vår analyse, da vi uansett periodiserer opsjonsgevinstene etter når de er opptjent.

Vi kan illustrere poenget med Telenor sin konsernsjef Jon Fredrik Baksaas. Baksaas ble i 2006 tildelt 100 000 opsjoner som han fortsatt holder ved utgangen av 2012. Aksjekursen 31.12.2012 var 112,2 og innløsningskursen var 74,9. Vår antagelse er at Baksaas i fremtiden vil få utøvd disse opsjonene. Det er irrelevant for oss hvilken kurs han i fremtiden innløser for så lenge opsjonene innløses¹⁵. Dersom han hadde utøvd opsjonene 31.12.12 ville gevinsten blitt 3,73 millioner¹⁶. Denne gevinsten periodiseres da over årene 2006-2012 basert på aksjekursutviklingen, etter samme prinsipp som for realiserte opsjoner.

Toppledere som holder opsjoner *out-of-the-money* ved utgangen av 2012 inkluderes ikke i analysen. Dersom opsjonene etter 2012 skulle blitt *in-the-money* og lederen realiserer opsjonene ville gevinsten uansett blitt opptjent etter analyseperiodens slutt og gevinsten er derfor irrelevant for vår analyse.

(8) Opsjonsprogram som nedlegges mens lederen har opsjoner

Det finnes eksempler på selskap som legger ned opsjonsprogrammet sitt i løpet av perioden. Noen toppleren får lov til å innløse opsjonene før nedleggelse og da behandles gevinstene på vanlig måte. Andre ledere har fått bonus som følge av at opsjonsprogrammet legges ned, som ikke tilsvarer *in-the-money* verdien til opsjonene. I slike tilfeller har vi periodisert gevinsten basert på skjønn.

Et eksempel hvor skjønn har blitt brukt i periodiseringen er for Arne Austereids opsjoner i Prosafe. Han fikk en bonus blant annet basert på nedleggelse av opsjonsprogram, samt en del andre kriterier. Austereids utestående opsjoner var *out-of-the-money* når opsjonsprogrammet

¹⁵ "Bevis"; vi antar at Baksaas utøver opsjonene i slutten av 2013 og at kursen til Telenor da hadde falt til 100. Den totale gevinsten til Baksaas ville da blitt 2 510 000. Men på grunn av periodiseringen ville han fått et tap på differansen mellom 3 730 000 og 2 510 000 i 2013. Slik at opptjent gevinst mellom 2006 og 2012 fremdeles blir på 3 730 000. Gevinsten i analyseperioden blir derfor ikke påvirket av kursendringer etter 2012.

¹⁶ $(112,2 - 74,9) * 100\,000 = 3\,730\,00$

ble nedlagt. Den totale bonusen ble dermed periodisert som vanlig bonus basert på de andre bonuskriteriene. Hvordan bonus blir periodisert er nærmere forklart i 2.3.3.

(9) Toppledere som slutter i stillingen mens de har opsjoner

Noen selskap gir ingen informasjon om lederen får beholde sine opsjoner ved fratredelse fra stillingen, mens i tilfeller der selskap opplyser om at lederen får beholde opsjoner rapporteres det sjeldent om opsjonene blir utøvd eller ikke. For toppledere som forlater lederstillingen har vi brukt Atekst og årsrapporter for å undersøkt om opsjonene beholdes eller mistes. Overvekten av selskapene som opplyser om avgåtte toppsjefers opsjoner har som vanlig praksis at disse er knyttet til ansettelsen og at lederen mister opsjonene dersom han går av. Der hvor ikke annet er opplyst og vi ikke har funnet medieomtale i Atekst antar vi at topplederen mister opsjonene ved fratredelse fra selskapet.

For topplederen som får beholde sine opsjoner behandles opsjonene tilsvarende som for ledere som har aktive opsjoner ved utgangen av analyseperioden. Men opsjongsgevinsten periodiseres fra tildeling til ansettelsesforholdet opphører.

(10) Tak på opsjoner

Opsjoner med tak har vi periodisert etter *in-the-money* verdien frem til taket er nådd. Etter at taket er nådd vil ikke opsjonene kunne bli ytterligere opptjent. Det vil si at all kursutvikling etter at en opsjon har nådd taket ikke påvirker opsjonsopptjeningen før kursen eventuelt igjen synker under taket. Dersom kursen faller under taket har vi periodisert etter vanlige prinsipper diskutert over. Selskapene opererer med ulike former for tak på sine opsjonsprogram. Noen selskap begrenser årlig utbetaling til en gitt sum, mens andre setter en maksimal gevinst per opsjon. Uavhengig av form for opsjonstak har vi begrenset opsjonenes mulige opptjening til den maksimale verdien lederen kan realisere opsjonene for.

2.3.5 Aksjeprogram

Aksjeprogram blir ofte omtalt som langsiktige insentiv (LTI) i årsrapportene. Topplederne som har en form for aksjeprogram må investere en bestemt andel av sin grunnlønn eller bonus i selskapets aksjer. Aksjene er bundet til selskapet og kan normalt ikke realiseres før etter 2-3 år. Vi har definert aksjeprogram som verdiendringen av toppledernes bundne aksjer. Vi

understreker at de tildelte aksjene enten inngår som grunnlønn eller bonus, og at det kun er endringer i aksjenes verdi som inngår som aksjeprogram.

En toppsjef som får godtgjørelse i forbindelse med et aksjeprogram er pliktet til å investere nettobeløpet i bundne aksjer. I oppgaven er det antatt en marginalsatt på 47,8 %¹⁷. Nettobeløpet periodiseres etter endring i selskapets aksjekurs i løpet av bindingsperioden og verdiendringer registreres som aksjekompensasjon. Periodiseringen er tilsvarende som for opsjoner, men gevinsten periodiseres kun over bindingstiden. Det tas ikke hensyn til om aksjer beholdes eller selges etter bindingsperioden.

Vi kan illustrere med et eksempel der vi har en toppleder som må investere 25 % av sin grunnlønn på 4 millioner i selskapets aksjeprogram, med bindingstid på 2 år. Det betyr at 522 000 av grunnlønnen blir investert i selskapets aksjer¹⁸. Videre antar vi at aksjekursen til selskapet øker med 20 % det påfølgende året. Topplederens kompensasjon for aksjeprogrammet blir da 104 400, mens grunnlønnen ikke blir påvirket av aksjeprogrammet og forblir på 4 millioner¹⁹.

Et problem med denne metoden er når vi sammenligner kompensasjon fra aksjeprogram med andre lønnselement. Fordi topplederen investerer et nettobeløp i aksjeprogrammet vil han kun få 28 % skatt på verdiøkningen og tilsvarende skattefradrag ved tap, mens store deler av den resterende kompensasjon vil bli beskattet med en betydelig høyere skattesats.

¹⁷ Marginalsakten på 47,8 % er basert på finansdepartementets beregninger (Finansdepartementet, 2012).

¹⁸ $4\,000\,000 * 0,25 * (1 - 0,478) = 522\,000$

¹⁹ $522\,000 * 0,2 = 104\,400$

2.3.6 Styregodtgjørelse

Styregodtgjørelse er en ekstrakompensasjon topplederen får for å sitte i konsernstyret. De fleste selskap kompenserer ikke topplederen ekstra for denne jobben²⁰. Det er 13 av 235 observasjoner der styregodtgjørelse kommer i tillegg til annen kompensasjon.

2.3.7 Pensjon

Pensjon er registrert på tilsvarende måte som i årsrapportene. Det vil si at det ikke har blitt gjort en virkelig verdivurdering av de faktiske pensjonsforpliktelsene til toppsjefene eller hvor store de er hvert år. En måte dette kunne vært gjort på er å beregne de totale pensjonsforpliktelsene topplederen har opptjent når han slutter i stillingen, for så å neddiskontere forpliktelsen og periodisere de over alle årene topplederen har sittet. Dette har ikke blitt gjort fordi det er svært omfattende og tidkrevende prosess. Av alle observasjoner er det 24 av 235 som ikke rapporterer om pensjonskostnader.

2.3.8 Startbonus og etterlønsordninger (byttelønn)

Vi bruker begrepet byttelønn om kompensasjon utbetalt til toppsjefen utløst av stillingsbytte. Utbetalingen deles inn i startbonus, som er kompensasjon mottatt før toppsjefen begynner i stillingen og etterlønsordninger som er kompensasjon mottatt etter at topplederen har sluttet i stillingen. Det er to tilfeller i datasettet hvor en toppleder har fått utbetalt startbonus. Etterlønsordninger, ofte referert til som fallskjermer, er grunnlønn lederen mottar i en periode etter fratredelse fra stillingen. Det er ofte betinget krav til utbetaling av fallskjermer, som for eksempel at topplederen har forlatt stillingen ufrivillig og at lederen ikke mottar kompensasjon fra andre selskap i perioden han har krav på etterlønn. Vi følger rapportering i årsrapportene der selskapene opplyser eksplisitt hva som inngår i start- og sluttpakker.

²⁰ Det kan tenkes at å sitte i styret er en del av topplederens arbeidsoppgaver, slik at totalkompensasjonen allerede inneholder lønn for styreverv.

Noen selskap rapporterer kompensasjonen til lederen som summen av kompensasjonen til avgående og påtroppende leder. I år hvor toppleders grunnlønn varierer betydelig fra det foregående og det påfølgende året og det har vært skifte av toppleder dette året skyldes økningen trolig at etterlønn har blitt rapportert som grunnlønn. Vi har da beregnet grunnlønn for de månedene den avtroppende lederen har sittet som leder og skilt ut det resterende som sluttpakke²¹. Hvis etterlønn ikke er oppgitt i årsrapportene brukes Atekst til finne ut om etterlønnen faktisk ble utbetalt. Store etterlønnspakker har fått oppmerksomhet i media. Dersom det ikke finnes noe informasjon antas det at det ikke har blitt utbetalt etterlønn.

2.3.9 Regnskap presentert i utenlandsk valuta.

Flere selskap rapporterer eller utbetaler kompensasjon i en annen valuta enn norske kroner. Der hvor kompensasjonen utbetales og rapporteres i norske kroner er registreringen rett frem, men det finnes tre ulike tilfeller hvor vi må ta hensyn til utenlandsk valuta.

(1) Selskap som utbetaler kompensasjonen i kroner, men rapporterer i valuta

Noen selskap utbetaler kompensasjon til sine ansatte i kroner, men har omregnet utbetalingene til en annen valuta i årsrapporten. Her bruker vi den samme kursen for å regne tilbake til kroner dersom selskapet opplyser om kursen i årsrapporten. Dersom mangel på valutakursrapportering om kompensasjon utbetalt i annen valuta enn NOK bruker vi den årlige gjennomsnittskursen fra Norges Bank for å regne oss tilbake til kroner.

(2) Selskap som utbetaler kompensasjonen i valuta, men rapporterer i kroner

Dersom et selskap utbetaler kompensasjonen til topplederen i utenlandsk valuta, men rapporterer utbetalingene i norske kroner regner vi først kursen tilbake til valuta basert på kurs i årsrapport eller gjennomsnittskursen fra Norges Bank. Vi regner så tilbake til norske kroner ved å bruke 2012 valutakursen. Dette gjøres for å unngå valutakurssvingninger.

²¹Vi har brukt informasjon fra årsrapportene og fordelt skjønnsmessig basert på innsikten rapporten gir oss. Dersom en lederen har krav på 100 prosent etterlønn i 12 måneder har vi delt grunnlønnen på 365 og multiplisert med antall dager han har sittet som sjef.

(3) Selskap som utbetaler og rapporterer kompensasjon i valuta

I tilfeller der selskap rapporterer i valuta og utbetaler kompensasjonen i valuta regnes det om til NOK basert på 2012 kurs, dette gjøres for at kompensasjonen ikke skal være sensitiv for valutakurssvingninger.

2.4 Beregning av avkastningsmål

Vi har brukt aksjeavkastning, totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet som mål på selskapets avkastning. Under forklarer vi hvordan vi har beregnet de ulike målene.

2.4.1 Aksjeavkastning

Et selskaps aksjeavkastning er beregnet som den totale avkastningen en investor sitter igjen med når alt utbytte blir reinvestert i aksjen. Totalavkastning benyttes for å kunne sammenligne avkastning mellom selskap med ulik utbyttepolitikk. Vi har brukt *Total Return* fra Datastream for å finne selskapenes årlige aksjeavkastning.

2.4.2 Totalrentabilitet, ROA

Vi bruker følgende definisjon av selskapenes totalrentabilitet: Dette er et nøkkeltall som viser hvor stor avkastningen har vært på den samlede kapitalen som er bundet opp i selskapet. Vi forenkler her og bruker EBIT i teller og den gjennomsnittlige totalkapitalen i neveren. Hvorfor ROA brukes som rentabilitetsmål blir nærmere diskutert i del 4. Tallmaterialet som er brukt for å beregne ROA er hentet fra Orbis.

2.4.3 Egenkapitalrentabilitet, ROE

Fra et eierperspektiv kan avkastning på egenkapital (ROE) være et godt mål på hvor mye eierne sitter igjen med av sine investerte midler. ROE er definert som
$$\frac{\text{årsresultat (uten minoritetsinntresser)}}{\text{inngående egenkapital (uten minoritetsinntresser)}}$$
 Tallmaterialet for å beregne ROE er hentet fra Orbis.

2.5 Avgrensning av data

2.5.1 Avgrensning av utvalget

I denne oppgaven ønsker vi å studere sammenhengen mellom topplederkompensasjon og avkastning for norske børsnoterte selskap. Vi har tatt utgangspunkt i den realiserte kompensasjonen og periodisert utbetalingene etter når de ble opptjent. Dette er en tidkrevende prosess og vi har derfor begrenset antall selskap i utvalget vårt.

Som nevnt i innledningen er bakgrunnen for denne utredningen KLP sin rapport «Topplederlønn og avkastning». KLP så på 31²² av de største selskapene på Oslo Børs i 2012 og vi har tatt utgangspunkt i det samme utvalg som KLP. En fordel med å studere de største selskapene er at de ofte rapporterer detaljert lønnsinformasjon. Markedsverdiene til selskapene i utvalget utgjør det mest av verdiene på Oslo Børs og utvalget er derfor svært relevant fra en norsk investor sitt eierskapsperspektiv.

Vi har analysert topplederkompensasjon og avkastning fra 2004 til 2012. Av de 31 selskapene KLP inkluderte i sine analyser har vi utelatt Golden Ocean, Royal Caribbean Cruises og Frontline. Dette skyldes at disse selskapene rapporterer lønnsinformasjon for lite detaljert til å kunne benyttes i vårt datasett. Utvalget består derfor av 28 selskap i perioden 2004 til 2012 og nesten alle selskapene er blant de 30 største på Oslo Børs den 31.12.2012 målt i markedsverdi på selskapets egenkapital. I tabellen under har vi laget en komplett liste over alle selskapene og årene med kompensasjonsdata som inngår i analysene.

²² I KLP sin rapport «topplederlønn og avkastning» (2013) er det oppgitt forskjellige tall på hvor mange selskap de har med i sine analyser. Ved å telle over appendiks og datasettet som vi fikk vi tilsendt av KLP kom vi fram til at 31 selskap inngikk i deres analyser.

Tabell 2-5 Oversikt over utvalg og antall år med lønns- og børsinformasjon.

Selskap	fra	til	N: Antall år med lønnsdata	N: Antall år med alle lønnselement*
1. Aker Solutions	2004	2012	9	7
2. Algeta	2004	2012	9	3
3. Cermaq	2004	2012	9	8
4. DnB NOR	2004	2012	9	8
5. DNO International ASA	2004	2012	9	8
6. Fred Olsen Energy	2004	2012	9	8
7. Gjensidige forsikring	2004	2012	9	5
8. Kongsberg Gruppen	2004	2012	9	8
9. Kongsberg Automotive Holding	2004	2012	9	0
10. Lerøy	2004	2012	9	6
11. Marine Harvest	2006	2012	7	6
12. Norsk Hydro	2004	2012	9	7
13. Norwegian Air Shuttle	2004	2012	9	8
14. Orkla ASA	2004	2012	9	5
15. PGS Petroleum GEO Services	2004	2012	9	8
16. Prosafe	2004	2012	9	6
17. Renewable Energy Corp	2004	2012	9	6
18. Schibsted	2004	2012	9	7
19. Seadrill	2006	2012	7	0
20. Sevan Marine	2004	2012	9	3
21. Songa Offshore	2005	2012	8	5
22. Statoil AS	2004	2012	9	5
23. Statoil Fuel and Retail	2009	2011	3	0
24. Storebrand Group	2004	2012	9	8
25. Subsea 7	2010	2012	3	0
26. Telenor	2004	2012	9	8
27. TGS Nopec	2004	2012	9	8
28. Yara International	2004	2012	9	8
			N: 235	159

*Observasjoner som spesifiserer inndelingen i ulike lønnselement som grunnlønn, insentivlønn og bonus.

**Statoil Fuel and Retail ble tatt av bør 12.06.2012

***Subsea 7 fusjonerte med Acergy i 2010. Får ikke sammenlignet lønn før det.

Vi har potensielt 235 observasjoner for hvert lønnselement som utgangspunkt for datasettet vårt. Det vil likevel være færre observasjoner som inngår i analysene fordi det mangler ulike kompensasjons- og børdata i enkelte år. For at vi skal kunne vurdere den totale kompensasjonen til topplederene må selskapene rapportere disaggregert kompensasjonsinformasjon som grunnlønn, bonus og naturalytelser. Flere av selskapene rapporterer kun totalkompensasjon, noe som gjør det umulig å skille ut og periodisere de ulike elementene. På grunn av dette utgår lønnsinformasjon om grunnlønn, bonus og naturalytelser for selskapene Kongsberg Automotive, Seadrill, Subsea 7 og Statoil Fuel and Retail.

Det er flere selskap som ikke rapporterer disaggregerte lønnsdata for alle perioder. Selskapene var ikke lovpålagt å rapportere om disaggregerte kompensasjonselement til toppleder før

allmennaksjeloven §6-16a. trådte i kraft i begynnelsen av 2007. Noen årsrapporter for 2004 og 2005 oppgir derfor ikke fordelingen over de ulike kompensasjonselementene, men kun den total kompensasjonen til topplederen²³. I tillegg er det mange selskap som kun opplyser om utbetalt bonus i sine årsrapporter. Vi mangler derfor informasjon om opptjent bonus for 2012 for flere av lederne, denne informasjonen blir først tilgjengelig i årsrapportene for 2013. Tilsvarende har vi kun informasjon om utbetalt grunnlønn i 2012, grunnet periodisering et år tilbake i tid har vi ikke opplysninger om opptjent grunnlønn for noen av topplederne i 2012.

Disse faktorene fører til at det kun er 159 av de potensielt 235 observasjoner som inngår i presentasjonen av kompensasjonsutviklingen over analyseperioden, presentert i del 5.1. I tillegg vil antall observasjoner inkludert i de empiriske analysene variere, se del 0. Dette blir nærmere forklart senere i oppgaven.

2.5.2 Opsjoner og aksjeprogram med en verdi under 100 000 NOK

Under datainnsamlingen har det blitt foretatt avgrensninger for å forenkle arbeidet. Oppgaven ekskluderer opsjoner og bonuser på under 100 000 NOK som ikke er oppgitt i årsrapportene, da det er et stort merarbeid å beregne disse verdiene uten at det medfører store endringer på den totale kompensasjonen. Dette gjelder særlig bonusaksjeprogram for ansatte, som gir de rett på 1 bonusaksje per aksje holdt over en viss tidsperiode. Typiske tak for slike program er under 10 000 NOK per ansatt og utgjør således en svært liten andel av topplederens totale kompensasjon.

²³ De fleste selskap opplyser om årets og fjorårets kostnader i årsrapporten, slik at vi har funnet lønnsinformasjon for 2006 for de fleste selskapene i årsrapportene fra 2007.

3. Hva driver topplederkompensasjonen

I denne delen av oppgaven skal vi se nærmere på hvilke faktorer som driver topplederkompensasjon basert på akademisk teori og selskapenes årsrapporter. Den akademiske diskusjonen har som formål å gi et overblikk over de dominante teoriene innen forskning på lederkompensasjon. Årsrapportene benyttes for å gi et innblikk i hva selskapene selv hevder at driver topplederkompensasjonen. Driveranalysen brukes som grunnlag for å lage hypoteser og identifisere variabler som påvirker topplederens kompensasjon.

3.1 Kompensasjonsdrivere, identifisert gjennom litteratursøk

Vi begynner denne delen med å presenterer tre av hovedteoriene innenfor internasjonal lederlønnforskning; agentteorien, ledelsesmaktteorien og humankapitalteorien. Vi vil ikke støtte oss mot en av teoriene, men formålet med litteratursøket er å identifisere hvilke variabler som ifølge teoriene kan påvirke lederkompensasjon. Vi vil også trekke inn myndighetenes påvirkning på kompensasjonspakkene gjennom direkte eierskap og regnskapsstandarder.

Det finnes enorme mengder internasjonal lederlønnlitteratur. Hensikten med denne utredningen er ikke å dekke alle aspekter ved denne litteraturen, men og trekke frem hovedtrekkene fra den akademiske diskusjonen rundt lederkompensasjon. Hovedvekten av forskningen stammer fra USA (Bruce, Buck, & Main, 2005), men vi mener flere av resultatene er overførbare i en norsk kontekst.

3.1.1 Agentteori og optimale insentivkontrakter

Agentproblematikken er et sentralt tema innen lederlønnforskning. Agentproblemet oppstår når selskapets toppleder (agenten) ikke handler i eiernes (prinsipalens) beste interesser. Motstridende interesser, asymmetrisk informasjon eller ulik risikoaversjon mellom lederen og eierne kan gi lederen insentiv og mulighet til å handle etter egne interesser. Teorien baserer seg på ideene til Jensen og Meckling (1976) som mener at agentproblemet kan løses gjennom optimale insentivkontrakter. Flere forskere argumenterer for at agentteorien har hatt stor

gjennomslagskraft i næringslivet og bruker selskapenes utstrakte bruk av insentivkontrakter som et argument for dette (Mengistae & Xu, 2004, i Randøy & Skalpe, 2010).

Agentteorien bruker begrepet avvikskostnader om kostnader som oppstår når agenten handler etter egeninteresse og handlingen ikke er i samsvar med prinsipalens beste interesse. Avvikskostnader oppstår for eksempel hvis toppledere velger imperiebygging eller overforbruk av selskapets ressurser (Berk & DeMarzo, 2013). Avvikskostnader kan reduseres ved overvåkning av lederen, bindende kontrakter eller optimale insentivkontrakter. Den ekstra kostnaden som oppstår ved å forsøke å redusere avvikskostnadene omtales som systemkostnader.

Motstridende interesser oppstår fordi agenten og prinsipalen har ulike kost-nytte preferanser²⁴. Nyttefunksjonen til agenten antas å øke med monetær kompensasjon og goder på arbeidsplassen, mens nytten reduseres med agentens personlige kostnader. Agenten kan for eksempel øke sin nytte ved å forhandle seg frem til høyere kompensasjon eller større kontor. Personlige kostnader kan være innsats i form av arbeidstimer eller utførelse av uønskede arbeidsoppgaver, som å avskjedige ansatte eller selge divisjoner av selskapet. Eiernes nyttefunksjon består av utviklingen i egenkapitalverdien til selskapet (Jensen & Meckling, 1976).

Systemkostnadene ved overvåkning av agenten øker med asymmetrisk informasjon. Asymmetrisk informasjon oppstår fordi eieren ikke direkte kan observere lederens innsats og dermed ikke kan vite om lederen handler i eiernes eller i sin egen interesse. I børsnoterte selskap blir lederen overvåket av styret, som er eiernes representanter i selskapet. Eitersom styret bruker 50-150 timer på styrearbeid i året, mens topplederen arbeider fulltid oppstår problemet med asymmetrisk informasjon for toppledere (Randøy & Skalpe, 2010).

I teorien kan eierne minimere avvikskostnadene ved å lage kontrakter som binder lederens handlinger i tråd med eierens interesser for alle tenkelige situasjoner. En slik kontrakt er det

²⁴ Hvis en toppleder har 100% eierskap i selskapets eiendeler (selskapet har ingen gjeld) vil ikke prinsipal-agent problemet oppstå. Da er toppleders kompensasjon=selskapets overskudd, som kan gå i form av lønn, goder eller utbytte. Hvilken form for kompensasjon topplederen velger avhenger da av faktorer som skattenivå.

ikke mulig å lage i praksis, ettersom lederens arbeidsoppgaver er komplekse og svært varierende (Kaplan & Atkinson, 1998). Eierens gjenværende alternativ blir da å benytte seg av insentivkontrakter eller aktiv overvåking.

Målet for prinsipalen er å minimere agentkostandene, som er summen av avvik- og systemkostnader. Agentteorien mener at i stedet for å overvåke lederen, så bør man gi lederen like insentiver som eieren. På bakgrunn av dette argumenterer Jensen & Meckling (1976) for at selskap burde minimere avvikskostnadene ved å tilby en optimal insentivkontrakt. En optimal insentivkontrakt består av å gi lederen belønning basert på eierens langsiktige verdiskaping, som bonus, opsjoner og aksjeprogram. Agentteoretikerne mener altså at eierne bør utforme optimale insentivkontrakter slik at de ikke trenger å bruke ressurser på å overvåke lederen.

3.1.2 Kritikk av optimale insentivkontrakter

Kritikerne av optimale insentivkontrakter stiller spørsmål om topplederens innsats og ferdigheter reflekteres i selskapets aksjekurs. Vi vil som nevnt i del 1 ikke ta opp denne diskusjonen, men vi antar i oppgaven at det er en sammenheng mellom aksjekurs og innsats. Som diskutert tidligere vil toppledere kreve et risikopåslag i form av høyere forventet kompensasjon dersom en stor del av avlønningen er variabel. Empirisk forskning viser at lederkompensasjonsveksten i USA på 1990-tallet i stor grad ble forklart med utstrakt bruk av opsjoner (Murphy, 2012). Dette tyder på at bruk av insentivkontrakter øker systemkostnadene for eierne.

I tillegg mener forskere som Yermack og Bechuck & Fried at optimale insentivkontrakter ikke fjerner avvikskostnadene. De argumenterer med at det er svært vanskelig å utforme en kontrakt som gir agenten like insentiver som prinsipalen i alle tenkelige situasjoner (Murphy, 2012). Grunnet asymmetrisk informasjon kan toppledere tildele opsjoner til seg selv når kursen er lav og innløse opsjoner når kursen er høy. De har også insentiver til å maksimere den kortsiktede aksjekursen før utøvelse av opsjoner på bekostning av den langsiktige verdiskapingen. Empirisk forskning underbygger disse påstandene og hevder det er større sannsynlighet for at ledere med store deler av kompensasjonen knyttet til aksjer og opsjoner manipulerer aksjekursen slik at de øker verdien av sine egne opsjonskontrakter. Kritikerne av agentteorien

mener derfor at de totale agentkostnadene øker ved aktiv bruk av insentivkontrakter²⁵. (Frydman & Jenter, 2010; Heron & Lie, 2007).

3.1.3 Ledelsesmaktteorien

Kritikken av optimale insentivkontrakter har gitt grobunn for ledelsesmaktteorien (Knop & Mertens, 2010). Både agentteorien og ledelsesmaktteorien ønsker å minimere agentkostnadene, men ledelsesmaktteoretikere mener løsningen er aktiv eierstyring og overvåking av topplederen, fremfor bruk av optimale insentivkontrakter. Teorien argumenterer for at nivået og strukturen på kompensasjonen avgjøres av maktforholdet mellom leder, styret og eier. En leder med stor makt over styret har i større grad mulighet til å påvirke sin egen kompensasjon (Randøy & Skalpe, 2010; Bebchuk & Fried, 2004; Murphy, 2012).

Lederen har makt over styret hvis styret har et avhengig forhold til lederen. Ledelsesmaktteorien definerer et styre som avhengig hvis styremedlemmene har personlige relasjoner til lederen, eller hvis lederen har makt til å straffe styret. Et eksempel hvor lederen har makt til å straffe, er når ansatte og andre innsidere i selskapet sitter i styret (Jensen, Murphy, & Wruck, 2004). Ansatte kan straffes ved at lederen direkte eller indirekte reduserer deres lønn og goder eller avskjedige dem. Andre innsidere kan for eksempel være leverandører hvor lederen har direkte makt over leverandørens inntekt. En nyttemaksimerende leder, som har makt over styret, vil ha større mulighet for å karre til seg goder på bekostning av eierne. Ledelsesmaktteori anbefaler å overvåke lederen fremfor å gi insentivbasert kompensasjon fordi teorien mener at insentivkontraktene ikke påvirker selskapets avkastning tilstrekkelig til å forsvare økningen i agentkostnadene.

3.1.4 Kritikk av ledelsesmaktteorien

Ledelsesmaktteorien forutsetter at lederen får høyere kompensasjon som et resultat av økt makt over styret. I USA hevder forskere som Holmstrom & Kaplan (2001) og Frydman & Jenter (2010) at styrene har fått økt makt samtidig som lederlønningene har økt. Maktbalansen ble

²⁵ Systemkostnadene øker mer enn avvikskostnadene reduseres, dermed vil summen av avvik- og systemkostnadene (agentkostnadene) øke.

analysert ved å måle hvor aktive styrene var i utforming av lederkompensasjon. De argumenterte med at styrene tok i bruk sterkere metoder for å straffe lederen, som oppsigelser og en større andel av kompensasjonen ble knyttet til selskapets resultater (Murphy, 2012). Murphy og Zábajník (2006) hevder på bakgrunn av dette at maktforholdet mellom leder og styret ikke driver topplederkompensasjonen. Et metastudie av Frydman & Jenter (2010) så på et utvalg empiriske studier for å finne ut om det er ledelsesmaktteori eller agentteori som forklarer lederlønn. De konkluderte med at både ledelsesmakt- og agentteori delvis kan forklare lederlønn.

3.1.5 Humankapitalteorien

Humankapitalteori er en alternativ måte å forklare driverne bak lederkompensasjon. Teorien forutsetter velfungerende lederlønnsmarkeder (Daines, Nair, & Kornhauser, 2005) og forklarer lønnsvekst som et resultat av økt etterspørsel eller redusert tilbud etter ledertalent (Gabaix & Landier, 2008; Murphy, 2012). En viktig forutsetningen for teorien er at lederen kan påvirke selskapets relative resultater. Teorien hevder derfor at lederkompensasjon vil være drevet av ferdighetene, humankapitalen, lederen besitter (Randøy & Skalpe, 2010).

3.1.6 Perspektiv på lederkompensasjon

Det finnes ulike hensyn og interesser som ligger bak utformingen av toppledernes kompensasjon. Randøy & Skalpe (2010) knytter dette opp mot tre ulike perspektiv. Det første er fordelingsperspektivet, hvor lederkompensasjon settes med hensyn på en god fordelingspolitikk. Det andre er eierperspektivet, hvor lederkompensasjon utformes for å maksimere eiernes interesser, reflektert gjennom selskapets langsiktige verdiskaping. Det siste er et økonomisk vekstperspektiv hvor lederkompensasjonen skal maksimere den samfunnsøkonomiske verdiskapingen.

For å avgjøre hva som driver lederkompensasjon er det viktig å se kompensasjonen i forhold til perspektivet til de interessenter som har innflytelse over utformingen av kompensasjonen. Det finnes flere eksempler hvor lederkompensasjon blir diskutert fra ulike perspektiv. Mediefuroren

som oppstod i kjølvannet av Hydro-sjef Eivind Reitens opsjonsgevinster fra 2007²⁶ ble diskutert fra et fordelingsperspektiv og ikke et eierskapsperspektiv. Media stilte spørsmål rundt rettferdigheten av Reitens kompensasjon og tok ikke hensyn til om den høye kompensasjonen også maksimerte eiernes avkastning (Randøy & Skalpe, 2010). Det er nærliggende å anta at private aksjonærer legger eierperspektivet til grunn ved kompensasjonsfastsettelsen, mens staten også vektlegger andre hensyn²⁷.

Fra et eierperspektiv er målet å utforme en toppleder kompensasjonen som maksimerer selskapets langsiktige verdiskaping. For å gjøre dette har vi identifisert, basert på Bragelien (2005), to krav som må være oppfylt for at kompensasjonen skal maksimere den langsiktige verdiskapingen. Det første er at toppleder kompensasjonen må være konkurransedyktig for å kunne tiltrekke og beholde talent. Det andre kravet er å gi topplederen insentiver til å jobbe hardere, smartere og ta bedre beslutninger.

3.1.7 Noen særtrekk ved norsk leder kompensasjon

Toppledere i norske selskap får ofte kritikk i media for å ha for luksuriøse kompensasjonspakker. Randøy og Skalpe (2010) sammenlignet lønnsnivået i Norge med andre vestlige land, og fant i sitt studie at en gjennomsnittlig norsk toppsjef i et børsnotert selskap tjente rundt ti ganger så mye som en industriarbeider i 2004. Tilsvarende tall fra USA viste at kompensasjonen til en toppleder i et S&P 500 selskap var 475 ganger så høy som industriarbeiderlønnen²⁸. Noe av forskjellen ligger i høye industriarbeiderlønninger i Norge og at de amerikanske selskapene i S&P 500 er større enn de norske børsnoterte selskapene. Korrigert for disse forskjellene er norske lederlønninger fremdeles lave i et internasjonalt perspektiv (Bragelien, 2005). Pedersen (2006) støtter funnene og viser i sin studie at norske topplederlønninger i 2004 var 40% under det europeiske gjennomsnittet.

²⁶ Et søk i Atekst på «Reiten Opsjoner Hydro» viste at det hadde blitt skrevet 295 artikler i de første 12 månedene etter opsjonsutbetalingen ble kjent.

²⁷ Dette blir nærmere diskutert i 3.1.8

²⁸ Siden 2004 har lønnsveksten for amerikanske toppsjefer flatet ut (Murphy, 2012).

En modererende effekt på ledernes godtgjørelse er hvor rettferdig samfunnet oppfatter høy toppleder kompensasjon og i hvilken grad samfunnet aksepterer lønnsforskjeller (Bebchuk & Fried, 2004). Det finnes mange eksempler på hvordan høye utbetalinger til toppledere har skapt furore i media både i Norge (Randøy & Skalpe, 2010) og internasjonalt (Murphy, 2012). Likhetskulturen i Norge står sterkt noe som betyr at det norske folks toleranse for lønnsforskjeller er lavere enn i mange andre land. For eksempel mente 62 % av befolkningen i 2001 at toppsjefer var grådigere enn folk flest (Pedersen, 2006). Bragelien (2005) argumenterer for at den sterke likhetskulturen i Norge kan ha hatt en modererende effekt på lederkompensasjon og bidratt til å holde nivået på lederkompensasjon lavt sammenlignet med andre vestlige land.

Ettersom lønnskostnader som regel er en av de største kostandspostene for et selskap, er lønnsforhandlinger mellom fagforening og toppledelsen viktig for selskapets fremtidige lønnsomhet og konkurransevne. Det kan være problematisk for et selskap som øker toppleders kompensasjon og mane resten av de ansatte til moderasjon i lønnsoppgjøret. Sentraliserte lønnsforhandlinger og sterke fagbevegelser er dermed med på å holde norske lederlønninger lave (Bragelien, 2005). Dette diskuteres nærmere i del 4.2.2.

3.1.8 Myndighetenes påvirkning på det norske lederlønnsnivået

Murphy (2012) trekker frem myndighetenes retningslinjer gjennom skattepolitikk, regnskapsstandarder, lover og det politiske klima som verktøy myndighetene kan bruke for å holde lederlønninger lave. Han mener disse faktorene er de viktigste driverne av utformingen av lederkompensasjon i USA og hevder retningslinjer fra myndighetene har vært viktigere faktorer enn både agent- og ledelsesmaktteorien for å forklare utviklingen av lederkompensasjon i USA.

Et eksempel Murphy (2012) trekker frem er hvordan Clinton-administrasjonen i 1994 innførte en lov som gjorde at grunnlønn over 1 million dollar ikke var fradragsberettiget som en kostand i selskapets resultatregnskap. Hensikten med loven var å dempe den amerikanske lederlønnsveksten. Resultatet var derimot at (1) de amerikanske toppsjefer fikk vridd all kompensasjon over 1 million dollar over på variable element, opsjoner og bonus, som ikke ble

omfattet av disse skattereglene og (2) flere toppledere fikk økt sin grunnlønn til en million dollar, som ble sett på som den nye minstelønnen for amerikanske topplederne (Rose and Wolfram, 2002 i Randøy & Skalpe, 2010).

Et spesielt særtrekk med Norge er at staten er den største eieren på Oslo Børs og er dermed en sentral aktør i utformingen av lederkompensasjon. Myndighetene kan ha andre interesser enn private aksjonærer og det er nærliggende å tro at både fordelings- og vekstperspektiv i tillegg til eierskapsperspektivet kan ligge til grunn i myndighetenes påvirkning på topplederkompensasjonen. Fra et fordelingsperspektiv er en av myndighetenes målsettinger å jevne ut forskjellen mellom kompensasjonen til arbeidere og toppledere. Når den norske stat er den største eier på Oslo Børs, med over 30 % eierskap, har de gode muligheter til å holde topplederkompensasjonen lav. I tillegg har de andre verktøy de kan benytte for å påvirke kompensasjonsutviklingen.

Grunnet statens eierskap på Oslo Børs er det nærliggende å anta at norske myndigheter spiller en enda større rolle i utviklingen av den norske topplederkompensasjonen. Under vil vi diskutere noen av kanalene staten benytter for å påvirker norsk lederkompensasjon.

Lover og regler som driver topplederkompensasjonen

I 1998 ble alle norske selskap på Oslo Børs pålagt å oppgi informasjon om daglig leders kompensasjon²⁹. Hensikten med en slik lov er å sikre åpenhet rundt lederens godtgjørelser, noe som kan gi modererende effekt på topplederkompensasjonen. Aksjonærer kan selge sine aksjer hvis de er uenig i lederlønnspolitikken og loven gir media og offentligheten større mulighet til å kritisere topplederen ved for høy kompensasjon. Det kan derfor tenkes at veksten i topplederkompensasjon ble moderert som følge av lovendringen. På den andre siden kan det argumenteres med at loven var lønnsdrivende; toppledere som fikk godtgjørelse under snittet kunne nå kreve en mer konkurransedyktig kompensasjon. Randøy & Skalpe (2010) hevder det er vanskelig å observere noen direkte effekt av lovendringen på den faktiske kompensasjonen.

²⁹ Tilsvarende skjedde i USA i 1992.

Større åpenhet rundt kompensasjonen kan gi toppledere insentiv til å vri deler av kompensasjonen mot mindre synlige lønns-elementer som bonus eller opsjonsavtaler. Da IFRS 5 ble innført for børsnoterte foretak i 2005 måtte opsjoner bokføres i resultatregnskapet til virkelig verdi ved tildeling. Før 2005 trengte ikke selskap å rapportere om opsjoner før de ble realisert. Dermed kunne selskapene fritt ta i bruk opsjonsbasert avlønning til ansatte i bytte mot reduksjon i andre kompensasjonselement. Dette skjulte de faktiske lønnskostnadene for eierne og selskapet kunne fremstå som mer lønnsomt enn det faktisk var. Hole (2006) undersøkte om innføringen av IFRS 5 førte til redusert bruk av ansatteopsjoner i et utvalg av norske børsnoterte selskap. Konklusjonen var at IFRS 5 hadde ført til redusert bruk av opsjoner. Holes undersøkelse omfattet brede opsjonsprogram og vi kan derfor ikke si med sikkerhet at dette har hatt en direkte effekt på toppledernes opsjoner, men undersøkelsen fungerer som et eksempel på hvordan regnskapslover kan påvirke et selskaps lønnsstruktur.

Allmennaksjeloven §6-16a trådte i kraft i 2007 og loven pålegger selskapene å utforme en lederlønnserklæring i årsrapporter som spesifiserer fastsettelsen av lønn og annen godtgjørelse for selskapets ledelse. Allmennaksjeloven §5-6 krever at prinsippene bak ledergruppens kompensasjon må godkjennes av generalforsamlingen. I tillegg til Allmennaksjeloven må selskapene også opplyse om opsjonsprogram til ledende ansatte ettersom dette er betegnet som meldepliktige handler. Disse lovene har ført til større åpenhet rundt lederkompensasjon og gir eiere økt makt til å påvirke lederens kompensasjon.

Statens utøvelse av eierskap

Staten er den største eieren på Oslo Børs og den største eieren av selskapene i vårt utvalg, med eierskapsposter på mellom 34 % og 67 % i flere selskap. De har ikke representanter i styret for selskapene de eier og er ikke med på å fastsette kompensasjon eller å overvåke eierne gjennom styrearbeid. Myndighetene utøver i hovedsak sitt eierskap gjennom statens eierberetning og retningslinjer (se neste avsnitt). Men det finnes eksempler på hvordan staten har utøvd direkte eierskap over selskapene de eier. Harald Norvik, styreleder i Telenor, måtte i 2012 gå av grunnet mistillit fra daværende næringsminister Trond Giske. Årsaken til dette var blant annet uenighet mellom Telenor sitt styre og staten om salget av TV2 (Dahl, Dahl, & Haugnes, 2012).

I slutten av 2006 kom stortingsmelding 13: «Et aktivt og langsiktig eierskap». Her kom det en nye retningslinjer for fastsettelse av kompensasjonen for toppledere i selskap hvor staten var en stor eier (Nærings- og handelsdepartementet, 2006). Basert på denne meldingen lagde statens retningslinjer for hvordan toppleder kompensasjonen skulle fastsettes. Noen av de viktigste retningslinjene er oppsummert under (Nærings- og handelsdepartement, 2007):

- (1) «Lederlønnene i selskaper med helt eller delvis statlig eierskap skal være konkurransedyktige, men ikke lønnsledende sammenlignet med tilsvarende selskaper»
- (2) «Regjeringen vil sikre moderasjon i lederlønninger i selskaper der staten er en betydelig eier».
- (3) «Hovedelementet i en kompensasjonsordning bør være den faste grunnlønnen».
- (4) «Opsjoner og andre opsjonslignende ordninger skal ikke benyttes i selskaper der staten har eierandel.»
- (5) «Variabel lønn må være basert på objektive, definerbare og målbare kriterier... Kriteriene skal være basert på forhold lederen kan påvirke».
- (6) «Samlet variabel lønn det enkelte år bør ikke overstige 6 måneders fastlønn, med mindre særskilte hensyn tilsier det.»

Vi ser fra punkt (1) at topplederens kompensasjon skal være konkurransedyktig. Samtidig ønsker staten at selskapene skal moderere kompensasjon til toppledere uavhengig av behov og situasjon³⁰. Det kommer tydelig frem at eierberetningen vektlegger både fordelingsperspektivet og eierperspektivet når de fastsetter lederkompensasjon. Et «rent» eierperspektiv ville trolig fokusert på å tiltrekke og beholde toppledertalentet som maksimerer selskapets langsiktige egenkapitalverdi.

De nye retningslinjene fra 2007 er mer detaljerte enn tidligere retningslinjer. Punkt (3), (4), (5) og (6) har stor påvirkning på struktur og utforming av den totale toppleder kompensasjonen og anbefaler at kompensasjonen i hovedsak bør bestå av fastkompensasjon. Ettersom punkt (4) forbyr bruk av opsjoner kan det virke som om myndighetene lener seg mot ledelsesmakt- eller humankapitalteorien fremfor agentteorien.

³⁰ Skal ikke være lønnsledende.

Punkt (5) fastslår at avlønning basert på resultater som skyldes endringer i råvarepriser som olje eller laks ikke vil være en del av kompensasjonen til de statlig eide selskapene. Dette betyr at høy aksjekurs grunnet økning i råvarepris ikke skal resultere i høyere kompensasjon.

Vi tror statens nye retningslinjer fra 2007 vil få stor påvirkning på kompensasjonsstrukturen til ledere i statlig eide selskap. De nye retningslinjene forbyr bruk av opsjoner og legger sterke begrensninger på ledernes bonusgrunnlag. Vi vil inkludere dummy-variabler i våre modeller for å ta hensyn til de nye retningslinjene, samt lage delhypoteser om hvordan myndighetenes 2007-retningslinjer påvirker kompensasjonsnivået til lederne i vårt utvalg. Dette bli diskutert nærmere i del 4.

3.1.9 Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES)

NUES utgir «den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse» som er prinsipper for foretaksstyring for norske børsnoterte selskap (NUES, 2006). Flere selskaper legger denne anbefalingen til grunn i redegjørelsen for prinsipp og praksis for foretaksstyring i årsrapportene. Revisjonsselskaper som E&Y, PwC, BDO, KPMG og Deloitte³¹ legger blant annet NUES til grunn når de utfører rådgivning innen foretaksstyring. Dette tyder på at NUES sine anbefalinger er en viktig driver for eierstyring og selskapsledelse i norske børsnoterte selskap.

NUES kommer med direkte anbefalinger til norske selskap om utforming av toppleder kompensasjon. Vi har gjengitt noen av anbefalingene under:

- (1) «Resultatavhengig godtgjørelse bør ikke bidra til kortsiktige disposisjoner som kan være skadelige for selskapet».
- (2) «Der resultatet eller aksjekursen er sterkt påvirket av eksterne forhold, bør styret vurdere å benytte andre insentivordninger, der insentivene kan knyttes til måltall som ledende ansatte i større grad kan påvirke».

³¹ Selskapene oppgir på sine hjemmesider at blant annet NUES ligger til grunn når de hjelper selskap med å utforme prinsipper for foretaksstyring.

- (3) «Eventuelle opsjonsavtaler bør kombineres med direkte eierskap i underliggende aksjer for å bidra til høyere grad av symmetrisk interesse med selskapets øvrige aksjonærer. For å redusere risiko for tilfeldige økonomiske utfall, bør opptjenings-, tildelings- og utøvelsestidspunkt for opsjoner og annen resultatbasert godtgjørelse fordeles over tid, og det bør fastsettes bindingstid på ervervede aksjer. Ledende ansatte bør oppfordres til å eie en vesentlig andel av tildelte aksjer også utover bindingstiden» NUES (2012).

Punkt (1) og (3) anbefaler selskapene å utforme kompensasjonen til toppledere slik at den opptjenes over flere år. Punkt (3) indikerer i tillegg at toppledere kan ha både aksjeprogram og opsjoner som en del av kompensasjonen, og at toppleder bør ha eierskap i selskapene de leder. Punkt (2) samsvarer med punkt (5) i statens eierberetning og samme argumenter vil gjelde her.

I tillegg trekker NUES frem at det er viktig at styremedlemmene er uavhengig av topplederen, det vil si å ikke ha forretningsmessige, familiære eller andre relasjoner som antas å kunne påvirke vedkommendes vurderinger og beslutninger (NUES 2006). Anbefalingen er i tråd med ledelsesmaktteorien, som mener at topplederen får økt kompensasjon som følge av økt makt over styret.

3.2 Driveranalyse fra lederlønnserklæringene

Alle børsnoterte selskap må i henhold til verdipapirhandelloven §5-5 publisere en årsrapport senest 4 måneder etter regnskapsårets slutt. Årsrapportene må inneholde en lederlønnserklæring som spesifiserer hva som inngår i topplederens kompensasjon. Flere av selskapene opplyser om hvilke begrunnelser og kriterier topplederens kompensasjon bygger på. På bakgrunn av dette har vi gjort en driveranalyse basert på alle årsrapportene for 2012³², for å kartlegge hva selskapene selv mener driver toppleder kompensasjon. Innsikten fra driveranalysen brukes til å lage hypoteser og identifisere kontrollvariabler i del 4.

³² Vi har brukt 2012 fordi årsrapportene for de senere år rapporterer toppleder kompensasjon mer detaljert enn de tidligere. Hensikten med driveranalysen er å identifisere hva som generelt driver toppleder kompensasjon. Vi mener derfor 1 år med analyse gir et godt nok innblikk til å finne kontrollvariabler som kan testes i regresjonsanalysene.

3.2.1 Grunnlønn

Grunnlønn er ifølge lederlønnserklæringene beskrevet som en fast del av kompensasjonen ofte basert på konkurransedyktige vilkår med formål å tiltrekke og beholde de beste talentene. De statlig eide selskapene spesifiserer ofte at grunnlønnen skal være konkurransedyktig, men ikke markedsledende. En annen faktor som varierer mellom selskapene er hvor stor del av den totale kompensasjonen grunnlønnen skal utgjøre. Selskapene med norsk toppleder beskriver at grunnlønnen skal utgjøre den største delen av total kompensasjonen, mens selskap med utenlandsk toppleder spesifiserer at variabel godtgjørelse skal utgjøre hoveddelen.

I tabellen under har vi forsøkt å illustrere selskapenes begrunnelse for nivået på grunnlønnen basert på lederlønnserklæringene fra 2012. De fleste selskap begrunner grunnlønnsnivået med at den skal være konkurransedyktig og reflektere ledernes arbeidsoppgaver. Vi ser at to av selskapene eksplisitt opplyser om at grunnlønnen bestemmes av tidligere resultater. Kun et av selskapene, TGS Nopec, informerer om at de ønsker å ha markedsledende grunnlønn.

Tabell 3-1 Driveranalyse av grunnlønn (kilde: egne analyser)

Begrunnelse for grunnlønn	%	N:
Konkurransedyktig*	43 %	12
Reflektere arbeidsoppgaver	7 %	2
Konkurransedyktig og reflektere arbeidsoppgaver	14 %	4
Konkurransedyktig og resultatbasert	7 %	2
Konkurransedyktig, resultatbasert og reflektere arbeidsoppgaver	4 %	1
Uspesifisert	25 %	7
		N: 28

Nivå på grunnlønn	%	N:
Ikke markedsledende	29 %	8
Markedsledende**	4 %	1
Uspesifisert	68 %	19
		N: 28

* Konkurransedyktig i forhold til landene de opererer i.

**TGS, markedsledende hvis presterer i øverste 50. prosentil

3.2.2 Bonus

For å forstå hva som driver toppledernes bonusutbetalinger har vi gjort en analyse av hvilke kriterier bonusen bygger på. Vi vil fokusere på objektive måltall som kan testes empirisk mot faktisk bonusopptjening. Vi har tatt utgangspunkt i årsrapportene fra 2012 og undersøkt hva selskapene selv rapporterer om topplederkompensasjonen. Selv om flere av selskapene har endret bonussystem i løpet av perioden mener vi at 2012 rapportene gir ett godt innblikk i potensielle drivere for bonusutbetalinger og et godt grunnlag for å danne hypoteser for videre testing.

Bonuselement

Vi har delt bonus i tre elementer; bonus basert på objektive kriterier, bonus basert på subjektive kriterier og selskap som ikke har bonussystem. Med objektive kriterier menes det at bonusen er basert på forhåndsbestemte og målbare kriterier³³. Med subjektive kriterier menes det at bonus blir bestemt av prestasjoner som er vanskelig å måle, eller at det ikke er fastsatt et forhåndsbestemt krav på målbare kriterier. Bonusen har blitt tolket som subjektiv der årsrapportene gir informasjon om at bonusgrunnlaget er basert på en vurdering av individuelle prestasjoner, helhetsvurdering av prestasjoner eller andre formuleringer som impliserer at bonusen er skjønnsmessig tildelt. Grunnen til at vi skiller mellom objektive og subjektive kriterier er for å kunne bygge hypoteser om hva bonusen drives av.

Tabell 3-2 oversikt over bonuskriterier (kilde: egne analyse)

Bonuselementer	% av alle	N:
Bruker både objektive og subjektive bonuskriterier	43 %	12
Bruker kun objektive bonuskriterier	25 %	7
Bruker kun subjektive bonuskriterier	0 %	0
Har ikke bonusprogram	4 %	1
Uspesifisert bonusprogram	29 %	8
Totalt	N:	28

³³ Det kan diskuteres om måltall faktisk kan være objektive. Hvilke måltall som skal brukes og hvordan de skal brukes har noen bestemt, og kan derfor argumenteres for å være subjektive. Oppgaven understreker derfor at objektive bonuskriterier her betyr målbart og forhåndsbestemt, ikke at bonuskriteriene i seg selv er objektive.

Fra Tabell 3-2 ser vi at majoriteten av selskapene legger både objektive og subjektive kriterier til grunn for bonusfastsettelsen. Minimum 68 % av selskapene bruker en grad av objektive kriterier for å fastsette bonusen. Kun et selskap, Norwegian Air Shuttle, operer uten et bonussystem. Ingen av selskapene oppgir at bonusutbetalingen kun baseres på subjektive vurderinger. 29 % av selskapene rapporterer ikke hvilke kriterier bonusen bygger på, men det er rimelig å anta at disse kriteriene er lignende de andre selskapenes kriterier. Dette tyder på at alle selskapene som har et bonussystem for sin toppleder baserer bonusen helt eller delvis på objektive kriterier.

Tabellen over impliserer at det finnes en sammenheng mellom objektive måltall og bonus. Men sammenhengen kan være vanskelig å etterprøve fordi rundt halvparten av selskapene også legger subjektive kriterier til grunn for bonusfastsettelsen. Subjektiv bonusfastsettelse kan være negativt korrelert med de testbare objektive måltallene. Et eksempel er en toppleder som har ledet godt selv om selskapet har hatt lav avkastning, men på grunn av gode lederprestasjoner gis det en høy bonusutbetaling. Hvor stor del av bonusen som vektes til subjektive måltall og hvor stor del som vektes til objektive måltall har vi ingen informasjon om.

Selskapene som benytter objektive kriterier kan bruke ulike måltall og legge forskjellige krav til grunn for oppnåelse av bonus. Vi vil i avsnittene under se nærmere på de objektive måltallene for å finne fellestrekk blant selskapenes bonussystemer.

Objektive bonuselement

Vi har delt de objektive bonuskriteriene opp i finansielle, operasjonelle og verdibaserte størrelser. Formålet med oppdelingen er å finne kvantitative og testbare måltall for hva som driver bonusutbetalingene. Finansielle måltall baserer seg på finansielle størrelser. Operasjonelle måltall baserer seg på ulike aspekter ved selskapets operasjoner, mens verdibaserte måltall er krav hovedsakelig knyttet til corporate social responsibility og helse, miljø og sikkerhet. Selv om verdibaserte og operasjonelle måltall er mulig å måle, er det vanskelig og omfattende å finne informasjon om dette for hvert selskap. Noen finansielle måltall er det på andre siden enklere å samle inn informasjon om. Vi har derfor undersøkt hvor mange av selskapene som legger finansielle måltall til grunn for fastsettelsen av bonus.

Tabell 3-3: Objektive bonuskriterier. (kilde: egen analyse)

Underelementer av objektive bonuskriterier	% av alle	N av alle:
Kun bruk av finansielle måltall	18 %	5
Kun bruk av verdibaserte måltall, eller operasjonelle måltall	0 %	0
Bruker finansielle i tillegg til andre.	32 %	9
Bruker objektive kriterier, men uspesifisert hvilke	18 %	5
Uspesifisert bonusprogram	29 %	8
Har ikke bonusprogram	4 %	1
Totalt	N:	28

Fra Tabell 3-3 ser vi at 18 % av selskapene kun bruker finansielle måltall for å avgjøre bonusutbetalingen, mens 32 % bruker finansielle måltall sammen med andre måltall og subjektive vurderinger. Det er ingen av selskapene med bonussystem som spesifiserer at de ikke bruker finansielle måltall. 47 % av selskapene spesifiserer ikke hvilke måltall bonusen bygger på og det er derfor sannsynlig at de fleste selskapene legger finansielle måltall helt eller delvis til grunn for bonusutbetalingen.

Hvilke elementer består de finansielle måltallene av

På det siste nivået har vi sett på hvilke finansielle måltall selskapene baserer de faktiske bonusutbetalingene på. I utvalget rapporterer selskapene i varierende grad hvilke finansielle måltall som blir brukt.

Tabell 3-4 "finansielle måltall" (kilde: egne analyser)

Måltall	N:
ROCE	2
Aksjekurs	3
Budsjett	3
Endring EBITDA	1
Driftsmargin	1
Underlying EBIT	1
Justert resultat	1
Andre/uspesifisert	2
CROGI	1

Tabellen over viser hvilke finansielle måltall selskapene oftest oppgir at danner grunnlaget for bonus. Tabellen teller kun opp hvor mange ganger et finansielt måltall har blitt nevnt og flere selskap baserer bonusen på mer enn et finansielt måltall³⁴. Som vi ser bruker selskapene mange ulike finansielle måltall for å bestemme bonusen. Noen av måltallene er basert direkte på tall fra regnskapet eller børsen, mens andre er basert på interne kalkyler. Et eksempel på intern kalkyle er budsjett, hvor bonusen avgjøres i henholdt til oppfylte budsjettkrav. Problemet med finansielle måltall basert på interne kalkyler er at vi ikke har mulighet til å teste for disse i empiriske analyser ettersom dataene ikke er offentlig tilgjengelig. I de empiriske analysene vil vi benytte totalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og aksjeavkastning som finansielle måltall. Hvilke av disse vi vil bruke i våre empiriske analyser for bonus blir nærmere diskutert i 4.1.2.

Tak og gulv på bonusprogram

Tak og gulv på bonusprogram vil være med å påvirke sammenhengen mellom bonus og de ulike avkastningsmålene. Selskapene opplyser ikke om gulv på sine bonusprogram, men vi har registrert flere ledere som har fått 0 kroner i bonus i enkelte år og mener det er rimelig å anta at dette er bonusgulvet for de fleste lederne. I tabellen under har vi samlet informasjon fra 2012 årsrapportene om selskapenes tak på bonusprogram, oppgitt i prosent av grunnlønn.

³⁴ Det er få selskap som eksplisitt opplyser om hvilke måltall som er avgjørende for topplederens bonus. I tabellen har vi ramset opp de måltallene som er nevnt og hvor mange ganger de er nevnt.

Tabell 3-4 Bonustak i prosent av grunnlønn (kilde: egne analyser)

Bonustak	% av alle:	N:
300%	4 %	1
51-100%	18 %	5
31-50%	25 %	7
<30%	4 %	1
Uspesifisert	46 %	13
Har ikke bonus	4 %	1
	N:	28

Tak på bonus oppgitt i % av grunnlønn.

Fra tabellen over ser vi at halvparten av selskapene opplyser om tak på topplederens bonus. Ingen av selskapene opplyser direkte om at de ikke har tak på bonusprogrammene sine. Tak på bonus påvirker sammenhengen mellom kompensasjon og finansielle måltall i gode år. Dersom en toppleder har krav på maksimal bonus hvis selskapets ROA er minst 15 % vil han få lik bonus uavhengig av om ROA blir 20 % eller 40 %. Tilsvarende vil ledere med bonus knyttet mot finansielle måltall i dårlige år få 0 i bonus uavhengig av hvor dårlig det går. Tak og gulv på bonus vil derfor kunne redusere sammenheng mellom bonus og finansielle måltall.

Det er som nevnt over en del problemer med å finne ut hva som driver bonus basert på selskapenes årsrapporter. Ernst & Young (2013) gjorde en analyse av kvaliteten på lederlønnserklæringene for alle selskap på OSEBX. En av deres observasjoner var at selskapenes lønnsrapportering ikke var god nok til at disse kunne testes kvantitativt. Analysen har likevel gitt oss noen ideer om hvilke variabler som vil drive bonusutbetalingene. Hvilke implikasjoner denne analysen har på den resultatbaserte kompensasjonen vil diskuteres nærmere i del 4.1.2.

3.2.3 Opsjoner

Vi har brukt lederlønnserklæringene fra 2012 for å undersøke hvorfor selskapene benytter opsjonsprogram og om selskapene benytter seg av tak på programmene. For selskapene som har lagt ned sitt opsjonsprogram i løpet av analyseperioden har vi benyttet den siste årsrapporten selskapet utstedte opsjoner. Tabell 3-6 oppsummerer funnen våre.

Tabell 3-5: Opsjonsprogram fra årsrapportene (kilde: egne analyser).

Begrunnelse for opsjonsprogram	% av alle	N alle:
Langsiktig verdiskaping / sammenfattende interesser med eieren	50 %	14
Bytte mot nedgang i lønn	4 %	1
Uspesifisert	21 %	6
Har ikke opsjonsprogram mellom 2004-2012	25 %	7
	N:	28
Tak på opsjonsprogram		
Tak på opsjonsprogram	32 %	9
Har ikke tak	18 %	5
Opplyser ikke om det	25 %	7
Har ikke opsjonsprogram mellom 2004-2012	25 %	7
	N:	28

Selskapene argumenterer med at langsiktig verdiskaping eller sammenfallende interesser mellom leder og eiere er hovedårsaken til bruken av opsjoner som en del av kompensasjonen til toppleder. Unntaket er Norwegian Air Shuttle som innførte opsjonsordning til ledende ansatte i bytte mot reduksjon av annen kompensasjon. 25 % av selskapene i analysen bruker ikke noen form for opsjonsprogram i avlønningen av topplederen.

32 % av selskapene opplyser om at de benytter seg av tak på sine opsjonsprogram, mens 18 % av selskapene ikke har tak. Yara er et eksempel på selskap som har tak på sine opsjoner og selskapet begrenser årlig realisering til maksimalt 15 millioner. Det opplyses om at tak brukes for å unngå ekstreme opsjonsgevinster. 25 % av selskapene gir ingen informasjon vedrørende tak på opsjonsprogram. Vi har i oppgaven antatt at disse topplederne ikke har tak på sine opsjoner.

3.2.4 Pensjon

Hvor lukrative toppledernes pensjonsavtaler varierer fra selskap til selskap. Flere selskap har gullkantede pensjonsordninger som gir lederne rett til en høy prosent av sluttlønn hvert år fra de førtidspensjoner seg til en oppnådd pensjonsalder på 67. Gullkantede pensjonsordninger blir ikke begrunnet i lederlønnserklæringene, men det er rimelig å anta at disse brukes for å tiltrekke seg talentfulle toppledere. I Tabell 3-6 har vi tatt utgangspunkt i årsrapportene fra 2012 og laget

en oversikt over toppledernes pensjonsavtaler. Tabellene gir en oversikt over toppledernes førtidspensjons avtaler.

Tabell 3-6: Pensjon (kilde: egne analyser)

Pensjon	%	N:
Førtidspensjon 60-66	46 %	13
Vanlig pensjonsalder	36 %	10
Uspesifisert	18 %	5
	N:	28

% av pensjonsgrunnlag	%	N:
100%	4 %	1
70%-66%	21 %	6
60 %	14 %	4
Uspesifisert	61 %	17
	N:	28

46 % av selskapene opplyser om at deres konsernsjef har en avtale om førtidspensjon. Det er da vanlig med et pensjonsgrunnlag mellom 60 og 70 prosent av ordinær grunnlønn, mens 1 toppleder får 100% av pensjonsgrunnlaget utbetalt ved pensjonsalder.

I årsrapportene drives den bokførte pensjonskostnaden av regnskapsprinsipp. Det er i hovedsak to problemer med å bruke pensjon slik den er rapportert i årsregnskapet. Det første er at størrelsen på pensjonen som blir opptjent er avhengig av betingelser om hvor lenge topplederen har sittet og hvor nærme pensjonsalder han er. Hvor lenge en toppleder sitter har betydning for om pensjonen blir opptjent eller ikke og vil dermed ha mye å si for de faktiske pensjonskostnadene. Det andre problemet er at selskap i løpet av perioden bytter pensjonsprogram eller pensjonsforutsetninger, noe som gir høye kostnader enkelte år og lave kostnader andre år. Ujustert pensjon vil derfor kunne føre til forstyrrelser på sammenhengen mellom kompensasjon og avkastning.

3.2.5 Startbonus og etterlønsordninger (byttekostnader)

De fleste selskapene utdyper ikke sitt motiv for bruk av etterlønn, men argumenterer for at kompensasjonen på generell basis skal være konkurransedyktig. Noen selskap argumenterer

også med at de bruker «retningslinjer for ansettelsesforhold for ledere i statlig foretak og selskaper» som er anbefalt av regjeringen.

Startbonus kan brukes i rekrutteringsfasen for å tiltrekke seg talent. Det er kun 2 av topplederne som har fått startbonus i perioden 2004-2012. Bonusene har vært gitt grunnet tap på opsjoner eller etterlønn hos tidligere arbeidsgiver.

I tabellen under ser vi at bruk og vilkår for etterlønn varierer. De beste avtalene sett fra topplederens synsvinkel innebærer mulighet for 3 år med etterlønn, men det knyttes ofte betingelser til disse avtalene som ufrivillig fratredelse og at lederen ikke mottar annen kompensasjon i perioden.

Tabell 3-7 Etterlønnsordninger (kilde: egne analyser).

Etterlønnens varighet	%:	N:
Ingen etterlønn, kun oppsigelsestid	7 %	2
6 måneders etterlønn	11 %	3
12 måneders etterlønn	18 %	5
18- 24 måneders etterlønn	39 %	11
36 måneders etterlønn	7 %	2
Uspesifisert	18 %	5
	N:	28

Betingelser:	%	N:
Ingen betingelser	4 %	1
Ufrivillig fratredelse	25 %	7
Ufrivillig fratredelse og redusert etterlønn ved annen inntekt	21 %	6
Ingen etterlønn, kun oppsigelsestid	7 %	2
Uspesifisert	43 %	12
	N:	28

3.2.6 Andre lønnslement

Lønnslementene under utgjør en svært liten del av topplederens totale kompensasjon og blir ikke tillagt stor vekt i selskapenes lederlønnserklæringer. Vi vil derfor ikke gjøre grundige analyser av hva som driver disse lønnslementene.

Naturalytelser

Lederlønnserklæringen beskriver drivene bak naturalytelser som markedsmessige faktorer sett i sammenheng med funksjonen eller behovet til toppleder.

Aksjeprogram eller langsiktige insentivsystem (LTI)

Langsiktige insentiver tildeles ledende ansatte i form av aksjer bundet til ansettelsesforhold over flere år. Kompensasjonen tildeles enten som en fast andel av grunnlønn eller som en fast andel av årlig resultatbasert bonus. Selskapene rapporterer at formålet med ordningen er langsiktig verdiskaping og sammenfallende interesser mellom toppledelsen og selskapets aksjonærer.

Styregodtgjørelse

Det er kun to selskap som gir topplederen styregodtgjørelse i tillegg til annen kompensasjon i 2012. Selskapene begrunner ikke hvorfor de betaler godtgjørelsen. Det er rimelig å anta styregodtgjørelse inngår som en del av grunnlønnen i andre selskap.

4. Hypoteser og formål

Det overordnede formålet med denne utredningen er å undersøke om det finnes en sammenheng mellom toppledernes kompensasjon og selskapenes avkastning. I forbindelse med analysene har vi delt opp toppledernes kompensasjon i tre elementer.

- (1) Fastkompensasjon som består av grunnlønn, naturalytelser og styregodtgjørelse.
- (2) Resultatkompensasjon som består av resultatbasert bonus.
- (3) Aksjekompensasjon som består av opsjoner og aksjeprogram³⁵.

Totalkompensasjonen er summen av disse tre elementene. Pensjon og byttekompensasjon inngår ikke i den totale kompensasjonen og blir heller inkludert i de empiriske analysene, men vil bli diskutert nærmere i del 5.1.

For å kunne lage gode hypoteser rundt sammenhengen mellom aksjeavkastning og toppleder kompensasjon har vi tatt utgangspunkt i driveranalysene fra del 3. Videre diskuterer vi ulike variabler som kan være med å påvirke topplederens kompensasjon. Disse variablene vil bli inkludert i analysene i del 5 for å kontrollere for forskjeller mellom ulike selskap og ledere. Driverne bak lederkompensasjonen er oppsummert i tabell 4-1 og blir forklart nærmere i denne delen.

³⁵ Som forklart i 2.3.5 er aksjeprogram kun verdiendringene på tildelte aksjer med bindingstid. Den tildelte verdien inngår som grunnlønn eller bonus.

Tabell 4-1: Oppsummering av driveranalyse

Driver	Fastkompensasjon	Resultatkompensasjon	Aksjekompensasjon	Totalkompensasjon
Agentteori – optimale insentivkontrakter	-toppleders eierskap -vekstselskap	+rentabilitet -toppleders eierskap -største eiere	+aksjeavkastning -toppleders eierskap +vekstselskap +verdi mcap -største eiere	+aksjeavkastning +rentabilitet -toppleders eierskap +/-vekstselskap +verdi mcap -største eiere
Ledelsesmaktteori - maktforhold mellom toppleder og eier	+toppleders eierskap +størrelse selskap -uavhengige styre -dominante eiere +størrelse styre +ansiennitet +statlig eierskap	+toppleders eierskap (-%) +størrelse selskap (-%) -uavhengige styre (+%) -dominante eiere (+%) +størrelse styre (-%) +ansiennitet (-%) +statlig eierskap	+toppleders eierskap (-%) +størrelse selskap (-%) -uavhengige styre (+%) -dominante eiere (+%) +størrelse styre (-%) +ansiennitet (-%) +statlig eierskap +vekstselskap	+toppleders eierskap +størrelse selskap -uavhengige styre -dominante eiere +størrelse styre (-%) +ansiennitet +statlig eierskap
Humankapitalteori – konkurranse i talentmarkedet	+størrelse selskap -vekstselskap +rentabilitet +fremskjøvet rentabilitet +aksjeavkastning +ansiennitet +ledertalentmarked +oljesektor			+størrelse selskap +/-vekstselskap +rentabilitet +fremskjøvet rentabilitet +aksjeavkastning +ansiennitet +ledertalentmarked +oljesektor
Andre drivere (myndigheter, internasjonal integrering, etc.)	-toppleders eierskap -vekstselskap +utenlands nasjonalitet (-%) -statlig eierskap (+%) +bytte +oljesektor +aksjeavkastning	-toppleders eierskap +utenlandsk nasjonalitet -statlig eierskap -bytte +oljesektor -ansiennitet	-toppleders eierskap +vekstselskap +utenlandsk nasjonalitet -statlig eierskap -oljesektor	-toppleders eierskap +/- vekstselskap +utenlandsk nasjonalitet -statlig eierskap +/-bytte +oljesektor +avkastning
Lederlønns-erklæringer	+størrelse på selskap +ledertalentmarked	+resultatmål -bonustak	+aksjeavkastning	+størrelse på selskap +ledertalentmarked +resultatmål -bonustak +aksjeavkastning

+/- betyr økning/ reduksjon i kompensasjonen, mens (+/- %) betyr økning/reduksjon som andel av den totale kompensasjonen, der hvor økningen som andel av den totale kompensasjonen har motsatt fortegn som den absolutte økningen. Eksempel: Utenlandsk nasjonalitet indikerer en absolutt økning i fastkompensasjon, men lavere fastkompensasjon som andel av totalkompensasjon.

4.1 Hypoteser

Som diskutert over har totalkompensasjonen blitt delt i de tre underelementene fastkompensasjon, resultatkompensasjon og aksjekompensasjon. Vi vil i denne delen lage en hypotese for hvert av disse elementene og en hypotese for den totale kompensasjonen.

Basert på den akademiske diskusjonen finnes det argumenter både for og imot en sammenheng mellom lederkompensasjon og avkastning. Agentteorien argumenterer for økt grad av insentivbasert kompensasjon, noe som impliserer at det finnes en korrelasjon mellom lederkompensasjon og økonomiske resultater (Randøy & Skalpe, 2010; Daines, Nair, & Kornhauser, 2005). Humankapitalteorien argumenterer for at god ledelse reflekteres gjennom økonomiske resultater. Selskapene som presterer best er også de selskapene som må betale mest for å beholde talent i selskapet.

Motsetningen til agent- og humankapitalteorien er ledelsesmaktteorien, som indikerer at det ikke nødvendigvis er noen sammenheng mellom kompensasjon og avkastning. Teorien hevder at lederens kompensasjon blir drevet av makt over styret. Tang, Tam, & Firth (1999) viser til tidligere empirisk forskning og trekker frem at det finnes en svak sammenheng mellom lederkompensasjon og avkastning. Frydman og Jenter (2010) argumenterer med at den svake sammenhengen mellom kompensasjon og avkastning i empiriske studier skyldes at både agent- og ledelsesmaktteori kan forklare kompensasjonen til topplederen.

Hvilke avkastningsmål som korrelerer med kompensasjon varierer også med teoriene. Agentteorien vil gi lederne likest mulig insentiver som eierne, noe som tilsier at kompensasjonen i hovedsak burde bestå av aksjer og opsjoner. Teorien antyder derfor at kompensasjonen vil være sterkest korrelert med utviklingen i aksjekurs. Humankapitalteorien argumenterer med at kompensasjon drives av tilbud og etterspørsel etter talent, og at talentfulle ledere vil gi bedre resultater for selskapet. Teorien mener derfor at kompensasjon vil være korrelert med både resultatmål og aksjeavkastning.

I 3.1.8 diskuterte vi statens retningslinjer som en faktor som kan påvirke ledernes kompensasjon. Vi tror retningslinjene for toppleder kompensasjon innført i 2007 har fått stor innvirkning både på struktur og nivå for statlig eide selskap. Fordi staten eier over 30 % av verdien på Oslo Børs tror vi også at retningslinjene kan ha fått ringvirkninger for de private

selskapene. I tillegg vil vi derfor lage delhypoteser for å undersøke om disse retningslinjene har påvirket kompensasjonsnivået til norske toppledere.

4.1.1 Hypotese om fastkompensasjon

H1: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning

Basert på den akademiske diskusjonen og tabell 4-1 finnes det argumenter både for og imot en sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning. En positiv sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning er basert på humankapitalteorien. Teorien argumenterer for at selskapets fremtidige resultater er avhengig av topplederens ferdigheter. Gitt at en del av de fremtidige resultatene er innbakt i selskapets aksjeavkastning og at topplederen får størsteparten av kompensasjonen utbetalt i grunnlønn vil fastkompensasjon korrelere positivt med aksjeavkastning. H1 tester om denne antakelsen stemmer for vårt utvalg.

På den andre siden indikerer ledelsesmaktteorien at det ikke nødvendigvis finnes en sammenheng mellom den faste kompensasjonen og avkastningen. Teorien mener at nivået og sammensetningen av kompensasjonen er drevet av maktforholdet mellom topplederen og eierne. Teorien argumenterer med at topplederens kompensasjon øker med maktforholdet lederen har over styret. I tillegg vil en risikoavers toppleder ønske størst mulig del av kompensasjonen utbetalt som fastkompensasjon. Ledelsesmaktteorien impliserer derfor at ledere med stor makt har høy fastkompensasjon.

Akademia taler altså både for og imot en sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning. Nullhypotesen til H1 er at det ikke er noen sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning.

4.1.2 Hypotese om resultatkompensasjon

H2: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom resultatkompensasjon og avkastning.

Vår hypotese er at det er en sammenheng mellom resultatbaserte kompensasjonen og selskapets avkastning. Agentteorien oppfordrer til bruk av insentivkontrakter som er i tråd med eiernes interesser, noe som taler for variabel godtgjørelse basert på selskapets resultater. Fra

driveranalysen ser vi at alle selskap utenom ett benytter seg av resultatbasert kompensasjon³⁶. Dette kan tyde på at selskapene i stor grad prøver å lage optimale insentivkontrakter for lederne.

Når vi skal studere sammenhengen mellom resultatkompensasjon og avkastning må vi klargjøre hvilke mål som skal brukes på selskapets avkastning. Problemet med å bruke flere forskjellige mål i en og samme modell er kolinearitet mellom de resultatbaserte målene.

Fra driveranalysen fant vi at alle selskapene med bonusprogram og som rapporterte om kriteriene for bonusutbetalingene³⁷ i mer eller mindre grad brukte finansielle måltall som grunnlag for den resultatbaserte kompensasjonen. Spørsmålet er hvilke måltall som bør brukes for å måle toppledernes prestasjoner. Fra driveranalysen brukes selskapsspesifikke mål som resultat over budsjett, absolutte måltall som EBIT og generelle rentabiliteter som avkastning på sysselsatt kapital (ROCE). Vi skal måle prestasjoner på tvers av utvalget og det blir vanskelig å bruke selskapsspesifikke størrelser. Vi ønsker heller ikke å bruke absolutte resultatmål ettersom disse er svært avhengige av variabler som selskapets størrelse og bransje. Eksempelvis blir det misvisende å sammenligne Statoil og Algetas EBIT for å avgjøre hvilken toppleder som har prestert best. Vi har derfor fokusert på generelle rentabilitetstall som kan sammenlignes på tvers av selskap³⁸. Hvilke måltall vi skal bruke i regresjonsanalysen og hvilke utfordringer som knyttes til disse målene diskuteres nærmere i avsnittene under.

Fra driveranalysen så vi at flere selskap benyttet seg av ROCE som grunnlag for bonusutbetalingene. ROCE er definert som;
$$\frac{EBIT}{\text{Gjennomsnitt av eiendeler-rentfri gjeld}}$$
. Rentabiliteten reflekterer hvor stor avkastning selskapet har oppnådd på sin sysselsatte kapital; altså hvor mye eiere og kreditorer får igjen av kapitalen de krever avkastning på. Gitt at toppsjefens prestasjoner påvirker selskapets resultater kan ROCE brukes som mål på

³⁶ Bjørn Kjos i Norwegian deltar ikke i et bonussystem, men han er også den største eieren til Norwegian og utformer trolig sin egen kompensasjon.

³⁷ Hvis vi ser på alle selskapene i analysen har 50% av dem et bonusprogram basert på finansielle måltall. Et selskap har ikke bonusprogram, mens resten av selskapene ikke spesifiserer om de bruker finansielle måltall eller ikke. Vi vet altså at minst 50% av selskapene baserer bonusen på finansielle måltall.

³⁸ Rentabilitet er heller ikke en perfekt tilnærming i forhold til sammenligning av selskap på tvers av industrier, størrelse og kapitalstruktur, men er bedre enn å bruke absolutte tall.

avkastningen topplederene klarte å oppnå på den bunnede kapitalen, og er dermed et godt mål på topplederens prestasjoner.

Ulempen med å bruke ROCE er at det er svært tidkrevende å fastslå selskapenes faktiske rentefrie gjeld. For å gjøre dette må alle selskapenes årsrapporter analyseres og det må foretas skjønnsmessige vurderinger for hvert enkelt selskap. På bakgrunn av dette merarbeidet har vi valgt ikke å bruke ROCE, men totalrentabilitet som en tilnærming.

Totalrentabilitet (ROA) måler, som nevnt i metoddelen, avkastningen på selskapets eiendeler og illustrer hvor effektiv lederen har vært i bruken av alle selskapets ressurser. Forskjellen mellom ROA og ROCE er at den rentefrie gjelden er trukket ut av nevneren i ROCE. Fordelen med ROA er at den er enkel å beregne og fungerer som en tilnærming til ROCE. Vi bruker derfor ROA som et mål på avkastning i regresjonsanalysene.

Egenkapitalrentabilitet (ROE) og aksjeavkastning er to ulike mål på hvor høy avkastning aksjonærene får på sine investeringer. Fra et eierskapsperspektiv blir det derfor også naturlig og benytte disse variablene som mål på selskapets avkastning. Fra driveranalysen ser vi i tillegg at minst 3 selskap benytter aksjeavkastning som grunnlag for bonusutbetalingen. Vi vil i del 5 redegjøre for hvilke avkastningsvariabler vi benytter i de ulike modellene.

4.1.3 Hypotese om aksjekompensasjon

H3: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom aksjekompensasjon og avkastning.

Aksjekompensasjonen består av aksje- og opsjonsprogram. Begge programmene blir periodisert etter endring i aksjekurs og aksjekompensasjonen vil per definisjon ha en positiv korrelasjon med aksjeavkastning. Vi vil derfor bruke aksjeavkastning som avkastningsmål i denne modellen.

4.1.4 Hypotese om totalkompensasjon

H4: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom totalkompensasjon og avkastning.

Basert på de tre hypotesene har det blitt laget en fjerde hypotese om hva som påvirker totalkompensasjonen. Ettersom totalkompensasjon er summen av fast-, resultat- og aksjekompensasjon vil disse tre leddene være avgjørende for lederens totalkompensasjon. Siden vår hypotese er at fastkompensasjon, resultatkompensasjon og aksjekompensasjon har en positiv sammenheng med avkastning er det rimelig å lage en hypotese om at det også er en sammenheng mellom totalkompensasjon og avkastning. Vi vil benytte aksjeavkastning, ROA og ROE som mål på avkastning³⁹. Nullhypotesen til H4 er at det ikke er en sammenheng.

4.1.5 Delhypoteser om hvordan statens nye eierberetning anno 2007 har endret toppleder kompensasjonen for statlige selskap.

Ettersom 25 % av selskapene i utvalget vårt er eid av staten vil statens eierberetning ha en direkte effekt på toppledernes kompensasjon. I del 3.1.8 argumenterte vi for at statens endrede retningslinjer fra 2007 kunne få konsekvenser for ledernes kompensasjonsstruktur. Vi ønsker å se på hvilke effekter de nye retningslinjene i 2007 har hatt på kompensasjonsstrukturen til selskapene i utvalget vårt. Vi har derfor konstruert følgende dummyvariabler:

- Statlig eid selskap 2004-2006
- Privateid selskap 2004-2006
- Statlig eid selskap 2007-2011
- Privateid selskap 2007-2011

I regresjonsmodellene har vi utelatt 1 av disse 4 variablene, denne vil da inngå som referanse for de andre variablene. I hovedmodellen har vi utelatt statlig eid selskap 2004-2006, det betyr at betaen og signifikansnivået til de andre dummy-variablene over vil bli tolket i forhold til statlig eid selskap 2004-2006.

Vi tror statens retningslinjer fra 2007 har hatt en direkte effekt på kompensasjonsstrukturen til statlig eide selskap. De direkte effektene har resultert i delhypotese 1:

³⁹ Grunnet kolinearitet mellom måltallene for avkastning vil ikke alle målene bli benyttet i den endelige modellen, men vi vil teste for alle 3 målene. Dette blir nærmere diskutert under resultater.

DH1: Statlig eide selskap har lavere totalkompensasjon i 2007-2011 enn i 2004-2006.

Bakgrunnen for denne delhypotesen er at eierberetningen fra 2007 fjerner bruken av opsjoner og ønsker at den største delen av toppleder kompensasjonen skal være fast. Vi tror disse retningslinjene vil påvirke strukturen på kompensasjonen til toppledere i statlig eide selskap. Lederne vil ikke få tildelt nye opsjoner etter våren 2007 og de vil få tak på sin årlige bonus tilsvarende maksimalt 6 måneders fastlønn. Eierberetningen ønsker i tillegg til dette og opprettholde konkurransedyktige betingelser. Dette kan tale for at fastkompensasjonen til de statlige selskapene vil øke for å opprettholde konkurransedyktige betingelser, mens resultat- og aksjekompensasjon vil reduseres. Vi tror den totale effekten er at totalkompensasjonen vil reduseres.

Vi tror også at statens eierberetning kan ha hatt en effekt på de privateide selskaperes kompensasjonsstruktur. Når staten lanserer en ny eierberetning kan det tenkes at dette har smitteeffekter over på eierstyringen til privateide selskap ved at de bruker lignede prinsipp i sin eierstyring. Dette har resultert i delhypotese 2:

DH2: Privateide selskap har lavere totalkompensasjon i 2007-2011 enn i 2004-2006.

Hypotesen baserer seg på at privateide selskap også begrenser bruk av opsjoner og variabel kompensasjon etter at statens eierberetning kom ut i 2007. Statens eierberetning kan gi direkte effekt hos de private selskapene ved at noen av selskapene avvikler sine opsjonsprogram. Vi tror også at statens eierberetning har påvirkningen på den generelle trenden i lederlønnsmarkedet. Indirekte effekter av retningslinjene kan være at de privateide selskapene i større grad enn tidligere forsøker å legge en demper på opsjonsgevinstene. Ved å innføre tak på opsjonsprogrammene reduserer selskapene risikoen for enorme opsjonsgevinster som kan gi urettmessig høye utbetalinger eller negativ medieomtale. I USA fant blant annet Murphy (2012) at toppleder kompensasjonen hadde gått ned fra 2000-2012. Det er altså mulig at det har vært en lignende trend for privateide norske selskap i samme periode.

Vi ønsker tilslutt å sammenligne statlige eide selskap med privateide selskap. Dette har gitt utgangspunkt for delhypotese 3:

DH3: Statlig eide selskap har lavere totalkompensasjon enn privateide selskap.

Ettersom både eierskapsmeldingen i 2007 og tidligere eierskapsmeldinger har hevet at statlig eide selskap ikke skal ha markedsledende kompensasjon, tror vi at de statlig eide selskapene vil ha lavere kompensasjon enn de privateide for hele perioden og for alle kompensasjonselement.

4.2 Kontrollvariabler

I denne delen ønsker vi å trekke frem andre variabler enn aksjeavkastning og rentabiliteter som kan påvirke lederens kompensasjon. Disse variablene vil vi inkludere i regresjonsanalysene for å kontrollere for forskjeller mellom ulike selskap og toppledere.

4.2.1 Selskapets størrelse (omsetning)

Den positive sammenhengen mellom toppleders kompensasjon og selskapets størrelse er godt dokumentert innen akademisk forskning (Tang, Tam, & Firth, 1999). Ifølge lederlønnserklæringene skal grunnlønnen være konkurransedyktig og reflektere lederens arbeidsoppgaver. Arbeidsoppgavene i de store selskapene er mer komplekse, og lederen bør dermed bli bedre belønnet (Gabaix & Landier, 2008). Dersom større selskap tiltrekker seg de beste ledertalent bør disse ifølge humankapitalteorien også belønnes bedre. Den positive sammenhengen mellom lederkompensasjon og selskapsstørrelse er også godt dokumentert for norske selskap (Randøy & Skalpe, 2007).

En forklaring basert på ledelsesmaktteorien er at lederne i store selskap har større makt til å bestemme sin egen kompensasjon. I store selskap er effekten av toppleder kompensasjon på *earnings per share* (EPS) marginal. Det er derfor rimelig å anta at eiere i store selskap ikke er like opptatt av å holde nivået på topplederens kompensasjon lav (Randøy & Skalpe, 2010). Andre årsaker til at ledere i større selskap ofte har mer makt over styret er at eierskapet i større grad er spredt og at styrene er større. Disse variablene vil bli diskutert nærmere i del 4.2.3.

En annen årsak som Tang, Tam & Firth (1999) trekker frem er at strukturelle egenskaper i store selskap driver lederkompensasjon. De argumenterer med at store selskap har flere ledd med hierarki og for hvert nivå i hierarkiet øker kompensasjonen. I tillegg er ledere i store selskap

mer synlige og får i større grad vist sine kvaliteter, det er dermed lettere å forsvare deres høye kompensasjonspakker (ibid).

Det mange ulike mål på et selskaps størrelse som markedsverdi, totale kostander, antall ansatte, markedsverdien av eiendelene, profitt, kostander og omsetning. Forbes 2000 er en liste over verdens største selskap og måler størrelse basert på vektorer av omsetning, eiendeler, markedsverdi av egenkapital og profitt (Forbes, 2013). Vi ser at omsetning i de fleste tilfeller er den beste parameteren for selskapets størrelse fordi den ikke blir påvirket av kapitalstruktur (i motsetning til markedsverdien til egenkapitalen), kostnadsstruktur (i motsetning til profitt), kapitalinsentivet (i motsetning til antall ansatte) og variabelen er lett tilgjengelig for alle selskap (i motsetning til Forbes 2000). En annen utfordring ved å bruke markedsverdien til egenkapitalen eller markedsverdien til eiendeler er at de reflekterer investorers forventninger rundt fremtidig inntjening, mens omsetning reflekterer hva selskapet faktisk har tjent det inneværende året. Et problem med å bruke profitt er at et stort selskap et år kan ha gått dårlig og ha negativ profitt. For å måle størrelse bruker vi derfor omsetning. Et potensielt problem med omsetning som mål er at den kan fluktuere uten at dette nødvendigvis har betydning for selskapets størrelse. For eksempel kan Statoils omsetning gå kraftig ned som følge av fall i oljeprisen, mens selskapsstørrelsen på kort sikt ikke vil bli påvirket.

4.2.2 Toppleders eierskap i prosent

Agentproblemet reduseres når agenten (topplederen) øker sitt eierskap i selskapet. Dette er godt dokumentert både i Norge (Randøy & Oxelheim, 2008) og i utlandet (Frydman & Jenter, 2010). Argumentet baserer seg på at en agent som eier hele selskapet også vil være prinsipal (eier). Ifølge agentteorien er det ikke nødvendig å gi ledere med stort eierskap insentivbasert kompensasjon (Jensen & Meckling, 1976). Teorien begrunner dette med at den største delen av topplederens inntekt allerede er knyttet til utvikling i aksjekurs, noe som gjør at topplederens insentiver er sammenfallende med eiernes. Ledelsesmaktteorien på den andre siden argumenterer med at makten til lederen øker med eierskapet og at økt makt isolert sett vil føre til høyere kompensasjon så lenge lederen ikke eier hele selskapet.

Et argument som taler imot at ledere med stor makt og høyt eierskap tildeler seg selv høy kompensasjon er at de delvis må dekke sin egen kompensasjon gjennom redusert potensielt utbytte. (Murphy, 2012; Bertrand & Mullainathan, 2001). I tillegg kan toppleder kompensasjon være en driver for selskapets generelle lønnsnivå. Det kan være vanskelig for en ledere å mane til moderasjon i lønnsforhandlinger med de ansatte hvis de samtidig øker sin egen kompensasjon. Ettersom en økning i selskapets lønnskostnader går direkte utover selskapets lønnsomhet og eierens potensielle utbytte vil en toppleder med høyt eierskap ha sterke insentiv til å holde eget lønnsnivå lavt. Sentraliserte lønnsoppgjør i Norge er med på å forsterke denne effekten.

Cronqvist, et. al (2009) studerte lønninger i svenske børsnoterte selskap og fant at toppledere med stort eierskap ga de ansatte lavere lønn. På den andre siden ga toppledere med stor makt, uten insentiver knyttet opp mot selskapets resultater de ansatte og seg selv høyere lønn. Dette kan forklares med at ledere (1) ønsker å maksimere sin egen kompensasjon og (2) har en personlig kostand ved å være harde i lønnsforhandlinger med de ansatte. Effektene ble forsterket når de ansatte var organisert i aggressive fagforeninger (ibid).

Vi kan illustrere hvorfor toppledere med høyt eierskap ønsker lavere kompensasjon ved å bruke Bjørn Kjos som et eksempel. Kjos er i 2012 toppsjef og største eier i Norwegian med en eierandel på 20 %, han har dermed flere insentiver til holde sin egen kompensasjon lav. For det første vil Kjos ha mesteparten av sin formue knyttet til selskapets aksjeavkastning og ikke til årlig toppleder kompensasjon. Kjos sine aksjer i Norwegian var verdt rundt 1 milliard kroner i slutten av 2012, mens hans lederkompensasjon dette året var i underkant av 2 millioner. En 10 prosents endring i Norwegians aksjekurs vil da føre til en endring i Kjos sin formue på 100 millioner. I tillegg er Norwegianaksjen volatil med en 1. årlig beta på 1,63 (hentet fra bors.e24.no 17.12.2013). For Kjos er derfor en kompensasjon på i underkant av to millioner relativt ubetydelig for hans totale formue.

Dersom Kjos sin kompensasjon er med på å drive det totale lønnsnivået i Norwegian, vil dette gi sterke insentiver for Kjos til å tildele seg selv lav kompensasjon. Norwegian hadde i 2012 lønnskostnader på 2 milliarder kroner. Økte lønnskostnader vil føre til redusert overskudd, som igjen fører til lavere potensielt utbytte. Dette kan illustreres med et forenklet eksempel:

Norwegian hadde i 2012 lønnskostnader på 2 milliarder kroner. En lønnsøkning på 10 % fører til 200 millioner i økte kostnader. Gitt en effektiv skatterate på 28 % fører dette til 144 millioner i redusert resultat. Hvis alt overskudd utbetales som utbytte og Kjos har rett på 20 % av dette, taper han 29 millioner⁴⁰ i året på redusert utbytte. Det er sannsynlig at denne lønnsøkningen er permanent, og alt annet like vil evighetsverdien av det reduserte utbytte være på 290 millioner gitt en diskonteringsrente på 10 %⁴¹.

Når Kjos forhandler om de ansattes kompensasjon vil dette direkte påvirke hans formue. Norwegian og Kjos er kjent for å være harde i lønnsforhandlinger og bruker nettopp Kjos sin lave kompensasjon for å begrense lønnsveksten i selskapet. Et eksempel på dette var i forbindelse med lønnsforhandlinger med pilotene i 2013, hvor Norwegian sendte ut en liste over sine 100 best betalte ansatte til Aftenposten (Mikalsen, 2013). På denne listen var 93 av 100 piloter, Kjos selv kom 32. plass. Norwegian argumenterte med at pilotene allerede fikk godt betalt når de til og med fikk høyere lønn enn topplederen i selskapet.

Eierskap kan enten måles i absolutt verdi eller i prosentvis eierskap av selskapet. En eier kan ha store verdier i aksjer i eget selskap, selv om det prosentvise eierskapet ikke er høyt. Ettersom eierskap i prosent sier mest om insentivene lederen har til å maksimere aksjonærenes overskudd og holde lønnsnivået nede, blir denne brukt som kontrollvariabel.

4.2.3 Lederens makt over styre og eier (eierskap største 5 eiere)

Styret representerer eiernes interesser i selskapet og er ansvarlig for ansettelse, avskjedigelse, overvåking og sammensetning av kompensasjon til topplederen (Randøy & Skalpe, 2010). Sammensetningen av styret er derfor en viktig faktor for hvordan toppleder kompensasjonen blir utformet. Murphy (2012) trekker frem graden av uavhengighet mellom styre og leder og

⁴⁰ Utregning: $144 \text{ millioner} * 20 \% = 29 \text{ millioner}$ i brutto utbytte. Ser her bort ifra skattefordeler/ulempes ved å ta ut utbytte fremfor lønn.

⁴¹ Utregning med Gordons formel: $29 \text{ millioner} / 10\% = 290 \text{ millioner}$.

graden av eierskap blant styremedlemmer som de viktigste faktorene når maktforholdet mellom styre og leder skal analyseres.

Fra ledelsesmaktteorien er dominante eiere i styre viktig for å løse agentproblemet. Overvåking kan brukes som et alternativ til insentivbasert kompensasjon. Kostanden forbundet med topplederens kompensasjon fordeles utover antall aksjer. En dominant eier må derfor bære en større del av kostnaden enn mindre eiere. På den andre siden er kostnaden ved overvåking uavhengig av antall aksjer en eier har. En økning i eierskap fører til at overvåking relativt til eierskap blir billigere. I tillegg eksisterer det et gratispassasjerproblemer knyttet til overvåking av toppleder fordi det kun trengs en eier for å overvåke topplederen (Randøy & Skalpe, 2010). De mest dominante eierne har derfor sterke insentiver til å sitte i styret og overvåke lederen, mens små aksjonærer har mindre insentiver. Dette impliserer at toppledere i selskap med små eiere har mer makt til å bestemme sin egen kompensasjon⁴². Agentteorien argumenterer med økt bruk av insentivkompensasjon fremfor overvåking i selskap med spredt eierskap. Toppledere er som diskutert risikoaverse og vil kreve et risikopåslag ved en vridning mot mer usikker kompensasjon, dette vil isolert sett øke topplederens kompensasjon. Både ledelsesmakt og agentteorien mener altså at mangel på dominat eierskap vil øke topplederens kompensasjon. Dette underbygges av tidligere forskning i Norge som konkluderer med en negativ sammenheng mellom styrets eierskap og topplederens kompensasjon (Randøy & Skalpe, 2007).

Vi bruker det aggregerte eierskapet til de 5 største aksjonærene, målt i prosent, som mål på hvor dominant eierskap selskapet har. Vi mener dette er en god variabel fordi store eiere ofte sitter i styret. Problemet med denne variabelen oppstår når dominante eiere ikke utøver aktivt eierskap. Eksempelvis sitter den norske stat og andre institusjonelle eiere ikke i styrene i selskapene de eier, men påvirker lederens kompensasjon gjennom retningslinjer for eierstyring. Staten har som tidligere nevnt høyt prosentvis eierskap i enkelte selskap.

⁴² Fra driveranalysen så vi at flere toppledere fikk bonus basert på subjektive bonuskriterier. Dette tyder på at prestasjonene deres blir overvåket av noen som bestemmer lederens kompensasjon, men kan også bety at topplederen har makt til å gi seg selv bonus når de finansielle resultatene er dårlige.

4.2.4 Topplederens erfaring (ansiennitet)

Både ledelsesmaktteorien og humankapitalteorien argumenterer for at totalkompensasjonen og andel av kompensasjonen utbetalt som grunnlønn øker med topplederens erfaring. Woodlock & Liu (2007) viser til empirisk forskning som peker på at lederens absolute kompensasjonsnivå øker med ansiennitet. Ledelsesmaktteorien argumenterer med at en leder som har sittet lenge i et selskap har større makt ovenfor styret fordi han har mulighet til å påvirke rekruttering av nye styremedlemmer. Lederen vil derfor ha insentiv til å ansette medlemmer som kan kontrolleres og via økt makt tilegne seg høyere kompensasjon (Randøy & Skalpe, 2010)⁴³. Humankapitalteorien argumenterer med at erfaring reflekterer topplederens ferdighetsnivå. Høyere ansiennitet vil føre til høyere grunnlønn, ettersom styret bedre kan vurdere topplederens ferdigheter basert på historiske resultater. Woodlock og Liu (2007) støtter dette i sine empiriske funn og argumenterer med at selskapene tildeler dyktige ledere høyere grunnlønn for å beholde talent.

Vi måler topplederes erfaring ved ansiennitet; målt som antall år topplederen har vært leder for selskapet. Basert på tidligere forskning er alder og utdanning andre variabler som kan brukes som mål på lederens ferdigheter. Ettersom alle topplederne har høy utdanning og det er lite aldersspredning blant lederne i store børsnoterte selskap har vi valgt å kun inkludere ansiennitet.

4.2.5 Internasjonal integrering (utenlandsk leder)

Norge har flere særtrekk som skiller oss fra andre nasjoner når det kommer til nivå og struktur på lederkompensasjon. Økende grad av internasjonalisering kan derfor være med å påvirke kompensasjonen. Globaliseringen av ledertalentmarkedet skiller mellom direkte og indirekte effekter på kompensasjon (Randøy & Skalpe, 2010). De direkte effektene er hvordan internasjonal integrering av ledertalentmarked fører til at flere norske ledertalent blir etterspurt i utlandet og at utenlandske ledertalent blir etterspurt i Norge. Gitt et høyere utenlandsk

⁴³ Randøy & Skaple (2007) fant at høy ansiennitet hos styreleder ga toppler lavere kompensasjon, ettersom styreleder hadde mer makt.

kompensasjonsnivå vil de direkte effektene legge press på det norske kompensasjonsnivået. De indirekte effektene ved internasjonal integrering er at flere av eierne og styremedlemmene i norske selskap er utenlandske. Siden de er vant til å gi lederen høyere kompensasjon vil dette kunne bidra til å øke kompensasjonsnivået i Norge (Bragelien, 2005; Randøy & Skalpe, 2007). Randøy og Skalpe (2010) finner at de direkte effektene i liten grad påvirker lederlønnsnivået i Norge.

De direkte effektene av internasjonal integrering kan måles gjennom nasjonaliteten til topplederne (Randøy & Skalpe, 2010). Vi inkluderer derfor en dummyvariabel som tar verdien 1 dersom topplederen er utenlandsk og 0 dersom lederen er norsk. Kompensasjonen til utenlandske toppledere må være konkurransedyktig i forhold til tilsvarende selskap i landet topplederen jobber. De utenlandske lederne i vårt utvalg har sitt kontor i USA og England. Disse landene har generelt høyere lederkompensasjon enn norske selskap og en større del av kompensasjonen er knyttet mot variabel godtgjørelse. Vi inkluderer derfor variabelen utenlandske leder for å fange opp effektene av at nivå og struktur på kompensasjon er annerledes for utenlandske ledere.

4.2.6 Snitt pris/bok

En grov tilnærming for å vurdere om et selskap er et vekstselskap eller et modent selskap er forholdet mellom selskapets pris og bokførte egenkapital. Pris/bok reflekter selskapets markedsverdi over den bokførte egenkapitalen. Pris illustrerer investorenes fremtidige forventede avkastning. Bok gir et bilde av selskapets historiske overskudd ved at selskapet reinvesterer overskuddet, noe som fører til en økning i den bokførte egenkapitalen. Dersom to selskap har lik bokført verdi på sine eiendeler og det ene selskap forventes å ha høy vekst i fremtiden, vil dette selskapet ha en høyere pris, og derav høyere pris/bok.

Det er rimelig å anta at et vekstselskap vil ha en høy andel av kompensasjonen knyttet til aksjekompensasjon. Eierne ønsker å gi lederen insentiv til å vokse selskapet, samtidig som opsjoner er mer verdt i volatile selskap⁴⁴. Opsjoner har derfor større insentiveffekt i

⁴⁴ Volatilitet øker verdien på aksjeopsjoner når de verdsettes etter Black& Scholes (Berk & DeMarzo, 2013) og det er rimelig å anta at vekstselskaper er mer volatile.

vekstselskap og vil trolig utgjøre en større del av kompensasjonspakken til topplederen. I tillegg er toppledere risikoaverse og vil kreve et risikotillegg for å få større del av kompensasjonen i variabel form.

Vi ønsker at variabelen skal gi en indikasjon på selskapets vekstpotensialet. Variabelen har blitt beregnet som gjennomsnittet av selskapets årlige pris/bok rater. Vi har brukt gjennomsnittet fremfor den årlige pris/bok raten fordi pris/bok kan fluktuere fra år til år. Vi ønsker at variabelen skal fange opp selskapets langsiktige vekstpotensialet.

4.2.7 Bytte av toppleder

I år hvor selskap skifter leder har vi slått sammen kompensasjonen for av- og påtroppende leder, og direkte byttekostnader som startbonus og etterlønsordninger har blitt skilt ut. Det er ikke alltid slike kostandene er godt nok spesifisert i årsrapportene, noe som kan føre til at fastkompensasjon er for høy i år med topplederbytte. Resultatbasert kompensasjon vil trolig være negativt påvirket av år med bytte ettersom avtroppende leder sjelden får en stor bonus i det han slutter og påtroppende leder opptjener lite bonus det året han begynner. Basert på metodedelen og teori er *bytte av toppleder* en variabel som kan påvirke det totale nivået på lederkompensasjon og inkluderes derfor som en kontrollvariabel for å ta hensyn til år med topplederbytte.

5. Resultater

Del 5 består av to deler. I den første delen vil vi presentere datasettet og utviklingen i lederkompensasjonen. Vi diskuterer her utviklingen i kompensasjonsnivået og strukturen over tid. I den andre delen vil vi forsøke å svare på hypotesene diskutert i del 4 ved hjelp av 4 modeller, en for hvert kompensasjonselement. Vi vil gå gjennom alle variablene som inngår i modellene og diskutere hvilken påvirkning disse variablene har på toppledernes kompensasjon.

5.1 Lønnsutvikling

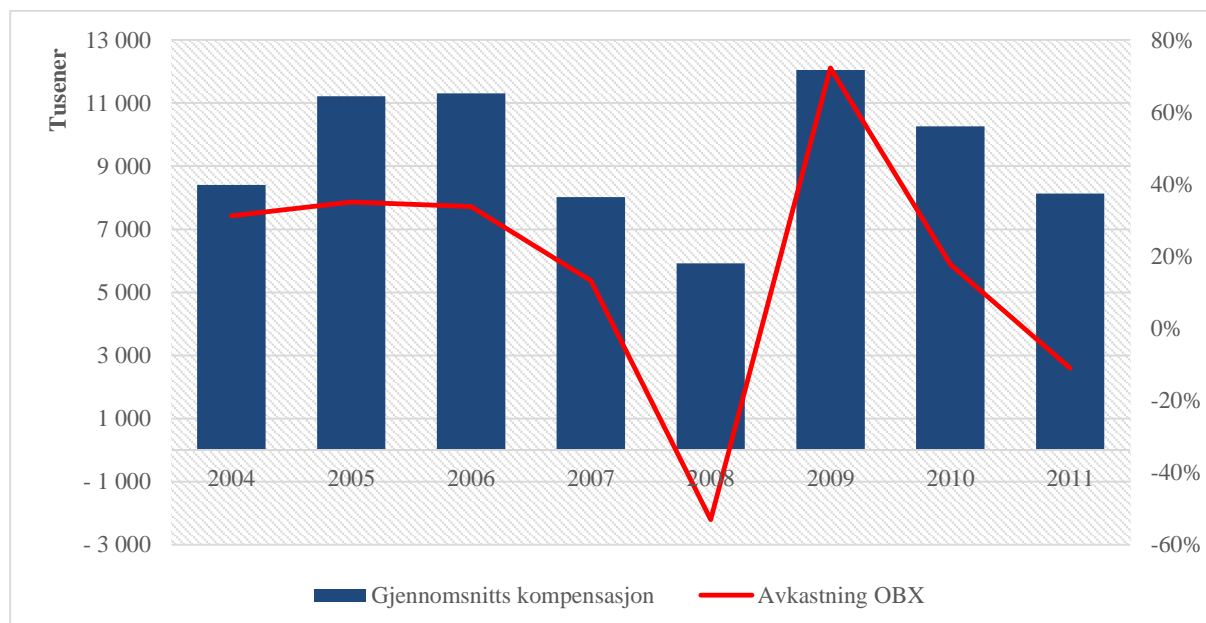
I denne delen ønsker vi å presentere utviklingen i topplederkompensasjon. Vi begynner med å se på det totale kompensasjonsnivået og dens utviklingen over tid sammenlignet med OBX-indeksen. Videre sammenligner vi utviklingen av hvert kompensasjonselement for seg. Vi ønsker med denne analysen å gi innsikt i (1) hvilke lønnsselement som har størst betydning for topplederkompensasjonen, (2) hvilke lønnsselement som påvirker svingningene i totalkompensasjonen og (3) hvilke lønnsselement som samvarierer med selskapenes avkastning.

5.1.1 Hvem er topplederen?

Datamaterialet består av 61 toppledere i perioden 2004-2012. Medianlederen tjener 6,1 millioner kroner, er en norsk mann på 52 år og har høyere utdanning fra Norges Handelshøyskole. Han eier aksjer i selskapet han leder for 3 millioner kroner. Den gjennomsnittlige ansienniteten til toppsjefen er 4,87 år. Kun 1 av de 61 topplederne i utvalget er en kvinne.

5.1.2 Totalkompensasjon inkludert pensjon og bytte

Figur 5-1: Gjennomsnittlig kompensasjon over perioden (basert på Tabell 5-1).



Figuren over viser den gjennomsnittlige opptjente totalkompensasjonen for topplederne i analyseperioden, målt i nominelle størrelser. Vi har valgt å se bort fra året 2012 i diskusjonen om lønnsvekst og trender fordi vi har få observasjoner dette året. Gjennomsnittskompensasjonen for topplederne er 9,7 millioner kroner, men opptjent kompensasjon svinger betraktelig over tidsperioden. Fra 2004 til 2006 økte gjennomsnittskompensasjonen med 32%⁴⁵, før den sank med henholdsvis 24 og 32 % de to påfølgende årene. Totalkompensasjonen fikk sin laveste notering i finanskrisetåret 2008 med et gjennomsnitt på 6 millioner. 2009 fremstår som det beste året i analyseperioden sett med toppledernes øyne. Dette året doblet lederne opptjeningen i forhold til 2008 og endte med en snittkompensasjon på 12 millioner. De påfølgende årene sank kompensasjonen gradvis og endte

⁴⁵ Veksten kom hovedsakelig i 2004 og 2005.

på 8,5 millioner i 2011, noe som er litt lavere enn gjennomsnittskompensasjonen ved analyseperiodens begynnelse.

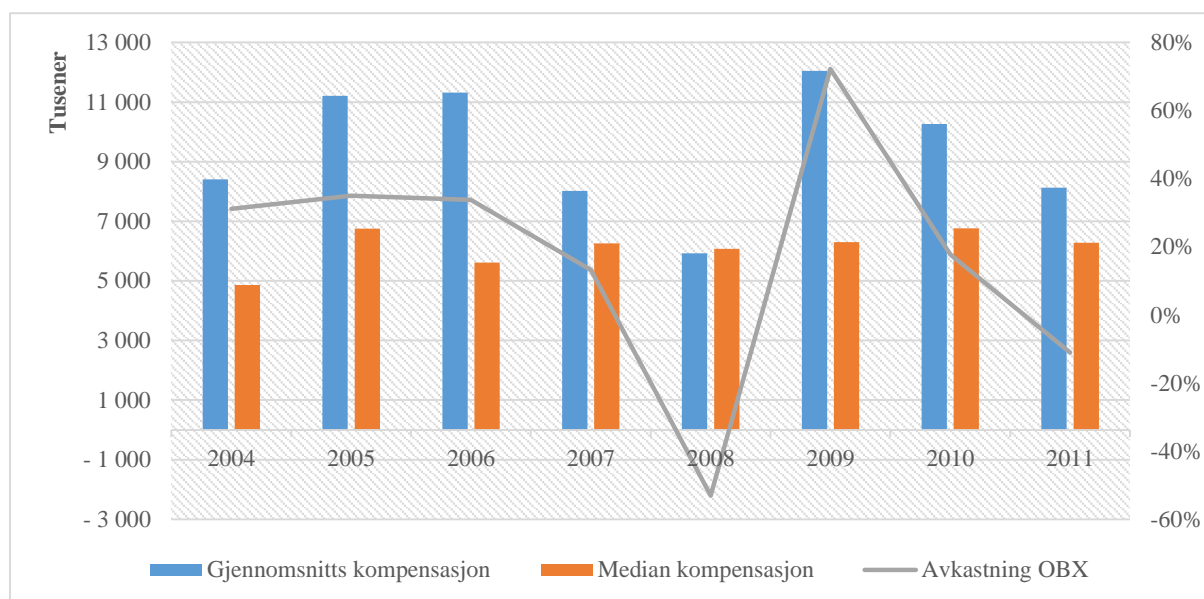
Dersom 2004 og 2011 kan betegnes som normalår er det interessant at lederne ikke har hatt en kompensasjonsvekst i løpet av perioden. Fra teorien kan dette indikere at lederne har fått redusert makt over styret, at den internasjonale integreringen ikke har vært like stor som først antatt eller at forholdet mellom etterspørsel og tilbud av ledertalent har sunket. Pedersen (2006) viser at toppledercompensasjonen økte med 207 % fra 1996 til 2005 for lederne i de største norske selskapene. I samme tidsperiode økte kompensasjonen «bare» med 57 % for gjennomsnittet av befolkningen. Randøy og Skalpe (2007) viser i sine undersøkelser at topplederlønnen i norske børsnoterte selskap økte med 89 % fra 1999 til 2005 og at lønnsøkningen i stor grad skyldes økt bruk av insentivbasert kompensasjon. Det kan derfor tenkes at myndigheters restriksjoner på bruk av opsjoner, mediefuroren rundt høye lederkompensasjoner og trender innen eierskapsstyring har vært med på å moderere kompensasjonen de siste årene.

Figur 5-1 gir en indikasjon på sammenhengen mellom kompensasjon og aksjeavkastning, men kan ikke brukes for å bevise noen sammenheng. Det kan tenkes at et selskap med høy avkastning gir lederen lav kompensasjon, og et selskap med lav avkastning gir lederen høy kompensasjon. Vi vil derfor teste denne sammenhengen empirisk i del 0, mens vi i resten av 5.1 vil diskutere utviklingen for hvert kompensasjonselement.

5.1.3 Median- og gjennomsnittskompensasjon

Det er viktig å skille mellom toppleders median og gjennomsnittskompensasjon i den grafisk fremstillingen av toppledercompensasjon. Dersom vi ønsker å fremstille kompensasjonen til en typisk toppleder kan gjennomsnittskompensasjon gi et svært misvisende bilde i et lite utvalg fordi ekstreme observasjoner gir store utslag på gjennomsnittskompensasjonen. Som vi ser fra Tabell 5-1 er det stor forskjell på topplederens median og gjennomsnittskompensasjon, i figuren under fremstiller vi denne forskjellen grafisk.

Figur 5-2: Forskjell på median og gjennomsnittlig totalkompensasjon (basert på Tabell 5-1).



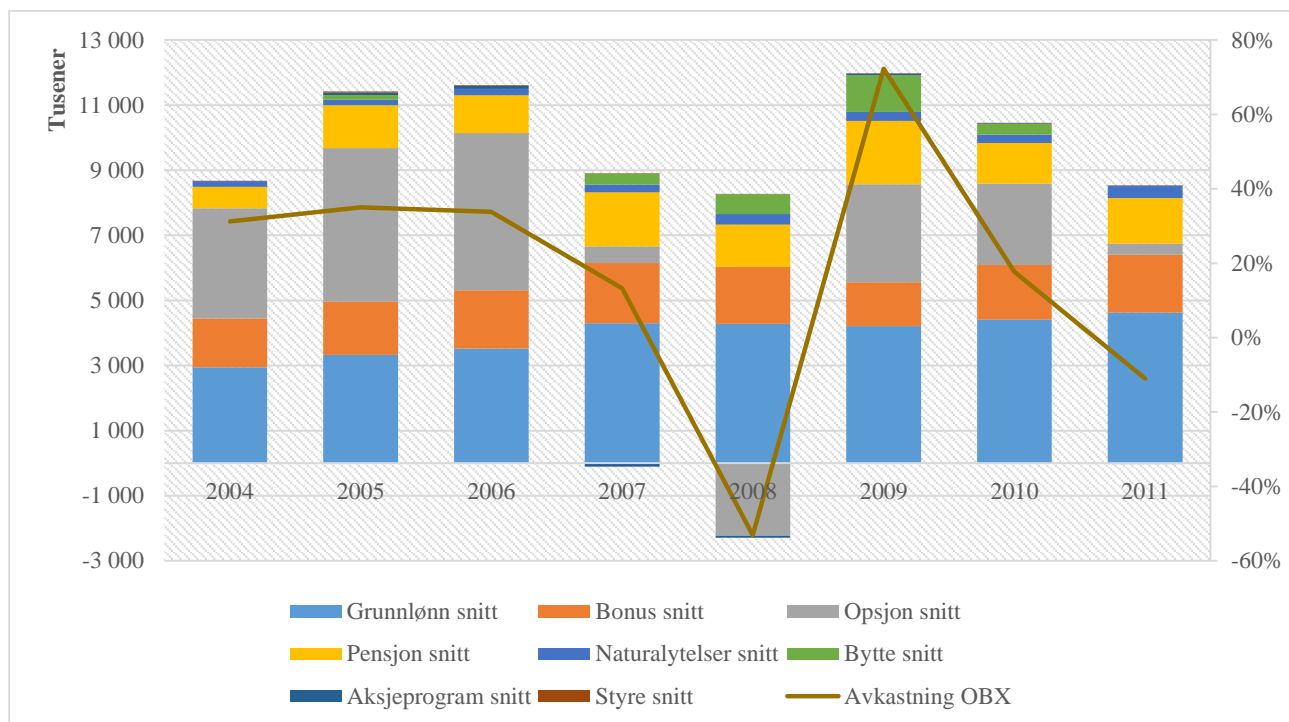
Generelt ser vi at den gjennomsnittlige kompensasjonen naturlig nok er mye høyere enn mediankompensasjonen. Dette skyldes at de ekstreme observasjonene i hovedsak er positive. I 2008 er ikke denne forskjellen like markant, noe som kan forklares av at ekstremverdiene dette året både er positive og negative.

Medianlederen har hatt en gjennomsnittlig årlig vekstrate (CAGR) på 4 % fra 2004 til 2011. Tilsvarende vekst for gjennomsnittslederen er 0 %. Dette skyldes hovedsakelig at medianlederen i de fleste år står uten aksjebasert kompensasjon, som er det kompensasjonselementet som har hatt den laveste veksten i analyseperioden⁴⁶. En sammenligning av mediankompensasjonen med avkastningen på OBX-indeksen gir ingen klar korrelasjon. Dette indikerer at sammenhengen mellom aksjeavkastning og kompensasjon i stor grad blir drevet av ekstremobservasjoner. I tillegg har med høyest korrelasjon med aksjeavkastning.

⁴⁶ Den kraftige økningen i 2005 skyldes delvis at medianlederen har 1,1 millioner i aksjebasert kompensasjon, mens medianlederen i andre år ikke har aksjebasert kompensasjon som overstiger 0,3 millioner.

5.1.4 Utvikling for hvert kompensasjonselement

Figur 5-3: Gjennomsnittskompensasjon fordelt over lønnsselement (basert på Tabell 5-1).



I figuren over har vi fremstilt utviklingen i gjennomsnittlig kompensasjon tilsvarende figur 5-1, men vi har her delt opp kompensasjonen i ulike lønnsselementer. Det er verdt å merke seg at den gjennomsnittlige kompensasjonen i Figur 5-1 består av summen av alle positive og negative kompensasjonselementer. For eksempel vil den gjennomsnittlige totale kompensasjonen i 2008 være på 6 millioner, som er summen av de positive kompensasjonselement på 8 millioner, minus 2 millioner i tap på aksje- og opsjonsprogram.

Tabell 5-1: Oversikt over lønnsselement og utvikling over tid

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt periode*
Grunnlønn snitt	2 940	3 327	3 521	4 295	4 280	4 210	4 412	4 623	3 951
% vekst		13 %	6 %	22 %	0 %	-2 %	5 %	5 %	7 %
% lønn	34 %	29 %	30 %	49 %	71 %	35 %	42 %	54 %	41 %
Opsjon snitt	3 386	4 705	4 834	511	-2 229	3 012	2 498	346	2 133
% vekst		39 %	3 %	-89 %	-537 %	-235 %	-17 %	-86 %	-28 %
% lønn	39 %	41 %	42 %	6 %	-37 %	25 %	24 %	4 %	22 %
Bonus snitt	1 504	1 643	1 788	1 850	1 754	1 344	1 676	1 782	1 668
% vekst		9 %	9 %	3 %	-5 %	-23 %	25 %	6 %	2 %
% lønn	17 %	14 %	15 %	21 %	29 %	11 %	16 %	21 %	17 %
Pensjon snitt	660	1 317	1 161	1 670	1 293	1 951	1 246	1 397	1 337
% vekst		99 %	-12 %	44 %	-23 %	51 %	-36 %	12 %	11 %
% lønn	8 %	12 %	10 %	19 %	22 %	16 %	12 %	16 %	14 %
Naturalytelser snitt	173	172	199	233	326	274	260	382	252
% vekst		-1 %	16 %	17 %	40 %	-16 %	-5 %	47 %	12 %
% lønn	2 %	2 %	2 %	3 %	5 %	2 %	2 %	4 %	3 %
Bytte snitt	0	143	0	341	614	1 133	329	0	320
% vekst			-100 %		80 %	85 %	-71 %	-100 %	
% lønn	0 %	1 %	0 %	4 %	10 %	9 %	3 %	0 %	3 %
Aksjeprogram snitt	0	86	97	-111	-56	50	24	-24	8
% vekst			12 %	-214 %	-50 %	-190 %	-53 %	-204 %	
% lønn	0 %	1 %	1 %	-1 %	-1 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Styre snitt	17	29	20	17	09	08	06	06	14
% vekst			-29 %	-18 %	-46 %	-12 %	-29 %	12 %	
% lønn	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Total snitt	8 679	11 421	11 619	8 805	5 992	11 982	10 451	8 512	9 683
% vekst		32 %	2 %	-24 %	-32 %	100 %	-13 %	-19 %	0 %
Grunnlønn median	2 900	3 375	3 301	4 173	4 179	4 032	4 161	4 113	3 779
% vekst		16 %	-2 %	26 %	0 %	-4 %	3 %	-1 %	5 %
% lønn	60 %	50 %	59 %	67 %	69 %	64 %	62 %	65 %	62 %
Bonus median	1 138	1 296	1 163	1 124	668	1 143	1 559	1 557	1 206
% vekst		14 %	-10 %	-3 %	-41 %	71 %	36 %	0 %	5 %
% lønn	13 %	11 %	10 %	13 %	11 %	10 %	15 %	18 %	12 %
Opsjon median	272	1 117	210	0	0	0	0	0	200
% vekst		310 %	-81 %	-100 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-100 %
% lønn	3 %	10 %	2 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	2 %
Pensjon median	414	753	716	717	983	903	830	341	707
% vekst		82 %	-5 %	0 %	37 %	-8 %	-8 %	-59 %	-3 %
% lønn	5 %	7 %	6 %	8 %	16 %	8 %	8 %	4 %	7 %
Naturalytelser median	139	209	223	241	248	225	214	270	221
% vekst		50 %	7 %	8 %	3 %	-9 %	-5 %	26 %	10 %
% lønn	2 %	2 %	2 %	3 %	4 %	2 %	2 %	3 %	2 %
Andre**	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total median	4 863	6 749	5 612	6 255	6 077	6 303	6 763	6 280	6 113
%Vekst		39 %	-17 %	11 %	-3 %	4 %	7 %	-7 %	4 %
N	11	14	20	22	22	24	24	22	159

* Snitt periode er beregnet fra 2004-2011. Gjennomsnitt av kompensasjonselement er beregnet ved å vekte snittet/medianen hvert år like mye. % vekst er beregnet ved bruk av CAGR. % lønn er andel hvert kompensasjonselement er av den totale kompensasjonen.

**Median til bytte, aksjeprogram og styre er 0 for alle år.

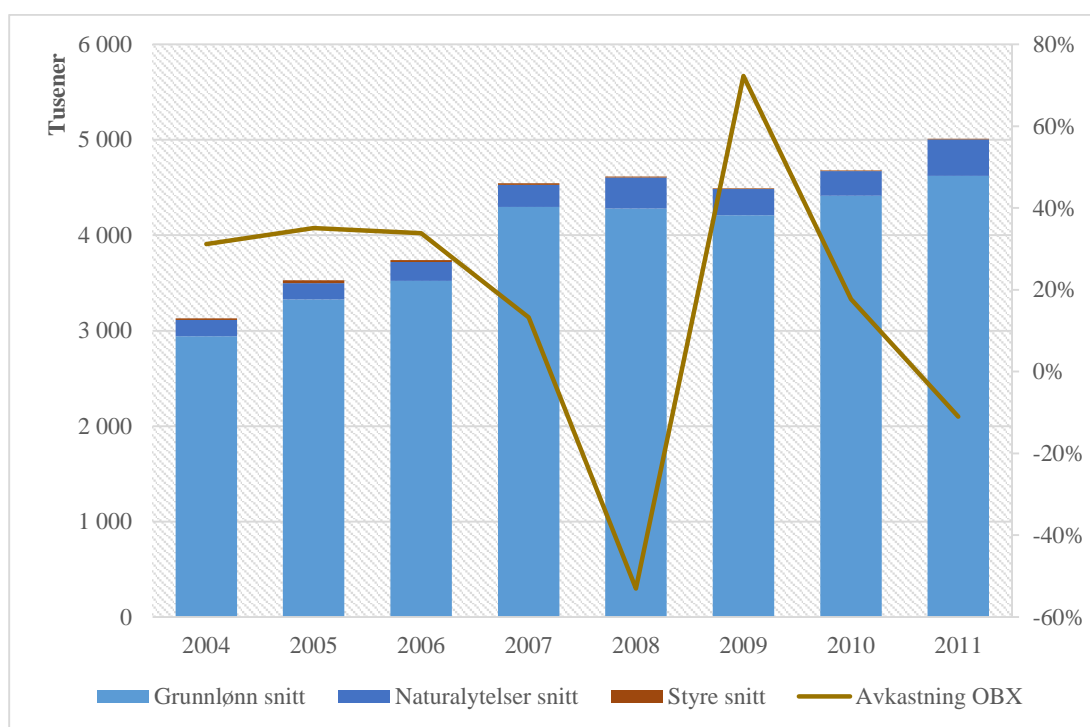
Figur 5-3 bygger på tallene fra Tabell 5-1, som vil danne grunnlaget for diskusjonen i denne delen av oppgaven. Tabellen gir en oversikt over gjennomsnitts- og medianverdier for de viktigste lønnsselementene hvert enkelt år og aggregert over hele perioden. Det er i tillegg

informasjon om årlig vekstrate og hvor stor andel de ulike lønnsbestanddelene utgjør av totalkompensasjonen.

Nederst i Tabell 5-1 vises en oversikt over antall observasjoner for hvert enkelt år. I den grafiske fremstillingen inngår det 159 observasjoner. Vi har utelatt et selskap enkelte år dersom de ikke rapporterte om opptjent fast- og resultatkompensasjon. Som vi ser er det en del færre observasjoner i 2004 og 2005. Dette skyldes at selskapene ikke var pliktig å rapportere topplederens kompensasjon i adskilte kompensasjonselementer og flere selskap valgte dermed å rapportere kompensasjonen som et element. I årene med få observasjoner er det en fare for skjevhet i utvalget. Det kan for eksempel tenkes at kompensasjonsveksten fra 2004 til 2005 skyldes at selskapene som inngår i 2004 er blant de med lavest kompensasjon.

Fastkompensasjon

Figur 5-4: Fastkompensasjon (basert på Tabell 5-1)



Fastkompensasjon består av grunnlønn, naturalytelser og styregodtgjørelse. Vi ser at den faste kompensasjonen i hovedsak består av grunnlønn, mens naturalytelser og styregodtgjørelse kun har en marginal effekt på fastkompensasjonen til gjennomsnittslederen. Grunnlønn utgjør i gjennomsnitt 41 prosent av topplederens kompensasjon over analyseperioden og har en årlig vekstrate på 7 %.

I figuren sammenligner vi fastkompensasjon med avkastningen på OBX-indeksen. I perioden 2004 til 2007 opplevde selskapene på OBX en høy aksjeavkastning og vi ser at grunnlønnen økte fra 2,9 til 4,3 millioner i samme periode. Etter 2008 har aksjeavkastningen vært svært volatil, mens fastkompensasjonen har holdt seg stabil. Dette tyder på at det ikke er en sterk korrelasjon mellom fastkompensasjon og aksjeavkastning. Vi tror det er 2 hovedfaktorer som kan forklare denne utviklingen.

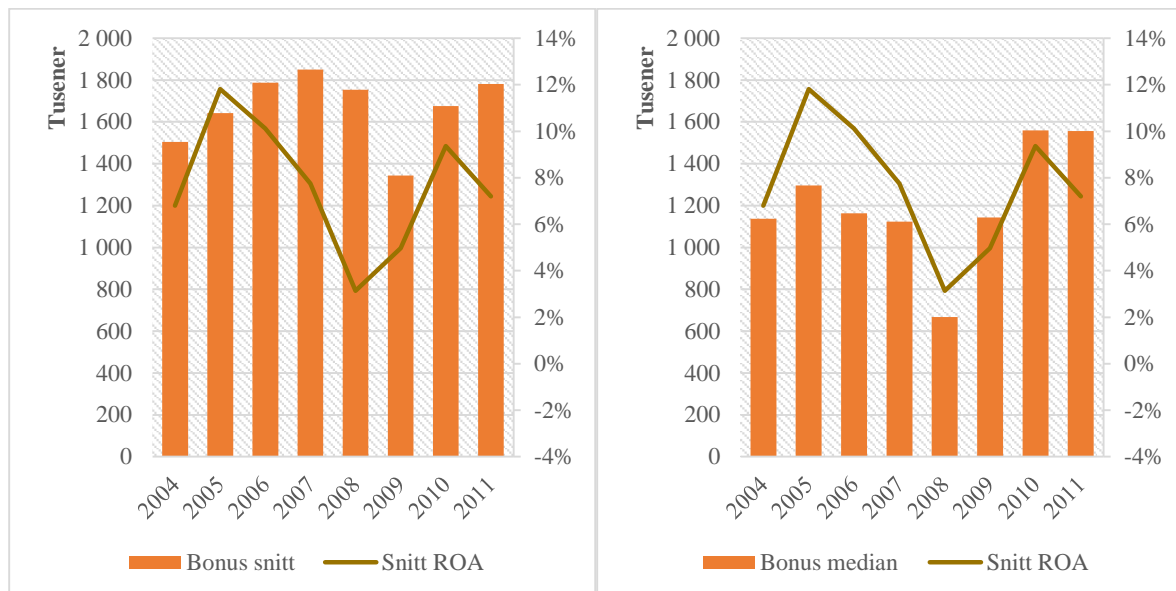
Forklaringen på den lave veksten i fastkompensasjon etter 2007 kan være at usikre framtidsutsikter etter finanskrisetåret 2008 førte til moderasjon i den fremtidige lønnsveksten til topplederne. Årsaker til dette kan være at ledere i usikre finansielle tider maner fagforeninger og ansatte til moderasjon i lønnsoppgjør. Det vil da være vanskelig for lederen å forsvare egen kompensasjonsvekst. Styret har muligens også mer press fra eierne om å redusere kostnader når det er finansielle nedgangstider. Ved å sammenligne med lønnsveksten i USA etter finanskrisetårene viser Randøy og Skalpe (2010) at den faste kompensasjonen for både ansatte og toppledere øker i perioden, mens den totale kompensasjonen til topplederne går noe ned grunnet reduserte bonusutbetalinger.

En annen faktor som kan ha påvirket nivået på fastkompensasjonen er statens nye restriksjoner innført i 2007. Som diskutert i 4.1.5 tror vi at myndigheters retningslinjer har ført til en vridning mot høyere fast godtgjørelse som kompensasjon for begrensningene i potensiell aksje- og bonuskompensasjon. Figuren tyder på at myndighetenes retningslinjer har hatt stor innvirkning på kompensasjonsstrukturen til topplederne. Vi ser fra figuren at fastkompensasjonen øker betraktelig i 2007. Retningslinjene gjelder bare de statlige selskapene, men vi tror også at retningslinjene kan ha hatt en smitteeffekt på de private selskapene. Vi vil i del 0 teste dette empirisk.

Naturalytelser utgjør 3 % av den totale kompensasjonen til lederen og varierer lite over perioden. Styregodtgjørelse er det kun 2 selskap som tildeler topplederen og denne godtgjørelsen er i tillegg relativt lav. Naturalytelser og styregodtgjørelser har derfor liten innvirkning på den totale kompensasjonen til topplederne, og vil derfor ikke drøfte denne delen av kompensasjonen ytterligere.

Resultatkompensasjon

Figur 5-5: Resultatkompensasjon (basert på Tabell 5-1).



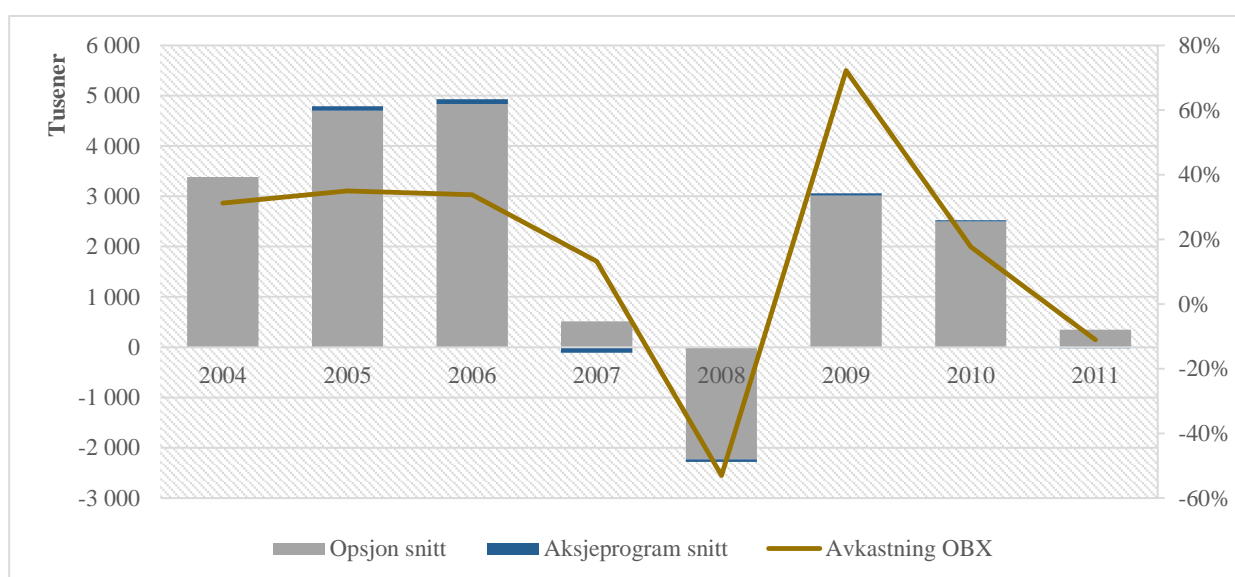
Resultatbasert kompensasjon består av periodisert bonus og utgjør hvert år mellom 10 % og 3av den totale kompensasjonen. Ettersom bonus i hovedsak er basert på selskapenes historiske økonomiske resultater er det naturlig å sammenligne bonus den gjennomsnittlige totalrentabiliteten (ROA) til utvalget⁴⁷. Vi ser fra figuren til venstre at bonus delvis samvarierer med rentabiliteten, men at denne sammenhengen ikke er like tydelig i alle årene. Som diskutert under driversøket fra lederlønnserklæringene er det mange subjektive og vanskelig målbare faktorer som spiller inn på bonusutbetalingene. En toppleder kan gjøre det godt selv om selskapet går dårlig og bli belønnet for dette. En annen indikasjon kan være at den resultatbasert kompensasjonen i noe grad er fast. Bonustak gjør at den ikke blir for høy i gode år, mens subjektive kriterier kan føre til at bonusen ikke blir kuttet i dårlige år. Samtidig er det en del ekstremobservasjoner som øker gjennomsnittlig bonusopptjening i år selskapene generelt har svake resultater. Hamilton i TGS NOPEC opptjente eksempelvis 16,5 millioner i resultatbasert kompensasjon i 2008.

⁴⁷ I modellen for resultatkompensasjon har vi brukt ROA som mål på selskapets avkastning. Vi har også testet for sammenhengen mellom resultatbasert kompensasjon og henholdsvis aksjeavkastning og ROE. Disse resultatene vil diskuteres nærmere i 0.

En måte vi grafisk kan illustrere utviklingen i bonusopptjening som delvis skiller ut effekten av ekstremverdier er å se på selskapets medianbonus. Til høyere i figuren over illustreres sammenhengen mellom medianbonus og gjennomsnittlig totalrentabilitet. Medianbonus ser ut til i større grad å samvariere med totalrentabilitet. Vi ser også at medianobservasjonene, særlig i årene før 2009, ligger på et mye lavere nivå enn gjennomsnittet. Dette tyder på at ekstremobservasjoner har stor innvirkning på gjennomsnittlig bonusopptjening.

Aksjekompensasjon

Figur 5-6: Utvikling i aksjekompensasjon (basert på Tabell 5-1)



Den aksjebaserte kompensasjonen består av aksje- og opsjonsprogram. Opsjoner utgjør i snitt 22% av den samlede kompensasjonen til topplederen, mens aksjeprogram kun utgjør 0,1%. Aksjeprogram er dermed ubetydelig for den gjennomsnittlige opptjeningen til topplederen.

Vi har valgt å sammenligne aksjekompensasjon med aksjeavkastning, ettersom det i hovedsak er aksjeavkastningen som driver aksjekompensasjonen. Figuren over indikerer en sterk sammenheng mellom aksjekompensasjon og aksjeavkastning, noe som ikke er uventet basert på bruken av opptjeningsprisnippet. Fra figuren over ser vi at nivået på aksjekompensasjonen variert mye over perioden. Den største opptjeningen finner vi i 2005 og 2006 på henholdsvis 4,7 og 4,8 millioner kroner. Den laveste gjennomsnittlige aksjekompensasjon forekommer i finanskrisetåret 2008 og er på minus 2,3 millioner.

Trend i aksjebasert kompensasjon

I løpet av perioden har utbredelsen av opsjonsprogram for toppledelsen vært relativt stabil, mens bruken av aksjeprogram har økt. En trend blant de statlig eide selskapene har vært å gå over fra opsjonsprogram til aksjeprogram. Endringen forekom i perioden 2007 til 2009 og kan forklares med at statens eierberetning i 2007 sterkt frarådet bruken av opsjoner for statlig eide selskap. Dette ser ikke ut til å ha hatt noen direkte effekt på utstedelsen av opsjoner hos de privateide selskapene hvor kun ett selskap (Schibsted) ser ut til å direkte ha fulgt denne trenden.

Tabell 5-2 Bruken av aksje- og opsjonsprogram

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
%Aktive opsjonsprogram	57 %	58 %	65 %	58 %	54 %	52 %	61 %	54 %
% Selskap som har utstedt opsjoner	30 %	21 %	42 %	23 %	38 %	37 %	36 %	32 %
%Aktive aksjeprogram	9 %	8 %	8 %	15 %	15 %	19 %	29 %	29 %
% Selskap som har utstedt aksjeprogram	9 %	4 %	4 %	8 %	8 %	15 %	29 %	29 %

Figuren tyder på at opsjonstildelingen økete i styrke i årene etter de statlige selskapene la ned sine program. Dette betyr at mange privateide selskap har utstedt nye opsjoner etter 2007. Statens endrede retningslinjer kom like før finanskrisen og vi tror at det nettopp er finanskrisen som er årsaken til økningen i opsjonsutstedelsen. Mange ledere satt med opsjoner *deep-out-of-the-money* etter krisen. Selskapene vil da ha insentiv til å utstede nye opsjoner for å gi lederne sammenfallende interesser med eierne. NUES har siden 2004 anbefalt at opsjoner bør kombineres med bundne aksjer og figuren indikerer at dette er tatt til følge av flere selskap, da selskap med aksjeprogram har økt betraktelig siden 2004.

Hvorfor aksjeprogram utgjør så liten del av aksjekompensasjonen.

Et annet interessant spørsmål er hvorfor aksjeprogram utgjør en så liten del av den totale kompensasjonen. Selv om aksjeprogram har økt fra å brukes i 9 % av selskapene i 2004 til 29 % i 2011 utgjør fortsatt aksjeprogram mindre enn 1 % av den gjennomsnittets lederens totale kompensasjon. Grunnen til at aksjeprogram utgjør en såpass liten del skyldes måten vi har definert aksjeprogram i oppgaven. Aksjeprogram er definert som verdiendring av bundne aksjer. Vi har definert aksjeprogram på denne måten fordi vi mener dette best fanger opp aksjeprogrammets insentiveffekt.

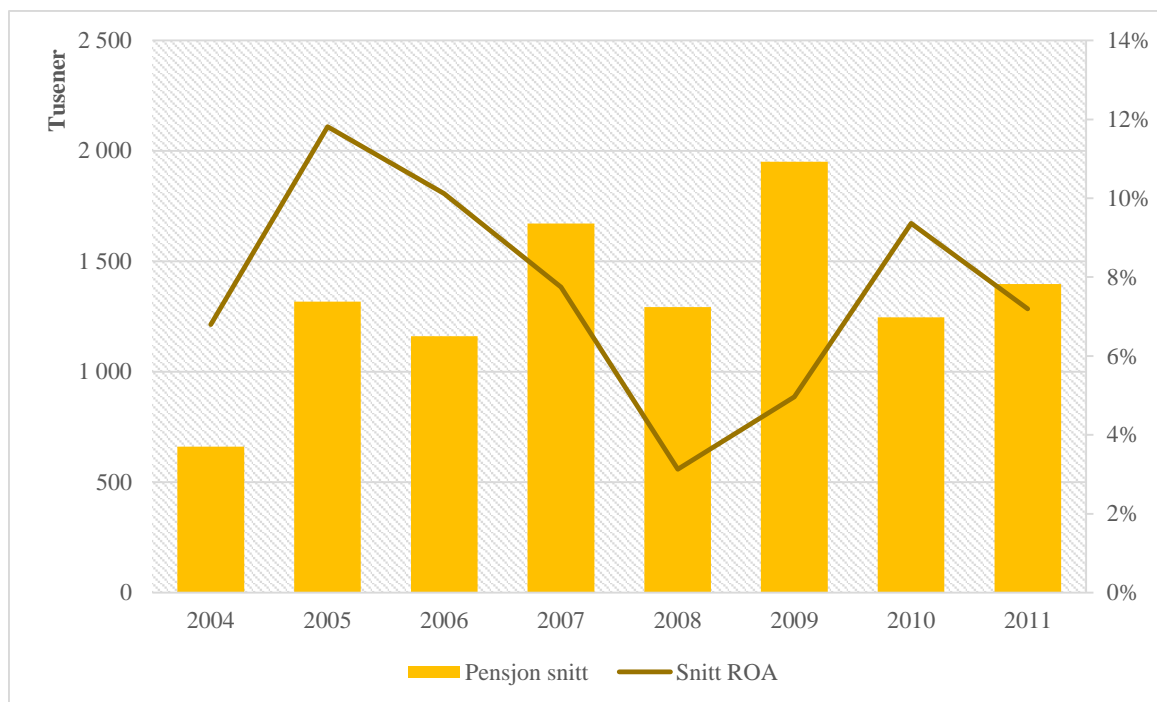
Vi kan illustrere hvorfor aksjeprogram har så liten insentiveffekt med et eksempel. Ole Jørgen Haslestad (konsernsjef i Yara) fikk i 2011 1,6 millioner i bundne aksjer med en bindingstid på

3 år. Nettobeløpet etter skatt blir investert i aksjer og tilsvarer 835 200 (gitt en marginalsatt på 47,8 %). I 2012 økte aksjekursen til Yara med 14 %. Dette tilsvarer en gevinst for Haslestad på 116 928. I 2012 hadde han i tillegg to andre aksjeprogram fra 2009 og 2010. Den totale opptjeningen i 2012 inkludert disse programmene var allikevel bare 253 000 kroner.

Pensjon og byttekostnad

Pensjon og byttekostnad vil bli utelatt fra de empiriske analysene. Vi har ikke anvendt opptjeningsprinsippet på pensjon. Byttekostnad er utelatts fordi dette ikke er knyttet til kompensasjon topplederen mottar mens han sitter i stillingen. Vi vil i avsnittene under gi en indikasjon på sammenhengen mellom disse variablene og avkastning.

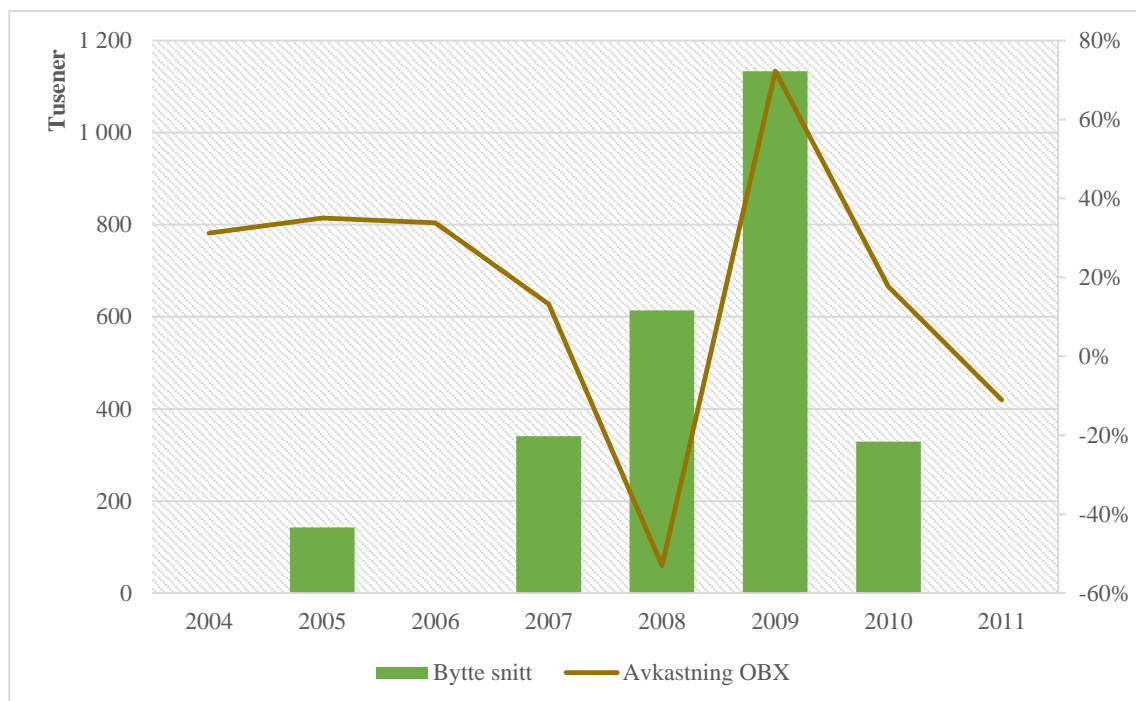
Figur 5-7: Pensjon og rentabilitet



Fra Tabell 5-1 ser vi at pensjon i gjennomsnitt utgjør 14% av den totale kompensasjonen til topplederne i analyseperioden. Vi sammenligner pensjon med rentabilitet ettersom vi antok tidligere at regnskapsprinsipper kan være avgjørende for årlig pensjon. Figuren over indikerer ingen markant sammenheng mellom pensjon og rentabilitet. Dette kan tyde på at pensjon faktisk blir drevet av bokføringsprinsipper og pensjonsforutsetninger. Kinserdal (2006) viste at det var en svak indikasjon på at selskap på Oslo Børs reduserte pensjonsforpliktelsene i år selskapet hadde lav egenkapital. Negative resultat reduserer et selskaps egenkapital. Dersom indikasjonen til Kinserdal stemmer betyr dette at selskapene har en tendens til å bokføre lavere pensjonsforpliktelser i dårlig år, noe som til en viss grad ser ut til at kan stemme for datasettet.

Byttekostnader

Figur 5-8: Sammenhengen mellom byttekostnader og aksjeavkastning.



Byttekostnader blir drevet av utskifting av toppledere. I årene 2004-2007 var det 0-2 som byttet jobb hvert år, mens i 2008 og 2009 var det henholdsvis 6 og 7 som byttet jobb. Dette forklarer de økte kostandene ved bytte, se Tabell 5-1. I årene 2010-2012 var det 2-5 ledere som årlig skiftet stilling. Vi ser tendenser til at toppledere blir byttet ut når selskap har lav avkastning, noe som kan indikere at byttekostnader vil være negativt korrelert med aksjeavkastning. I tillegg ser det ut som det kan være noe etterslep fra finanskrisen i 2009 hvor 7 toppledere byttet jobb på tross av høy aksjeavkastning.

5.2 Empirisk analyse

I denne delen av oppgaven vil vi forsøke å svare på hypotesene fra del 4. Først blir den statistiske metoden som er brukt i regresjonsanalysene nærmere forklart. Videre innleder vi resultatdelen med deskriptiv statistikk av variablene og våre fire regresjonsmodeller, før resultatene blir nærmere analysert.

5.2.1 Metode regresjon

Programvaren Stata har blitt brukt for å utføre OLS multippelregresjoner. Vi har delt totalkompensasjonen i fast-, resultat- og aksjekompensasjon tilsvarende inndelingen i del 5.1. Vi har lagd en modell for hver kompensasjonstype og en modell for totalkompensasjonen. Vi har undersøkt korrelasjonen mellom de uavhengige variablene og ingen har en samvariasjon på over 0,6.⁴⁸ Kommandoen *rreg* har blitt brukt for å nedvekte ekstremverdier og kommandoen *robust* har blitt brukt som en grov tilnærming til problemer rundt ekstremverdier, normalfordelte feilledd, heteroskedastisitet og store residual (UCLA: Statistical Consulting Group., 2013). Residualene til de fire modellene våre har blitt observert for å undersøke om de ser uavhengige ut. Korrelasjonsmatrise, residualer og de robuste modellene med forklaring til *rreg* og *robust* finnes i appendiks.

⁴⁸ Vi har i ettertid kontrollert *variance inflation factor* (*VIF*), hvor ingen variabler har en $1/VIF < 0,1$.

5.2.2 Presentasjon av data brukt i de empiriske analysene

Før vi presenterer analysene ønsker vi å vise to tabeller som nærmere forklarer dataen brukt i denne oppgaven. Tabell 5-3 viser den deskriptive statistikken for hver av variablene brukt i regresjonene beskrevet over følgende dimensjoner; antall observasjoner, gjennomsnitt, median, standardavvik, minste observasjon, største observasjon, 25. prosentil og 75. prosentil. Tabell 5-4 forklarer hvordan samtlige variabler har blitt beregnet.

Tabell 5-3: Deskriptiv statistikk.

	N	Gjennomsnitt	Median	SD	MIN	MAX	P25	P75
Fastkompensasjon	174	4 330 707	4 220 331	1 754 257	1 172 231	10 500 000	3 015 000	5 008 402
Resultatkompensasjon	159	1 773 936	1 260 000	2 227 305	0	16 500 000	586 333	2 000 000
Aksjekompensasjon	155	3 285 270	433 879	8 600 305	-26 100 000	44 600 000	0	4 143 386
Totalkompensasjon	159	7 919 758	5 775 005	7 678 341	-19 800 000	48 300 000	4 629 346	10 100 000
Aksjeavkastning	210	36,07	21,01	107,45	-97,51	853,61	-13,39	56,89
ROA	224	7,54	7,78	14,08	-84,51	44,44	2,54	14,79
Ln(omsetning)	229	23,05	23,03	2,18	11,05	27,31	21,99	24,60
Toppleders eierskap i prosent	227	1,42	0,01	5,29	0,00	37,16	0,00	0,06
Eierskap største 5 eiere	235	48,82	44,80	15,68	16,40	75,52	39,10	60,75
Ansiennitet	235	4,87	3,00	4,72	0,00	22,00	1,00	7,00
Bytte av toppleder	235	0,12	0,00	0,33	0,00	1,00	0,00	0,00
Utenlandsk leder	235	0,08	0,00	0,27	0,00	1,00	0,00	0,00
Snitt PB	235	2,90	2,24	2,40	1,20	13,65	1,44	3,42
Statlige selskap 2004-2006	235	0,09	0,00	0,29	0,00	1,00	0,00	0,00
Statlig eide selskap 2007-2011	235	0,18	0,00	0,38	0,00	1,00	0,00	0,00
Privateide selskap 2007-2011	235	0,51	1,00	0,50	0,00	1,00	0,00	1,00
Privateide selskap 2004-2006	235	0,22	0,00	0,42	0,00	1,00	0,00	0,00

Tabell 5-4: Forklaring til variabler brukt i empiriske analyser

Variabel	Forklaring
Fastkompensasjon	Fastkompensasjon består av grunnlønn, naturalytelser og styregodtgjørelse. Fastkompensasjonen blir opptjent året før den blir utbetalt, i henhold til diskusjon i del 2.3.
Resultatkompensasjon	Resultatkompensasjonen består av bonus.
Aksjekompensasjon	Aksjekompensasjon består av aksje- og opsjonsprogram.
Totalkompensasjon	Totalkompensasjonen består av fastkompensasjon, resultatkompensasjon og aksjekompensasjon.
Aksjeavkastning	Aksjeavkastning er beregnet som totalavkastningen, altså det en aksjonær sitter igjen med når utbyttet reinvesteres i aksjen.
ROA	Totalrentabilitet er beregnet som EBIT/(gjennomsnittlig totalkapital).
Ln(omsetning)	Ln(omsetning) er den naturlige logaritmen til selskapets omsetning.
Toppleders eierskap i prosent	Andelen utestående aksjer toppleder eier i eget selskap.
Eierskap største 5 eiere	Den aggregerte eierandel til de 5 største eierne.
Ansiennitet	Antall kalenderår topplederen har sittet som øverste leder.
Bytte av toppleder	Dummyvariabel som tar verdien 1 dersom det har vært mer enn 1 toppleder i et selskap i løpet av et kalenderår.
Utenlandsk leder	Dummyvariabel som tar verdien 1 dersom topplederen har utenlandsk statsborgerskap.
Snitt PB	Beregnet som snittet av selskapets pris/bok for alle årene med observasjoner.
Statlig eide selskap 2004-2006	Dummyvariabel som tar verdien 1 dersom mer enn 1/3 av selskapet er eid av den norske stat i årene 2004-2006.
Statlig eide selskap 2007-2011	Dummyvariabel som tar verdien 1 dersom mer enn 1/3 av selskapet er eid av den norske stat i årene 2007-2012. I 2012 finnes det noen få observasjoner for aksje- og resultatkompensasjon.
Privateide selskap 2007-2011	Dummyvariabel som tar verdien 1 dersom mindre enn 1/3 av selskapet er eid av den norske stat i årene 2007-2012. I 2012 finnes det noen få observasjoner for aksje- og resultatkompensasjon.
Privateide selskap 2004-2006	Dummyvariabel som tar verdien 1 dersom mindre enn 1/3 av selskapet er eid av den norske stat i årene 2004-2006.

Fra Tabell 5-3 ser vi at antall observasjoner for de ulike variablene er forskjellig. Dette skyldes at det mangler data for noen av variablene. Dette dreier seg hovedsakelig om manglende informasjon om lønn, aksjekurs og regnskapsdata. Maksimalt er det 235 observasjoner for en variabel.

Vi har 174 observasjoner for fastkompensasjon. Det har for disse observasjonene vært mulig å skille ut hvilken del av lederens godtgjørelses som er fastkompensasjon. Selskapene Kongsberg Automotive, Seadrill og Subsea 7 rapporterer ikke dette i noen av årene og utelates derfor helt fra analysen. I tillegg er det som nevnt en del selskap som ikke rapporter fastkompensasjon for 2004 og 2005. Vi mangler i tillegg observasjoner for 2012 fordi opptjent grunnlønn først blir tilgjengelig i 2013 årsrapportene. Den lavest observasjonen for fastkompensasjon er 1,17 millioner, mens den høyeste observasjonen er 10,50 millioner.

Vi har 159 observasjoner for resultatbasert kompensasjon. Det er kun selskap som spesifikt rapporter om resultatkompensasjon som inngår i datasettet. Selskapene nevnt over spesifiserer heller ikke topplederens bonus og utelates derfor fra regresjonene. Det utgår i tillegg en del potensielle observasjoner for 2012 ettersom de fleste selskapene kun rapporter om den utbetalte bonusen. Bonus opptjent i 2012 blir derfor først tilgjengelig i årsrapportene fra 2013. Norwegian er utelatt fra modellen for resultatkompensasjon ettersom selskapet ikke har et bonusprogram for sin toppleder. Den resultatbaserte kompensasjonen varierer fra 0 til 16,50 millioner. Medianlederen tjener 1,26 millioner, mens gjennomsnittslederen tjener 1,77 millioner.

Aksjekompensasjon inkluderes dersom topplederen enten har et aktivt aksje- eller opsjonsprogram. Vi har kun 155 observasjoner for aksjekompensasjon fordi flere av selskapene i utvalget i enkelte år ikke har noen form for aksje- eller opsjonsprogram. Opsjoner har i utgangspunktet stor oppsiderisiko og lav nedsiderisiko ettersom ledernes minste utbetaling er begrenset til 0 og det ofte ikke finnes noen øvre grense⁴⁹. Dette kan gi store skjevheter i utvalget grunnet ekstreme positive gevinster. Vi har som forklart i del 2.3 periodisert aksjekompensasjonen etter opptjening, noe som kan gi negativ godtgjørelse i enkelte år. Grunnet vårt valg av metode mener vi at skjevheten i utvalget blir betraktelig redusert. Sammenligner vi median og gjennomsnitt for aksjekompensasjon ser vi at snittet er på 3,29 millioner mens medianen er på 0,43 millioner. Vi har ekstremobservasjoner i begge retninger, Andrew Kay i Algeta opptjente i 2009 og 2010 henholdsvis 38 og 44,6 millioner på opsjoner.

⁴⁹ Oppside mulighetene er begrenset dersom selskapet har tak på sine opsjoner.

Eksempler på negative observasjoner er Orklasjef Dag Opedal som tapte 26,1 millioner i opptjente opsjoner i 2008 og Jon Fredrik Baksaas som tapte 23 millioner det samme året. Slike ekstremobservasjoner har stor påvirkning på gjennomsnittsverdiene.

Vi har 159 observasjoner for totalkompensasjon. Alle selskap som opplyser om spesifikke kompensasjonselement er inkludert i analysen. Dersom selskap ikke har bonus-, aksje-, eller opsjonsprogram vil de fremdeles inkluderes i totalkompensasjonen. Vi er her interessert i å sammenligne den totale kompensasjonen med avkastningen, uavhengig av kompensasjonens struktur. Den gjennomsnittlige topplederen tjente 7,92 millioner, mens medianlederen tjente 5,78 millioner⁵⁰. Den laveste kompensasjonen en toppleder har opptjent på et år er -19,80 millioner, mens den høyeste kompensasjonen er på 48,30 millioner.

Av de 235 potensielle observasjonene har vi 210 observasjoner med årlig aksjeavkastning. Noen selskap har blitt børsnotert i løpet av vår analyseperiode og det mangler derfor observasjoner for aksjeavkastning i årene før noteringen. Den årlige gjennomsnitts aksjeavkastningen er 36,1 %, mens medianselskapet har 21 % avkastning. Den laveste observasjonen for et enkelt selskap er en negativ aksjeavkastning på -97,5 %, mens den høyeste aksjeavkastningen i et enkelt år er 853,6 %. Det er verdt å merke seg at et selskap ikke kan å ha en negativ avkastning på mer enn 100 %, slik at vi vil ha flere innslag av ekstremavkastning i positiv retning.

Vi har 224 observasjoner for totalrentabilitet. Selskapenes gjennomsnittlige ROA er på 7,5 %, den laveste observasjonen er - 84,5 %, mens den høyeste er 44,4 %. Kontrollvariablene vil bli forklart nærmere senere i oppgaven der hvor dette er relevant.

⁵⁰ Dette tallet avviker fra den grafiske fremstillingen fordi pensjon og byttekostnader ikke er inkludert i de empiriske analysene.

5.2.3 Regresjonsmodeller

Tabell 5-5: Resultater fra regresjonsanalysene.

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Fastkompensasjon	Resultatkompensasjon	Aksjekompensasjon	Totalkompensasjon
Aksjeavkastning	-838.9 (822.9)		22435.6*** (5638.5)	15207.0*** (4306.1)
ROA	-942.2 (8431.2)	44728.2*** (12680.4)		35857.0 (47043.8)
Ln(omsetning)	590338.1*** (76561.9)	-104598.3 (113417.2)	1024456.3** (510158.4)	1067670.7** (427738.0)
Toppleders eierskap i prosent	-91331.8*** (15631.5)	8020.8 (68691.0)	-143885.6 (108978.0)	-183016.9** (82178.7)
Eierskap største 5 eiere	-9314.0 (8063.3)	-44789.4*** (11808.8)	25949.6 (60995.8)	-32926.5 (43140.1)
Ansiennitet	30280.4 (20974.6)		-255677.1 (165801.7)	43530.2 (109582.1)
Utenlandsk leder	-1039634.5** (428908.5)	4183337.6*** (578518.4)	4776081.9** (2287434.6)	13046036.9*** (2233247.4)
Snitt PB	254674.6*** (60618.2)	-330721.7*** (80265.5)	1399172.6*** (381513.5)	1496023.1*** (318045.6)
Privateide selskap 2004-2006	-12488.4 (404613.5)	-322580.1 (593984.1)	-930938.5 (3113794.1)	-3687048.1* (2181216.3)
Privateide selskap 2007-2011*	557380.0 (353176.9)	-7514.2 (498257.7)	-3619918.7 (2807056.8)	-4857812.3** (1899782.0)
Statlig eide selskap 2007-2011*	1482683.1*** (333016.5)	161410.2 (488710.7)	-6720227.9** (2641233.8)	-3582713.6** (1775786.9)
Bytte av toppleder		-960930.0** (393716.7)		
Constant	-10101536.4*** (2032121.0)	6770362.5** (2935648.1)	-22124327.3 (13593047.0)	-17346535.9 (11322968.8)
Observations	158	156	143	149
R ²	0.642	0.524	0.340	0.524
Adjusted R ²	0.615	0.491	0.291	0.486

Standardavvik i parentes, * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

* For statlig- og privateideselskap 2007-2011 er 2012 med for noen observasjonene i modell (2) og modell (3). For modell (1) og modell (4) finnes det ingen 2012 variabler fordi fastkompensasjonen har blitt periodisert et år tilbake i tid og vi mangler derfor opptjent grunnlønn.

Tabellen over viser resultatene av de empiriske analysene. Vi har fire modeller som forklarer henholdsvis fast- resultat-, aksje- og totalkompensasjon. Videre i oppgaven vil modell (1) referere til fastkompensasjon, modell (2) til resultatkompensasjon, modell (3) til aksjekompensasjon og modell (4) til totalkompensasjon. Tabellen inkluderer koeffisienten til alle variablene med standardavviket i parentes. Stjernene beskriver signifikansnivået til variablene, der 1, 2 og 3 stjerner betyr henholdsvis signifikansnivå på 10 %, 5 % og 1 %. N er antall observasjoner og R^2 er modellens forklaringskraft. Der hvor det er blanke felt for enkelte variabler betyr det at variabelen ikke inngår i den spesifikke modellen. Eksempelvis er ROA ikke med i modellen for aksjekompensasjon.

For regresjonsmodell (1) ser vi at 158 av 235 potensielle observasjoner inngår. Dette skyldes for det første at vi har 174 observasjoner med fastkompensasjon. I tillegg mangler det noen observasjoner på aksjeavkastning ettersom noen selskap ikke har vært børsnotert i hele perioden. Modell (1) forklarer 64,2 % av variasjonene i fastkompensasjonen.

I regresjonsmodell (2) er 156 av de 235 potensielle observasjonene med i modellen for resultatbasert kompensasjon. Årsaken er at det ikke finnes mer enn 159 observasjoner for bonus og at det mangler noen observasjoner for ROA. Modellen forklarer 52,4 % av variasjonen i den resultatbaserte kompensasjonen.

Av de 235 potensielle observasjonene er 143 med i regresjonsmodell (3). Dette skyldes at vi kun har 155 observasjoner av aksje- eller opsjonsprogram i analyseperioden. I noen tilfeller har enkelte selskap opsjonsprogram før de ble børsnotert, noe som fører til at vi mister noen observasjoner for aksjeavkastning. Modell (3) forklarer 34,0 % av variasjonen i aksjekompensasjonen.

Totalkompensasjon analyseres i regresjonsmodell (4) og 149 observasjoner inngår i modellen. For det første er det kun 159 observasjoner for totalkompensasjon. I tillegg forsvinner 10 observasjoner som følge av at variabelen aksjeavkastning inkluderes. Modellen forklarer 52,4 % av variasjonen i totalkompensasjonen.

5.2.4 Kontrollvariabler

LN(Omsetning)

Logaritmen til selskapets omsetning er inkludert som kontrollvariabel i alle modellene og er signifikant innenfor 1 % nivå for fastkompensasjon og signifikant innenfor 5 % nivå for aksje- og totalkompensasjon, mens det er en negativ ikke signifikant sammenheng mellom resultatbasert kompensasjon og omsetning. Betaen kan tolkes på følgende måte; dersom omsetning øker med X % øker toppleders kompensasjonen med $0,01X \cdot \text{beta}$. Modellene predikerer da at fast-, aksje- og totalkompensasjon øker med henholdsvis 5 903, 10 245 og 10 677 kroner dersom et selskaps omsetning øker med 1 prosent.

I 2011 hadde Telenor en omsetning som var 60 % høyere enn Orkla. Alt annet like predikerer modell (1) at Baksaa har en fastkompensasjon som er 0,35 millioner høyere enn Wiggen⁵¹. Tilsvarende estimerer modell (3) og (4) at Baksaa har aksje- og totalkompensasjonen som er henholdsvis 0,61 og 0,64 millioner høyere enn Wiggen. Det er stor spredning i omsetning mellom selskapene i utvalget. Den høyeste omsetningen hadde Statoil i 2012 på over 700 milliarder, mens flere selskap i enkelte år har en omsetning på under 10 milliarder. Dette tyder på at omsetning er svært avgjørende for kompensasjonsnivået til lederne.

Den store innvirkningen omsetning har på toppleder kompensasjonen har lenge vært kjent innen lederlønnforskning nasjonalt og internasjonalt. Som diskutert i del 4.2.1 hevder ledelsesmakttoretikere at sammenhengen skyldes at topplederne i store selskap har mer makt og dermed en høyere kompensasjon. Humankapitalteorien mener derimot at sammenhengen skyldes at store selskap har mer ressurser, noe som øker mulighet til å tiltrekke seg bedre toppledere.

Sammenhengen mellom resultatkompensasjon og ln(omsetning) er ikke signifikant. Det betyr at bonus blir drevet av faktorer enn omsetning, som nasjonaliteten til toppleder og totalrentabiliteten. Dette vil vi diskutere nærmere i de neste avsnittene.

⁵¹ Utregning: $5903 \cdot 60 = 354\,180$. Baksaa og Wiggen er toppleder i henholdsvis Telenor og Orkla.

Toppleders eierskap i prosent

Fra Tabell 5-3 ser vi at de fleste toppledere har lavt prosentvis eierskap i selskapet de leder. Gjennomsnitt og median eierskapet er på henholdsvis 1,42 % og 0,01 %. 75 % av lederne har et eierskap på under 0,06 %. Det betyr at de fleste topplederes totale formue vil være mer avhengig av årlige kompensasjon enn verdiendring av selskapets aksjer. For topplederen med stort eierskap er situasjonen annerledes. For eksempel eide Bjørn Kjos 37,16 % av Norwegian i 2006, tilsvarende verdier for over 1 milliard kroner. Endringen i Norwegians aksjekurs vil da ha svært stor innvirkning på Kjos sin formue.

Topplederens eierskap har blitt inkludert som kontrollvariabel i alle modellene, men er kun signifikant for fastkompensasjon innenfor et 1% nivå og totalkompensasjon innenfor et 5 % nivå. Betaen til fastkompensasjonen og totalkompensasjonen er henholdsvis $-0,09$ millioner og $-0,18$ millioner. For en dominant eier som Bjørn Kjos med et eierskap på 37,7 % i 2006 predikerer modellene at eierskapet reduserer fastkompensasjonen med 3,44 millioner og totalkompensasjonen med 6,90 millioner, noe som er en betydelig reduksjon i kompensasjon som følge av eierskap.

Resultatet er i tråd med agentteorien som argumenter med at kompensasjonen reduseres som følge av reduserte agentproblemer. Vi tror i tillegg at topplerkompensasjonen kan være en driver for det totale lønnsnivået til selskapet, spesielt i Norge der lønnsoppgjørene er sentraliserte. Toppledere med høyt eierskap kan øke egen formue ved å holde sin egen kompensasjon lav hvis dette fører til at det generelle lønnsnivået i selskapet også modereres. Lederen øker på denne måten formuen sin ved å opprettholde lave lønnskostnader som øker overskuddet og potensielle utbytte utbetalinger. Ledelsesmaktteorien argumenterer med at dominante ledere har makt og kan tilegne seg høyere kompensasjon på bekostning av andre aksjonærer. Dette ser ikke ut til å være tilfellet for lederne i vårt utvalg, men vi tror teorien kan stemme for ledere i mindre selskap der lederens formue er mer avhengig av årlig kompensasjonen fra selskapet han leder enn aksjekursutvikling og utbytteutbetalinger.

Eierskap største 5 eiere

Det aggregerte eierskapet til de fem største aksjonærene, målt i prosent, er inkludert i alle modellene. Modell (1) antyder en negativ sammenheng mellom fastkompensasjon og eierskapet til de 5 største aksjonærene, men denne sammenhengen er ikke signifikant. Modell (2) slår fast

at det er en sterk negativ signifikant sammenheng mellom resultatkompensasjon og eierskapet til de 5 største aksjonærene. Modellene for aksje- og totalkompensasjon gir ingen signifikant sammenheng med eierskapet til de 5 største aksjonærene.

Modell (2) anslår at topplederen får 44 789 mindre i resultatkompensasjon ved 1 prosentpoengs økning i eierskapet til de fem største eierne. Sammenligner vi kompensasjonen til topplederen i Petroleum Geo-Services hvor de største 5 eierne har 25 % av aksjene, med Lerøy hvor de fem største aksjonærene eier 75% av aksjene, predikerer modellen at Lerøys toppleder vil ha en resultatbasert kompensasjon som er 2,24 millioner lavere enn PGS sin leder.

Summen av eierskapet til de 5 største aksjonærene i hvert selskap utgjør i gjennomsnitt 49 % og varierer fra 16 % til 75 % for selskapene i utvalget. Vi bruker summen av eierskapet til de 5 største aksjonærene som et mål på makten lederen har over styret. Gitt at variabelen eierskap største 5 eiere reflekter maktforholdet mellom toppleder og eiere er den negative sammenhengen i tråd med ledelsesmaktteorien. Teorien argumenterer for at topplederen vil ha mindre makt til øke egen kompensasjon i selskap med dominante eiere. Agentteorien argumenterer med at selskap med dominante eiere i større grad vil overvåke lederen, og derfor betale lavere resultatbasert kompensasjon. Basert på teorien burde det også vært en signifikant sammenheng mellom eierskapet til de største 5 eierne og fast-, aksje- og totalkompensasjon. Et potensielt problem med dette målet er at staten er en såpass dominant eier på Oslo Børs.

Det kan diskuteres om alle eierne faktisk utøver aktivt eierskap. Problemer med variabelen oppstår når (1) det er institusjonelle eiere fremfor private eiere og (2) når dominante eiere ikke utøver aktivt eierskap.

(1) Private eiere har direkte insentiver til å maksimere verdiskaping og holde lederkompensasjon lav, mens institusjonelle eiere kan ha andre insentiver. Eksempler kan være at den institusjonelle eieren også har interesser i konkurrerende selskap, leverandører eller kunder og ønsker at verdiskapningen skal skje i en annen del av verdikjeden enn de private eierne. I tillegg kan de institusjonelle eierne legge andre perspektiv enn eierskapsperspektivet til grunn når de sitter i styret. For eksempel er staten som institusjonell eiere svært opptatt av fordelingsperspektivet og det samfunnsøkonomiske vekstperspektivet.

Ved institusjonelle eiere er det et ekstra ledd hvor agentkostander kan oppstå mellom eieren og eierens representant i styret. Eksempelvis vil styrerepresentanten ha en personlig kostand ved å redusere topplederens kompensasjon. Dersom topplederen kan påvirke representantens styregodtgjørelse vil dette skape insentiver for både toppleder og representanten til å øke hverandres kompensasjon (Bebchuk & Fried, 2004). Institusjonelle eiere er klar over denne agentproblematikken og kan lage retningslinjer for eierstyring som begrenser agentproblemene. I Norge har vi for eksempel statens eierberetning og NUES sin anbefaling som diskutert i del 3. I tilfeller hvor styret mottar høy styregodtgjørelse kan dette indikere at det finnes agentproblemer mellom styrerepresentanten og den institusjonelle eieren.

(2) Et problemet med å inkludere de fem største eierne som mål på maktforholdet mellom styret og ledelse er i tilfeller hvor dominante eiere ikke utøver aktivt eierskap. Det er stor variasjon i hvor aktivt ulike eiere opptrer og særlig institusjonelle eiere kan ha inaktivt eierskap (Sjo, 2007). De inaktive eierne styrer selskap ved å kjøpe eller selge aksjen hvis de ikke er enig i selskapets eierstyring. Den mest synlige formen for aktivt eierskap er der hvor eieren selv sitter i styret. Fra ledelsesmaktteorien kan det argumenteres for at selskap hvor staten har høyt eierskap har lederen mer makt til å fastsette sin egen kompensasjon. Noe som argumenterer imot dette er at staten utøver aktivt eierskap selv om de ikke sitter i styret. Dette gjøres i hovedsak gjennom eierberetningen.

Ansiennitet

Tabell 5-3 viser at ansienniteten til topplederne varierer fra 0 til 22 år. Den gjennomsnittlige lederen har sittet i 4,87 år. Ansiennitet er inkludert i alle modellene utenom resultatkompensasjon, hvor bytte av toppleder er brukt i stedet.

Det er overraskende at ansiennitet ikke er signifikant i noen av modellene. Modell (1) antyder en svak positiv sammenheng mellom fastkompensasjon og ansiennitet. En positiv sammenheng ville vært i tråd med både ledelsesmaktteorien og humankapitalteorien. Toppledere som har sittet lenge har ofte større makt over styre og mer kunnskap. Ledelsesmaktteorien antyder at disse effektene burde resultere i høyere kompensasjon. Humankapitalteorien argumenterer for at toppledere med høy ansiennitet har mer kunnskap og derfor bør ha høyere kompensasjon.

En mulig forklaring på den manglende sammenhengen mellom kompensasjon og ansienniteten kan være at spredningen på ansiennitet er for lav. 75 % av topplederne har sitter under 7 år, se

Tabell 5-3. En annen årsak kan være at selskap også betaler for å tiltrekke seg talent. Randøy og Skalpe (2010) forklarer at selve lønnsfastsettelsesprosessen også er med å påvirke nivået og utformingen av lederkompensasjonen. Ved rekruttering av en toppleder er lønnsforhandlinger ofte et av de siste leddene i ansettelsesprosessen. Hvis det allerede er offentlig kjent at selskapet forsøker å rekruttere lederen, vil lederen ha makt over de som skal fastsette kompensasjonen hans. Konsekvensene for selskapet dersom de ikke klarer å rekruttere kandidaten kan være et fall i aksjekursen som kan koste eierne flere titalls millioner, mens konsekvensene av å gi etter for høye lønnskrav isolert sett er en marginal reduksjon i overskuddet. I situasjoner der lederen forhandler direkte med selskapets HR-avdeling vil prinsippal agent situasjonen snus i det lederen blir ansatt, noe som bidrar til å gi lederen makt i lønnsforhandlingene. Argumentene over indikerer at nyansatte ledere vil ha høyere lønn. Dette underbygges av Daines, Nair, & Kornhauser (2005) som fant bevis på at nyansatte amerikanske toppsjefer fikk bedre betalt enn forgjengeren. Hvis begge disse effektene spiller inn på samme tid kan dette forklare den manglende sammenhengen mellom ansiennitet og de ulike kompensasjonselementene.

Bytte av toppleder

Dummy-variabelen bytte av toppleder tar verdien 1 i år et selskap bytter toppleder. 12 % av observasjoner inneholder år med bytte av toppleder. Vi bruker bytte av toppleder på resultatkompensasjon fremfor ansiennitet fordi vi mener resultatkompensasjon resultatkompensasjonen blir særlig påvirket av år med bytte. Bytte og ansiennitet fanger begge opp hvor lenge topplederen har sittet (bytte av toppleder er det samme som 0 år med ansiennitet) og vi kan derfor ikke bruke begge i samme regresjon. Vi kan illustrere hvorfor resultatkompensasjonen blir påvirket av år med bytte med følgende eksempel: To toppledere byttet jobb i 2010. Den avtroppende topplederen går av grunnet historisk dårlige prestasjoner. Han vil i utgangspunktet få en lavere resultatkompensasjon som følge av dette. I tillegg er store deler av resultatkompensasjonen satt basert på subjektive kriterier. Vi tror styre vil bruke dette for å minimere resultatkompensasjonen til den avgående topplederen året han slutter. Den påtroppende topplederen får en lav resultatkompensasjon året han starter fordi han kun har deler av året å vise til når det kommer til de historiske resultatene.

For resultatkompensasjon er det en negativ sammenheng innenfor et 5 % signifikansnivå. Modellen predikerer at de årene topplederen bytter jobb får han 0,96 million lavere resultatkompensasjon.

Utenlandsk toppleder

Dummy-variabelen utenlandsk leder tar verdien 1 hvis topplederen har utenlandsk statsborgerskap. Fra Tabell 5-3 ser vi at 8 % av observasjonene tilhører utenlandske toppledere. Disse 8 prosentene består av 5 utenlandske toppledere fra USA, England og Frankrike. Toppsjefene har også hovedkontoret sitt i utlandet og kan derfor anses å være del av et annet lederlønnsmarked.

Dummy-variabelen har blitt inkludert i alle modeller. Variabelen har en signifikant påvirkning på resultat- og totalkompensasjon innenfor 1 % signifikansnivå og på fast- og aksjekompensasjon innenfor et 5 % nivå.

Effekten på kompensasjon er stor. Modell (4) predikerer at de utenlandske topplederne får 13,05 millioner mer i totalkompensasjon enn norske toppledere. Dette er i tråd med tidligere teori på området som trekker frem Norge som et land med generelt lav toppleder kompensasjon. 4 av de 5 utenlandske topplederne er amerikanske eller britiske statsborgere. Når det er i disse landene får topplederne får utbetalt mest i kompensasjon er dette resultatet langt fra overraskende. Modellene predikerer at utenlandske toppledere får henholdsvis 4,18 millioner mer i resultatkompensasjon og 4,78 millioner mer i aksjekompensasjon enn de norske lederne. Noe mer overraskende er det at modell (1) predikerer at utenlandske ledere har 1,04 millioner lavere fastkompensasjon enn sine norske kollegaer. Dette kan forklares med litteratur fra amerikansk og britisk forskning som viser at amerikanske og britiske toppledere får en større andel variabel godtgjørelse enn toppledere i andre land (Balafast & Florackis, 2013; Jackson, Lopez, & Reitenga, 2008).

De direkte effektene av internasjonal integrering går ut på at norske toppledere blir etterspurt i utlandet og utenlandske toppledere blir etterspurt i Norge og fører derfor til at norske topplederlønninger øker (Randøy & Skalpe, 2010). Ettersom det såpass store lønnsforskjeller mellom norske og utenlandske toppledere tyder dette på at de direkte effektene i liten grad påvirker kompensasjonen.

Snitt Pris/Bok

Tabell 5-3 viser at størrelsen på pris/bok varierer mellom 1,20 og 13,65. 75 % av selskapene har en pris/bok under 3,42 og den gjennomsnittlige snitt pris/boken er på 2,90. Snitt Pris/bok

inkluderes i alle modellene som et mål på selskapets vekstpotensialet. Variabelen har en signifikant påvirkning på kompensasjonen innenfor 1% nivå for alle modellene.

Modell (3) og (2) predikerer henholdsvis at en økning på 1 i snitt pris/bok vil øke aksjekompensasjonen med 1,40 millioner og redusere den resultatbaserte kompensasjonen med 0,33 millioner. En forklaringen på dette kan være at opsjoner er mer verdt for topplederne i vekstselskap. Det kan derfor argumenteres med at ledere av vekstselskap ønsker opsjoner fremfor bonus. Vekstselskap vil i tillegg forvente å øke sin kontantstrøm i fremtiden. Det vil da være bedre for eierne å betale topplederen i fremtiden (opsjoner har gjerne lang levetid), enn å betale en kontantbonus i dag, som kunne vært brukt til å investere i positive nåverdiprosjekter. I tillegg vil opsjoner med lang levetid trolig gi bedre langsiktig insentiveffekt enn bonus til å realisere disse prosjektene. Bonus er ofte knyttet til årlige rentabilitetsmål som ikke nødvendigvis er sammenfallende med en langsiktig vekststrategi.

Modell (1) og (4) predikerer henholdsvis en økning i fastkompensasjon på 0,25 millioner og en økning i totalkompensasjon på 1,50 millioner ved en økning i snitt pris/bok på 1. En forklaring til dette er at vekstselskap er mer fokusert på å drive topplinjen og er opptatt av å øke salget og kapre markedsandeler, mens et modent selskap er mer opptatt av kostnadseffektivitet. Vi tror derfor at eiere av vekstselskap vil ha mindre fokus på lønnskostnaden til lederen enn et moden selskap, alt annet like.

Fra humankapitalteorien kan det argumenteres med at høy kompensasjon er nødvendig for å tiltrekke og beholde talent. Fra et eierskapsperspektiv vil kostnaden for eierne av å betale noen ekstra millioner i kompensasjon til sin toppleder bli mer enn kompensert for hvis en dyktig toppleder er avgjørende for selskapets fremtidige vekst. Vi mener det derfor er rimelig å anta at eierne av selskap med stort vekstpotensialet er mer tilbøyelig til å godta høy lederkompensasjon.

5.2.5 Delhypotese Stat

DH1: Statlig eide selskap har lavere totalkompensasjon i 2007-2011 enn i 2004-2006.

For å besvare delhypotese 1 bruker vi regresjonsmodellene fra Tabell 5-5. Her er variabelen statlig eid selskap 2004-2006 referansen til de statlige dummy-variablene. Modell (4) predikerer at totalkompensasjonen til ledere i statlig eid selskap er 3,58 millioner lavere i 2007-

2011 enn i årene 2004-2006. Resultatet er signifikant ved et 5 prosents signifikansnivå. Vi beholder derfor delhypotese 1.

I hypotesedelen argumenterte vi med at den variable delen av toppleders kompensasjon ville reduseres etter innføringen av de nye retningslinjene. Modell (3) bekrefter dette og anslår at aksjekompensasjonen til ledere i statlig eide selskap er 6,72 millioner lavere i årene etter 2006. Modell (2) fastslår at det ikke er noen signifikant endring i resultatbasert kompensasjon etter 2006. Statens eierberetning ser derfor ut til å ha hatt stor innvirkning på aksjekompensasjonen, men ingen klar effekt på resultatbasert kompensasjon. Vi argumenterte også med at retningslinjene kunne føre til økt fastkompensasjonen. Modell (1) bekrefter dette og anslår at fastkompensasjonen etter 2006 er 1,48 millioner høyere⁵².

Resultatet tyder på at statens retningslinjer har hatt stor påvirkning på kompensasjonsstrukturen. Etter retningslinjene trådte i kraft i løpet av 2007 ble ikke topplederne i statlig eide selskap tildelt flere opsjonsprogram. Flere av selskapene gikk over til aksjeprogram for å opprettholde insentiveffektene av aksjekompensasjon, men omfanget av disse programmene er betydelig mindre enn opsjonsprogrammene. For å fortsatt kunne tiltrekke og beholde talent er det rimelig å anta at selskapene kompenserte lederne med en høyere fastkompensasjon (se diskusjon i 5.1.4). Randøy og Skalpe (2010) argumenterer for at lederne som følge av de nye retningslinjene krevde en høyere fastkompensasjon som erstatning på det tapte opsjonsprogrammet. Selskapenes ledelønnserklæringer hevder klart og tydelig at de statlige selskapene skal ha konkurransedyktig, men ikke markedsledende lønn. For å etterleve lederlønnserklæringen er det nødvendig å øke andre kompensasjonselement når opsjonsprogrammene avvikles.

Høsten 2008 inntraff finanskrisen noe som gav stor effekt på toppledernes kompensasjon. Det kan derfor tenkes at våre dummy-variabler som skiller mellom periodene 2004-2006 og 2007-2011 også fanger opp effekten finanskrisen har hatt på ledernes opsjoner. Mange aksje- og

⁵² Deler av økningen i fastkompensasjon kommer av at aksjeprogram ble innført i stedet for opsjoner for de statlige selskapene i 2007-2009. Vi har i denne oppgaven argumentert for at en fast tildelt verdi i bundne aksjer er fastkompensasjon, mens de årlige verdiendringene i aksjeprogrammet er aksjekompensasjon. Effekten av å få et nytt aksjeprogram på 1 million i 2007 betyr da 1 million høyere fastkompensasjon i 2007.

opsjonsprogram fikk en negativ opptjening i 2008, samtidig resulterte finanskrisen i at mange av opsjonsprogrammene ble out-of-the-money og aldri innløst. Det er sannsynlig at toppledere i de statlige eide selskapene kunne fått enda lavere kompensasjon hvis det ikke var for statens eierberetning. For eksempel fikk Hydro sjef Eivind Reiten realisert alle sine opsjoner før finanskrisen som en konsekvens av de nye retningslinjene. De statlige toppledere kunne også ha fått opsjonsprogram i 2007 i stedet for økt fastkompensasjon. Disse opsjonene kunne gitt potensielt stor negativ opptjening i 2008. På den andre siden fikk ikke de statlige topplederne nye opsjoner i bunnåret 2009. Vi har flere eksempler på ledere i privateide selskap som har høstet enorme opsjonsgevinster i årene etter finanskrisen grunnet tildelte opsjoner til lav aksjekurs etter finanskrisen. Den totale effekten av statens retningslinjer og finanskrisen har resultert i at ledere i statlig eide selskap har hatt en lavere totalkompensasjon i perioden 2007-2011 enn i perioden 2004-2006.

DH2: Privateide selskap har lavere totalkompensasjon i 2007-2011 enn i 2004-2006.

For å kunne besvare delhypotese 2 har vi utelatt variabelen privateid selskap 2004-2006 og inkludert statlig eid selskap 2004-2006 i den empiriske modellen. Den nye regresjonen ligger i appendiks i Tabell 7-6. Vi har modellert det samme som i Tabell 5-5, men den nye modellen lar oss tolke dummy-variablene i forhold til privateide selskap 2004-2006.

Vi ser fra regresjonsmodellene i Tabell 7-6 at variabelen fastkompensasjon privateid selskap 2007-2011 er signifikant forskjellig fra privateide selskap 2004-2006, modellen predikerer en økning på 0,57 millioner. De andre kompensasjonselementene er ikke signifikant forskjellige i de to periodene, men modellene indikerer en økning i resultatkompensasjon og en reduksjon i aksje og totalkompensasjon for privateide selskap i 2007-2011. Selv om kun fastkompensasjon er signifikant, peker alle betakoeffisientene i samme retning som for de statlige eide selskapene i delhypotese 1. Dette tyder på at det generelt for alle selskap har vært en økning i fastkompensasjon og resultatkompensasjon, mens det har vært en nedgang i aksjekompensasjon og totalkompensasjon. Modellen indikere at statens retningslinjer fra 2007 kan ha gitt en smitte effekt på de privateide selskapene. Ser vi på bruken av opsjoner fra Tabell 5-2 ser det ikke ut som om utstedelsen av nye opsjoner har gått nevneverdig ned, men indirekte effekter som begrensing på verdien av tildelte opsjoner eller tak på opsjonsprogramt kan være forklarende årsaker. Finanskrisens inntog i 2008 er med å forklare hvorfor aksjekompensasjonen går ned i

den siste perioden. Det er trolig mange opsjonsprogram som aldri ble innløst som følge av krisen. På den andre siden var 2009 året med høyest aksjeavkastning og kan ha veid opp for store deler av tapene i 2008. Vi tror derfor at eierberetningen har hatt stor påvirkning på kompensasjonsstrukturen.

DH3: Statlig eide selskap har lavere totalkompensasjon enn privateide selskap.

Grunnet dummy-variablene for statlige retningslinjer i 2007 har vi valgt å svare på denne delhypotesen i to deler. Vi gjør en sammenligning av statlig eide selskap mot privateide selskap i perioden 2004-2006 og en sammenligning i perioden 2007-2011. Vi bruker regresjonene i Tabell 5-5 for å undersøke om statlige selskap betaler lavere totalkompensasjon enn privateide selskap i tilsvarende periode.

Modellen tyder på at privateide selskap i perioden 2004-2006 hadde en lavere kompensasjon for alle kompensasjonselementer, men det er kun totalkompensasjonen som er signifikant forskjellig. Modell (4) predikerer at privateide selskap har 3,69 millioner lavere totalkompensasjon enn de statlige selskapene. Resultatet er signifikant ved et 10 % nivå. Alt annet like tjente altså statlige toppledere mer, dette kontrollert for andre variabler som fra teorien skal påvirke toppleder kompensasjonen.

For å kunne sammenligne statlig eide selskap med privateide selskap for 2007-2011 har vi konstruert nye regresjonsmodeller hvor vi har utelatt Statlig eid selskap 2007-2011 som referanse, mens vi har inkludert de 3 andre dummy-variablene som hensyn tar 2007-eierberetningen. Denne regresjonsmodellen finnes i Tabell 7-7 i appendiks. Modell (1b) fastslår de privateide selskapene har 0,93 millioner lavere fastkompensasjon enn de statlig eide selskapene. Resultatet er signifikant innenfor 1 prosents nivå. Dette viser at de statlige eide selskapene fikk en større økning i fastkompensasjon enn de private. Mye av økningen i fastkompensasjon til de statlig eide selskapene skyldes at de etter 2007 fikk aksjeprogram som del av den faste kompensasjonen sin, mens kun ett privat selskap (Schibsted) gjorde det samme. For de resterende kompensasjonselementene er det ingen signifikat forskjell mellom de statlige og private selskapene.

Vi må forkaste delhypotese 3 fordi modellene indikerer at toppledere i statlige eide selskap tjener mer enn toppledere i privateide selskap. I perioden 2004-2006 predikerer modellen at de

statlig eide selskapene har en høyere totalkompensasjon enn de private. I perioden 2007-2011 antyder også modellen at de statlig eide selskapene har høyere totalkompensasjon, men denne sammenhengen er ikke signifikant. Vi ser tydelig at statens eierberetningen har hatt en effekt på fastkompensasjon. Vi kan ikke fastslå at eierberetningen har klart å dempe lederlønnsvæksten i de statlige eide selskapene relativt til de private.

En annen faktor som kan påvirke totalkompensasjonen i modellen er at staten har eierskap i noen av de største selskapene på Oslo Børs, og at noe av størrelseseffekten kan fanges opp i dummy-variabelen. Vi har testet ved å fjerne omsetning fra regresjonen og observert at betakoeffisienten til statlig eide selskap 2004-2006 og 2007-2011 økte betraktelig. Dette tyder på at omsetning fanger opp store deler av størrelseseffekten, men den positive korrelasjonen mellom statlig eierskap og omsetning kan tyde på at omsetningsvariabelen ikke fanger opp hele denne effekten (se korrelasjonsmatrise i appendiks).

5.2.6 Hovedhypoteser

Ved å studere sammensetning og utvikling i kompensasjon i del 5.1 og regresjonsanalysene i 0 kan vi konkludere rundt våre hypoteser.

Fastkompensasjon

H1: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning.

Figur 5-4 viser den historiske utviklingen i fastkompensasjon sammenlignet med årlig aksjeavkastning. Figuren tyder på at det ikke er noen korrelasjon mellom fastkompensasjon og aksjeavkastning. Fra driveranalysen av selskapenes fremkommer det at fastkompensasjonen i hovedsak begrunnes med konkurransedyktige vilkår. Dette indikerer også at fastkompensasjonen ikke vil være korrelert med aksjeavkastning.

Vi har inkludert både aksjeavkastning og ROA som mål på avkastning i modell (1). Modellen fastslår at det ikke er en signifikant sammenheng mellom fastkompensasjon og aksjeavkastning eller fastkompensasjon og ROA. Dette resultatet gjelder også ved robusthetstester (se

appendiks). Vi har forsøkt å inkludere ROE istedenfor ROA i modellen, men uten å kunne påvise noen sammenheng⁵³.

Resultatet tyder på at det er andre faktorer enn topplerens prestasjoner (forutsatt at prestasjoner reflekteres gjennom aksjeavkastning) som driver fastkompensasjon. Vi forkaster dermed hypotese H1. Resultatet strider mot humankapitalteorien som hevder at topplerens fastkompensasjon vil reflektere topplerens talent, som igjen reflekteres i selskapets aksjeavkastning. Modell (1) har høy forklaringskraft og blir i stor grad forklart av andre variabler som omsetning, topplers eierskap, statlig eierskap og snitt Pris/Bok.

Forutsetningen om at årets aksjeavkastning reflekterer topplers talent er ikke nødvendigvis realistisk. Topplere kan implementere prosjekter som varer over flere år og ta langsiktige strategiske beslutninger som ikke nødvendigvis gir et direkte utslag i aksjekursen. Et mål som kan fange opp den langsiktige verdiskapingen er snitt pris/bok. En høy pris/bok reflekterer at aksjonærene forventer gode resultater i fremtiden. Dyktige topplere vil dermed over tid kunne opparbeide seg en høyere pris/bok⁵⁴. Hvis den positive korrelasjonen mellom snitt pris/bok og fastkompensasjon skyldes at topplerne i snitt har prestert bedre kan dette forklares av humankapitalteorien. Noe av effekten av topplerens prestasjoner fanges dermed ikke opp av den kortsiktige aksjeavkastningen, men heller av den gjennomsnittlige pris/boken. Vi kan dermed ikke utelukke at topplerens fastkompensasjon er korrelert med topplerens prestasjoner. Men det er ikke en signifikant sammenheng mellom årlig fastkompensasjon og årlig aksjekurs.

Resultatkompensasjon

H2: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom resultatkompensasjon og avkastning.

Vi har inkludert ROA som mål på avkastning i modellen for resultatkompensasjon. Figur 5-5 tydet på en positiv sammenheng mellom medianen til resultatkompensasjonen og

⁵³ Vi laget tilsvarende modeller, men byttet ut ROE med ROA. Vi har også prøvd å inkludere kun et mål på avkastning i modellen uten at noen av variablene (aksjeavkastning, ROA eller ROE) får en signifikant påvirkning på fastkompensasjon.

⁵⁴ Siden vi bruker snitt pris/bok skiller vi ikke ut effekten hver toppler har hatt på pris/boken hvert enkelt år, men heller hva pris/bok har vært i snitt for alle topplerne for hvert selskap. Dette gjør at snitt pris/bok fanger av effekten av den langsiktige verdiskapingen alle topplerne for et selskap har bidratt med.

totalrentabilitet. Modell (2) bekrefter at denne sammenhengen er signifikant innenfor 1 % signifikansnivå. Modellen er også signifikant når vi kontrollerer for de ulike robusthetstestene (se appendiks). Vi beholder dermed hypotese H2.

Tabell 5-6: Resultatkompensasjon og ROA

Resultatkompensasjon (snitt: 1,7 millioner; median: 1,3 millioner)								
	Beta	Resultatkompensasjon	Gjennomsnitt:	Median:	Min:	Maks:	25%	75%
Variabel: ROA		44 728,20	7,54	7,78	-84,51	44,44	2,54	14,79
Beta x variabel			337 333,64	347 971,98	-3 779 792,32	1 987 748,04	113 614,10	661 590,46

Resultatene samsvarer med vår hypotese, men ROA forklarer bare deler av den resultatbaserte kompensasjonen. Modell (2) predikerer at resultatbasert kompensasjon øker med 44 728 dersom ROA øker med ett prosentpoeng. ROA varierer i spekteret – 84,5 % til 44,4 %, noe som gir en endring i resultatkompensasjon på mellom -3,78 millioner og 1,99 millioner. Selskapenes gjennomsnittlig ROA er 7,5 %, som tilsvarer en kompensasjon på 0,34 millioner for gjennomsnittslederen. Når gjennomsnittslederen faktisk tjener 1,7 millioner ser vi at det er andre variabler som også forklarer mye av lederens resultatkompensasjon. Selv om vi fra driveranalysene slo fast at ROA var den beste driveren for resultatkompensasjon (se del 3.2.2) har vi likevel valgt å prøve med andre avkastningsmål som ROE og aksjeavkastning, uten at dette har gitt noe bedre resultat.

Fra lederlønnserklæringene så vi at den resultatbaserte kompensasjonen var drevet av både subjektive og objektive måltall. Subjektive kriterier innebærer at topplederen kan få høy bonus selv om selskapet leverer svake resultater. Basert på ledelsesmaktperspektivet kan det i tillegg argumenteres for at topplederen kan påvirke de subjektive kriteriene. Det kan også argumenteres for at topplederen kan påvirke de objektive måltallene fordi det er subjektivt hvordan disse knyttes til resultatkompensasjonen. Med dette mener vi at det subjektivt bestemmes hvilke nivå på ROA som skal gi bonus. En toppleder med mye makt kan dermed påvirke sin egen bonusutbetaling på tross av at bonus er basert på objektive måltall. Resultatkompensasjonen kan ha tak og kravene for opptjening av resultatkompensasjon kan bli justert i ettertid. Disse faktorene er med på å redusere sammenhengen mellom resultatkompensasjon og ROA.

Andre variabler som i stor grad er med å forklare resultatkompensasjonen er eierskapet til de største 5 eieren, nasjonaliteten til topplederen og snitt pris/bok.

Aksjekompensasjon

H3: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom aksjekompensasjon og avkastning.

I modell (3) bruker vi aksjeavkastning som mål på avkastning⁵⁵. Siden vi har periodisert aksjekompensasjonen etter aksjeavkastning vil kompensasjonen per definisjon være positivt korrelert med aksjeavkastning. Fra modell (3) ser vi at sammenhengen er signifikant innenfor et 1 % nivå. Dette resultatet gjelder også ved robusthetstester. Vi beholder dermed hypotese H3.

Tabell 5-7: Aksjekompensasjon og aksjeavkastning

Aksjekompensasjon (snitt: 3,3 millioner; median: 433 879)									
	Beta aksjekompensasjon	Snitt:	Median:	Min:	Maks:	25 %	75%		
Variabel: Aksjeavkastning	22 435,60	36,07	21,01	-97,51	853,61	-13,39	56,89		
Beta x variabel		809 216,87	471 371,96	-2 187 695,36	19 151 252,52	-300 412,68	1 276 361,28		

Modellen predikerer at topplederens kompensasjon øker med 22 436 dersom aksjeavkastningen øker med ett prosentpoeng. Den gjennomsnittlige aksjeavkastningen er på 36,1 %, noe som tilsvarer en aksjekompensasjon på 0,81 millioner. Når den gjennomsnittlige topplederen tjener 3,3 millioner i aksjekompensasjon ser vi at det også er andre faktorer som er med å forklare aksjeavkastning og at årets endring i aksjekurs bare forklarer deler av aksjekompensasjonens nivå.

I år selskap opplever ekstremavkastning vil endring aksjekurs forklare store deler av den endrede aksjekompensasjonen. For eksempel hadde TGS Nopec i 2009 en aksjeavkastning på 202 % og daværende CEO Robert Hobbs opptjente 5,8 millioner i aksjekompensasjon. Modell (3) predikerer da at 4,8 av de 5,8 millionene skyldes årets aksjeavkastning.

Det er også andre faktorer enn aksjeavkastning som er med å forklare aksjekompensasjonen. Modellen forklarer kun 34 % av driverne bak aksjekompensasjon. Det er fire andre faktorer vi

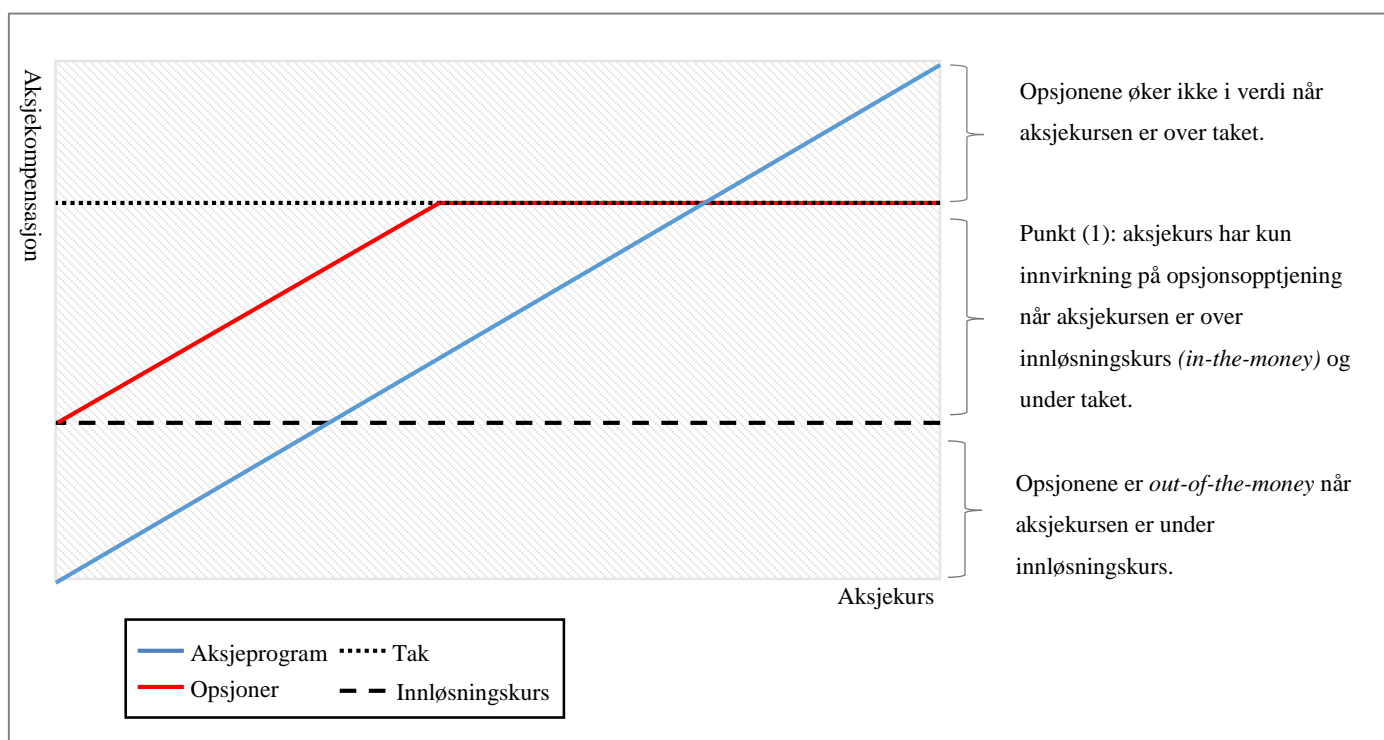
⁵⁵ Vi har også modellert med ROA og ROE som mål på avkastning, uten at variablene ble signifikante. Aksjekompensasjonen periodiseres etter endring i aksjekurs og aksjeavkastning vil intuitivt være det beste målet på avkastning i denne modellen. Å inkludere ROA eller ROE kan forklares med at toppledere som presterer godt får større opsjonsverdier tildelt.

ønsker å trekke frem som påvirker aksjekompensasjonen. Disse andre faktorene er ikke direkte inkludert i modellen.

- (1) Tak på opsjonsprogrammet.
- (2) Verdien av den tildelte aksjekompensasjonen.
- (3) Historisk opptjening.
- (4) Realisering av opsjoner.

Punkt (1) kan illustreres i følgende figur:

Figur 5-9: Aksjekompensasjon, aksjeavkastning og tak.



Sammenhengen mellom aksjekompensasjon og aksjekurs er illustrert i figuren over. Aksjeprogram er hverken påvirket av tak eller innløsningskurs og er derfor sterkere korrelert med aksjekurs. Opsjoner vil også være korrelert med aksjekurs, men endringer i aksjekurs vil ikke påvirke kompensasjonen når opsjonene er *out-of-the-money* eller over nivået på taket.

(2) Størrelsen på aksjekompensasjonen er avhengig av den tildelte verdien på opsjoner og aksjeprogram. I tabellen under illustreres dette med et fiktivt eksempel for opsjoner.

Tabell 5-8 Regneeksempel: Verdien av de tildelte opsjonene.

	Selskap A					Selskap B			
	Aksjekurs UB	Antall tildelt	Aksjeav kastning	Gevinst		Aksjekurs UB	Antall tildelt	Aksjeav kastning	Gevinst
År 0	100	1			År 0	100	2		
År 1	200	1	100 %	100	År 1	200	2	100 %	200

Selskap A og B har begge en aksjekurs på 100 NOK i slutten av år 0. Lederen av selskap A får tildelt en opsjon, mens lederen av selskap B får tildelt to opsjoner. Alle opsjonene tildeles at-the-money og vi ser bort fra eventuelt utbytte. Dersom aksjekursen øker med 100 % vil leder A få en opsjonsgevinst på 100, mens leder B vil få en opsjonsgevinst på 200. Hvis aksjekursen skal brukes som mål på toppleders prestasjoner ser vi at topplederne presterer like godt men får ulik grad av belønning.

Det samme argumentet vil gjelde for aksjeprogram. Verdien en toppleder får tildelt i bunnede aksjer vil påvirke hvor stor den absolutte verdiøkningen blir hvert år. Vi har inkludert kontrollvariabler som omsetning, toppleders eierskap, eierkonsentrasjon og pris/bok som kan fange opp noen av forskjellene i tildelte verdier.

(3) Den historiske opptjeningen av aksjekompensasjonen har også påvirkning på korrelasjonen mellom aksjekompensasjon og aksjekurs. Aksjekompensasjonen i et enkelt år vil være avhengig av aksjekursutvikling i alle tidligere år lederen har holdt det samme aksje- eller opsjonsprogrammet. Vi illustrere med et eksempel basert på tabellen under.

Tabell 5-9 Regneeksempel: historisk opptjening av opsjoner.

	Leder A				Leder B		
	Aksjekurs UB	Aksje- avkastning	Gevinst		Aksjekurs UB	Aksje- avkastning	Gevinst
År0	100			100			
År1	100	0 %	0	200	100 %	100	
År2	200	100 %	100	400	100 %	200	
År3	100	-50 %	-100	200	-50 %	-200	
År4	400	300 %	300	400	100 %	200	

Lederne i selskap A og B får begge i slutten av år 0 en opsjon *at-the-money* med en innløsningskurs på 100. Ved utgangen av år 4 er aksjekursen for begge selskapene 400, men aksjekursene har utviklet seg forskjellig for de to selskapene i løpet av fireårs perioden. Det vil si at begge lederne får en realisert opsjonsgevinst på 300, men at en lik prosentvis endring i aksjekursen i et enkelt år ikke nødvendigvis fører til den samme opptjeningen.

Sammenligner vi selskap A og B i år 2 og år 3 ser vi at den prosentvise aksjeavkastningen er lik for de to selskapene, men fordi aksjeavkastningen i år 1 var ulik har lederen i selskap B tjent dobbelt så mye som lederen i selskap A i år 2. Dette er fordi lederen i B blir belønnet for god aksjeavkastning i år 2, men også for god historisk avkastning i år 1. Tilsvarende effekt får vi i år 3, da halveres aksjekursen for begge selskap og leder B taper dobbelt så mye som leder A. Som vi ser spiller den historiske avkastningen inn på opsjonsgevinstene hvert enkelt år. Tilsvarende gjelder også for aksjeprogram og fører til en svekket korrelasjon mellom aksjeavkastning og aksjekompensasjon.

Vi har i regresjonsmodell (3) inkludert snitt pris/bok som en kontrollvariabel. Denne er ment å fange opp selskapets vekstpotensialet, men det er mulig at variabelen også fanger opp deler av den historiske opptjeningen av aksjer. Hvis pris/bok er høy indikerer det at selskapet har hatt en høy aksjekursstigning de siste årene og derav trolig en høy historisk opptjening av aksjekompensasjon.

(4) I året topplederen realiserer opsjoner trenger ikke den periodiserte gevinsten å korrelerer med aksjeavkastningen. Størrelsen på den periodiserte gevinsten er avhengig av aksjekursutviklingen mellom årets start og dagen for innløsning av opsjoner, mens selskapets aksjekursutvikling er avhengig av utviklingen gjennom hele året. Vi kan illustrere med et eksempel hvor en toppleder rett før finanskrisen høsten 2008 realiserer opsjonsgevinster. Vi tenker oss da at selskapet har positiv aksjekursutvikling frem til realisering i 2008, men negativ aksjekursutvikling totalt over året. Den periodiserte gevinsten blir ikke påvirket av aksjekursfallet i slutten av året. Når vi sammenligner vi opsjonsopptjeningen med aksjekursen dette året vil det være en negativ sammenheng.

Støyet i regresjonsmodellen (punkt 1-4) kan bli redusert ved å nedvekte de mest ekstreme observasjonene. Hvis det har vært ekstremt høy aksjekompensasjon et år skyldes det trolig at også den historiske aksjeavkastningen har vært høy og at den tildelte verdien har vært stor. Når

vi nedjusterer disse ved bruk av *rreg* øker modellens forklaringskraft til 50 % (se Tabell 7-3 i appendiks).

Som nevnt over er det mange andre faktorer enn aksjeavkastning som er med å påvirke topplederkompensasjonen. Det betyr at ikke nødvendigvis topplederne i selskapene med høyest aksjeavkastning er de som får de største opsjonsgevinstene. Ledelsesmaktteorien argumenterer for at det er lederens makt som er avgjørende for kompensasjonen. Det kan tenkes at ledere med stor makt i større grad kan være med å påvirke verdien ved tildeling eller bruken av tak på opsjonsprogrammet. Dersom en leder med stor makt over styret klarer å tilegne seg dobbelt så mange opsjoner som en leder med liten makt trenger han kun å oppnå halvparten av aksjeavkastningen for å få lik gevinst.

Vi har brukt omsetning og eierskap største 5 eiere som en indikasjon på makten til toppleder. $\ln(\text{omsetning})$ har en positiv signifikant sammenheng med aksjekompensasjon, mens eierskap største 5 ikke har en signifikant påvirkning. Dersom ledere i store selskap har mer makt vil de kunne oppnå høyere tildelte opsjonsverdier. Humankapitalteorien argumenterer med at toppledere i store selskap er flinkere, og dermed får en høyere tildelt verdi i aksjekompensasjon. Teorien forklarer dette med at selskapene ønsker å tiltrekke seg og beholde de beste topplederne.

Totalkompensasjon

H4: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom totalkompensasjon og avkastning.

Vi har inkludert både ROA og aksjeavkastning som mål på selskapets avkastning i modellen for totalkompensasjon. Regresjonsmodell (4) predikerer en signifikant sammenheng mellom totalkompensasjon og aksjeavkastning innenfor et 1 % signifikansnivå. Dette resultatet er også robust (se appendiks). Modellen gir derimot ingen signifikant sammenheng mellom totalkompensasjon og ROA⁵⁶. Vi beholder H4 med forbehold om at avkastning her kun gjelder aksjeavkastning.

⁵⁶ Vi har forsøkt å modellere totalkompensasjon ved å bruke ROE istedenfor ROA, vi har også forsøkt å modellere med kun et mål på avkastning (enten ROA, ROE eller aksjeavkastning), men det er kun aksjeavkastning som har en signifikant innvirkning på totalkompensasjonen.

Tabell 5-10: Totalkompensasjon og aksjeavkastning

Totalkompensasjon (snitt: 7,6 millioner; median: 5,8 millioner)							
	Beta totalkompensasjon	Snitt:	Median:	Min:	Maks:	25 %	75%
Variabel: Aksjeavkastning	15 207,00	36,07	21,01	-97,51	853,61	-13,39	56,89
Beta x variabel		548 492,62	319 499,07	-1 482 834,57	12 980 847,27	-203 621,73	865 126,23

Modellen predikerer at topplederens kompensasjon øker med 15 207 kroner for hvert prosentpoeng aksjeavkastningen øker. Når den gjennomsnittlige aksjeavkastningen er på 36,1 % gir dette gjennomsnittslederen 0,55 millioner i økt kompensasjon. Den gjennomsnittlige topplederen i vårt utvalg tjener 7,6 millioner og aksjeavkastning forklarer derfor lite av den totale kompensasjonen til gjennomsnittslederen.

For gjennomsnittslederen består 53 % av den totale kompensasjonen av fastkompensasjon, tilsvarende andel for medianlederen er 74 %⁵⁷. Når medianlederen har en så stor andel fastkompensasjon og fastkompensasjonen ikke er korrelert med aksjeavkastning forklare dette hvorfor aksjeavkastning ikke har større påvirkning på nivået til toppledernes kompensasjon. Den store andelen fastkompensasjon tyder også på at agentteorien ikke står like sterkt i eierstyringen til norske selskap, ettersom resultat- og aksjekompensasjon utgjør en betydelig mindre andel av den totale kompensasjonen i Norge enn i andre land.

Totalkompensasjon har ikke en signifikant sammenheng med totalrentabilitet, men har en positiv signifikant sammenheng innen et 5 % nivå når ekstremverdier nedvektes, se Tabell 7-4. Ettersom signifikansnivået er såpass lavt og kun signifikant når ekstremverdier nedvektets, vil vi ikke legge mye vekt på dette resultatet.

Selv om aksjeavkastning ikke direkte har en stor effekt på totalkompensasjonen ser vi at de indirekte effektene er betydelige. Den historiske aksjeavkastningen, reflektert gjennom pris/bok, og verdi tildeling har en positiv signifikant sammenheng med totalkompensasjonen.

⁵⁷ Basert på tabell 5-1 (korrigert for bytte og pensjon)

5.2.7 Utelatte variabler

Utelatte variable fra analysen er:

- (1) ROE
- (2) ROA +1
- (3) Alder

(1) ROE ble forsøkt inkludert i regresjonsanalysene, men ROA og ROE er kollineære og vi valgte derfor å kun inkludere ROA. ROA gav både høyere forklaringskraft til modellene og var mer signifikant enn med ROE.

(2) ROA +1, eller ettårig fremskutt rentabilitet, har tidligere blitt brukt av forskere som Daines, Nair, & Kornhauser (2005) som fant en positiv signifikant sammenheng mellom fastkompensasjon og fremskutt rentabilitet. Argumentet var at godt betalte toppledere oppnådde høyere fremskutt rentabilitet fordi deres kompensasjon reflekterte talent som igjen ble reflektert i den fremskutte rentabiliteten. Fordi vi har periodisert alle kompensasjonselementer til når de blir opptjent mener vi det vil bli feil å ytterligere periodisere ROA. I tillegg kan dette skape problemer i år der toppledere bytter jobb.

(3) Tidligere forskning trekker frem ferdigheter, målt ved alder, som forklaring på økt lederkompensasjon. Estimeringen antydte her en svak positiv sammenheng for alder, men ikke ved signifikante nivåer. Dette kan skyldes at datasettet består av topplederne i de største børsnoterte selskapene i Norge, lederne er en relativt homogen gruppe der kun 1 av 61 ledere er under 40 år. Vi brukte derfor ansiennitet som mål på toppleders ferdighet fremfor alder.

5.2.8 Feilleddet

Feilleddet i modellen er med å fange opp andre faktorer som er med å påvirke den avhengige variabelen. Ved å utelate variabler fra modellen kan dette føre til en feiltolkning av koeffisientene ved at feilleddet for eksempel korrelerer med de andre uavhengige variablene.

6. Diskusjon

6.1 Sammenligning med KLPs studie «Topplederlønn og avkastning»

Bakgrunnen for denne oppgaven er KLPs studie «topplederlønn og avkastning», som ble publisert i 2013. KLP så på sammenhengen mellom topplederkompensasjon, aksjeavkastning og rentabilitet for de samme 28 selskapene som vi har sett på i denne utredningen. KLPs studie og denne oppgaven vil likevel ha noe ulikt antall observasjoner grunnet (1) at vi har med 2012 observasjoner og (2) at vi har utelatt observasjoner som ikke spesifiserer hva som inngår i hvert kompensasjonselement.

KLPs studie konkluderte med at det ikke er en sammenheng mellom avkastning og topplederlønn. Dette er i strid med det meste av internasjonal og norsk lederlønnforskning, som peker på en positiv signifikant sammenheng mellom aksjeavkastning og topplederkompensasjon. Vi ønsket å etterprøve KLPs resultater ved hjelp av et annet metodisk rammeverk. I denne delen av oppgaven skal vi derfor sammenligne KLPs resultater med våre egne, men først skal vi se nærmere på forskjellen mellom vårt og KLPs metodiske rammeverk.

6.1.1 Forskjeller på metodisk rammeverk

Hovedforskjellen mellom de to metodene er at KLP har sett på den tildelte topplederkompensasjonen, mens vi har sett på den realiserte opptjente topplederkompensasjonen. Som diskutert i del 2, vil det potensielt oppstå store forskjeller mellom den tildelte og realiserte verdien. For å kunne vurdere sammenhengen mellom kompensasjon og prestasjoner (her aksjeavkastning og rentabilitet) mener vi det vil være bedre å bruke den faktiske realiserte kompensasjonen. Murphy (2012) kritiserer tidligere forskning for ikke å se på realisert kompensasjon når man skal sammenligne kompensasjon med prestasjon. Å bruke tildelt verdi er best egnet når en skal studere hvor konkurransedyktig topplederens kompensasjonspakke er (ibid).

Vi har delt topplederens kompensasjon i 3 deler basert på hva som driver kompensasjonen. Dette i motsetning til KLP som kun har sett på topplederens totale kompensasjon. Vi har i tillegg utelatt pensjon og byttekostnader, KLP har inkludert disse kostnadene i sine analyser.

Basert på driveranalysene mener vi det er viktig å analysere de ulike kompensasjonselementene hver for seg, ettersom hvert element er drevet av forskjellige faktorer.

For de empiriske analysene finnes det noen forskjeller mellom vårt og KLPs studie. KLP har fjernet ekstremverdier før analysene har blitt gjennomført, mens vi har beholdt disse, men testet for de ved hjelp av *rreg*-funksjonen i ettertid. Vi har også brukt noen andre kontrollvariabler enn KLP i våre empiriske analyser, noe som kan gi forskjellig resultat.

Det er stor skjevhet i utvalget av selskap KLP har brukt i sin undersøkelse. I 2012 var 27 av selskapene blant de 30 største på Oslo Børs, mens ved analyseperiodens begynnelse var kun 10 av selskapene blant de 30 største. Ettersom vi har brukt det samme utvalget, ville dette problemet også gjelde for vårt utvalg. Dette diskuteres nærmere i 6.3.

6.1.2 Sammenligning mellom våre og KLPs resultater

KLP finner ingen signifikant sammenheng mellom totalkompensasjon og aksjeavkastning eller totalkompensasjon og ROA. I motsetning finner vi en sterk positiv sammenheng mellom aksjeavkastning og totalkompensasjon. Dette skyldes at vi har periodisert all kompensasjon til når den har blitt opptjent. Vi fant i likhet med KLP ingen signifikant sammenheng mellom totalkompensasjon og ROA, men nedvektes ekstremverdier finner vi en svak signifikant sammenheng, se Tabell 7-4.

6.2 Konklusjon

Formålet med utredningen er å undersøke om topledere i norske børsnoterte foretak blir belønnet basert på resultater eller om kompensasjonen blir drevet av andre faktorer. Problemstillingen vår er: «finnes det en sammenheng mellom topleders kompensasjon og selskapets avkastning for de største selskapene på Oslo Børs?» Vi har svart på dette gjennom fire hovedhypoteser, en for hvert kompensasjonselement.

H1: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning.
Vi fant ingen sammenheng mellom fastkompensasjon og avkastning, hverken med aksjeavkastning, totalrentabilitet eller egenkapitalrentabilitet.

H2: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom resultatkompensasjon og avkastning. Vi fant en signifikant positiv sammenheng mellom resultatkompensasjon og totalrentabilitet og resultatkompensasjon og egenkapitalrentabilitet, men ingen sammenheng med aksjeavkastning. Resultatkompensasjon er basert på selskapets historiske resultater og vi kan fra våre empiriske analyser fastslå at toppledere får høyere resultatkompensasjon når rentabiliteten øker.

H3: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom aksjekompensasjon og avkastning. Aksjekompensasjon er ikke overraskende positiv signifikant med aksjeavkastning. Dette skyldes metoden hvor vi har periodisert aksjekompensasjonen etter når den blir opptjent. Men vi ser fra modellen at det er mange andre faktorer som påvirker nivået på aksjekompensasjonen som hvor mye aksjekompensasjon som ble tildelt og hvordan den historiske utviklingen i aksjekompensasjon har vært. Det er ingen signifikant sammenheng mellom aksjekompensasjon og rentabiliteter.

H4: Det er en positiv signifikant sammenheng mellom totalkompensasjon og avkastning. Det er en positiv signifikant sammenheng mellom totalkompensasjon og aksjeavkastning. Denne sammenhengen mener vi skyldes bruken av opsjoner. Sammenhengen mellom totalkompensasjon og rentabilitetsmålene er ikke signifikant, men nedvekker vi ekstremverdiene ved robusthetstester blir sammenhengen mellom totalkompensasjon og totalrentabilitet signifikant.

For å svare på problemstillingen ser vi at det finnes en klar sammenheng mellom toppleder kompensasjon og avkastning for de største selskapene på Oslo Børs, men toppleder kompensasjonen blir også påvirket av andre faktorer.

Vi har i tillegg til å se på sammenhengen mellom toppleder kompensasjon og avkastning analysert andre faktorer som påvirker topplederens kompensasjon, som effekten av statlig eierskap. Den norske stat er majoritetseier for 1/4 av selskapene i utvalget vårt. Særlig spiller statens nye retningslinjer fra og med 2007 en viktig rolle. De nye retningslinjene stanset utstedelsen av nye opsjoner og begrenset bruken av bonus for topplederne i de statlige eide selskapene. Funnene våre er oppsummert under:

- Vi fant at statlige eide selskap hadde signifikant lavere totalkompensasjon i 2007-2011 enn i 2004-2006. Aksjekompensasjonen gikk kraftig ned mens fastkompensasjonen gikk opp.
- Fastkompensasjonen har økt for de privateide selskapene etter 2004-2006 og modellen indikerer at totalkompensasjonen har gått ned, men dette resultatet er ikke signifikant.
- Toppledere i statlig eide selskap tjente signifikant mer enn i de privateide selskapene i perioden 2004-2006. I perioden 2007-2011 tjente toppledere i de statlig eide selskapene en signifikant høyere fastkompensasjon enn de privateide. Modellen indikerer at totalkompensasjonen også var høyere, men dette resultatet er ikke signifikant.
- Disse resultatene blir i stor grad påvirket av finanskrisen 2008. På grunn av dette kan vi ikke konkludere om eierskapsberetningen har hatt en dempende effekt på toppleder kompensasjonen, eller ikke.

6.3 Svakheter ved dette studiet

Det er noen svakheter ved dette studiet som vi vil trekke frem. For det første er utvalget vårt basert på 28 av de 31 største selskapene på Oslo Børs i 2012. Problemet med å se på de største selskapene i 2012 er at deres markedsverdi har økt mer enn gjennomsnittet på Oslo Børs. De største selskapene i 2012 er ikke de samme selskapene som var størst i 2004. Det betyr at selskapene som har kommet inn på listen over de største selskapene i løpet av perioden trolig har hatt høyere avkastning enn selskapene som har falt ut av listen⁵⁸. Det betyr at selskapene i vårt utvalg har gjort det bedre enn de fleste selskap på Oslo Børs og det er rimelig å anta at dette også har hatt en effekt på toppleder kompensasjonen.

Utvalget består av relativt få selskap. Vi vil derfor ikke påstå at funnene våre er representativt for selskap utover de i vårt utvalg. Grunnet at innsamling og periodisering av data er en såpass tidkrevende prosess som det er, har vi ikke hatt mulighet til å inkludere flere selskap innenfor rammen av denne oppgaven.

⁵⁸ Markedsverdiene til selskapene kan også ha blitt endret grunnet andre faktorer som Fusjoner, oppkjøp og selskap som har blitt tatt av børs.

Pensjon har blitt utelatt fra de empiriske modellene. Dette fordi den ikke har blitt periodisert etter når den har blitt opptjent. Når pensjon i snitt utgjør 14 % av den totale kompensasjonen burde den også vært inkludert. Vi mener det beste hadde vært å inkludere den opptjente pensjonen sammen med fastkompensasjon.

Det er også noen av variablene brukt i regresjonsanalysene som kan fange opp andre elementer enn det de egentlig skal. Snitt pris/bok skal være en variabel som måler om selskapet er et vekstselskap eller ikke, men variabelen fanger trolig også opp den historiske aksjeopptjeningen og forventningene aksjonærene har til selskapets langsiktige inntjening. Dette har vi diskutert i del 0. Vi viste også der at det kan være et problem å tolke 5 største eiere, ettersom staten har store eierposter i de statlige eide selskapene. Staten utøver ikke nødvendigvis eierskap på samme måte som en privat eier, og det er usikkert om hele effekten av dette blir inkludert i de statlige dummyvariablene.

Selv om vi mener oppgaven kan brukes for bedre å forstå sammensetningen, utviklingen og driverne av toppleder kompensasjon, og at dette kan være nyttig fra et eierskapsperspektiv, svarer ikke denne oppgaven på hvordan kompensasjonen burde settes sammen, eller brukes for å oppnå størst mulig aksjeavkastning. For eksempel kan en ikke ut ifra vår oppgave se om bruken av opsjoner i seg selv fører til høyere aksjeavkastning.

6.4 Videre forskning

Det finnes mange spennende problemstillinger knyttet til lederkompensasjon. En mulighet hadde vært å bygget videre på vårt eksisterende datasett ved å inkludere flere selskap, tatt med opptjent pensjon eller korrigert de ulike kompensasjonselementene for toppleders risikoaversjon slik som diskutert i Murphy (2012). Når man om noen år kan inkludere flere år med data hadde det vært interessant å sett hvordan toppleder kompensasjonen for statlige og ikke statlige eide selskap utvikler seg når ingen av de statlige selskapene lenger har aktive opsjonsprogram.

Et tema det hadde vært interessant å studert ytterligere er sammenhengen mellom de resultatene en toppleder kan påvirke og kompensasjonen topplederen mottar. Det er ikke sikkert at aksjeavkastning er det målet som best reflekterer toppleders innsats. I praksis er det vanskelig

å skille ut denne effekten på resultatet (Frydman & Jenter, 2010). Eksempelvis vil inntjeningen til selskap i oljesektoren i stor grad bestemmes av svingninger i oljeprisen som er utenfor lederens kontroll. Et alternativ er å justere insentiver for makroøkonomiske og industrispesifikke faktorer, for å skille ut eksterne effekter topplederen har liten kontroll over (Bertrand & Mullainathan, 2001).

Et annet interessant spørsmål som KLP stilte innledningsvis i sin rapport «Topplederlønn og avkastning» var om KLP skulle stemme for eller imot økt kompensasjon til topplederne. Vi mener sammenhengen mellom avkastning og topplederens kompensasjon ikke er svaret på dette spørsmålet. For å svare på dette må en analysere om forskjellige egenskaper ved topplederens kompensasjon skaper bedre resultater. Et forskningsspørsmål som kunne vært med å belyse denne problemstillingen er «presterer toppledere som har en stor andel av den tildelte kompensasjonen knyttet til avkastning bedre enn toppledere hvor den tildelte kompensasjonen i større grad er fast?».

7. Appendiks

7.1 Bibliografi

- Balafast, N., & Florackis, C. (2013). CEO return an furture shareholder return. *Journal of EmpiricaleFinance*.
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2004). *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Harvard University Press.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2013). *Corporate Finance*. Prentice Hall.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2001). Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *Quarterly Journal of Economics*, pp. 901-932.
- Braathen, F. (2013, mai 16). Lønn kan henge sammen med resultat. *Aftenposten Morgen*, 10.
- Braathen, F., & Lylum, F. (2013, mai 13.). Fet lønn til sjefen gir ikke mer overskudd i selskapene. *Aftenposten Morgen*, 20-21.
- Bragelien, I. (2005). 10 bonustabber Hvordan lære av teori og praksis. *Praktisk økonomi & finans*.
- Bruce, A., Buck, T., & Main, B. G. (2005, November). Top Executive Remuneration: A veiv from Europe. *Journal of Management Studies*.
- Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H., & Vlachos, J. (2009, Februar). Do Entrenched Managers Pay Their Workers More? *THE JOURNAL OF FINANCE*, pp. 309-339.
- Dahl, C. A., Dahl, S. G., & Haugnes, G. (2012). Telenors styreleder går av, mangler tillit fra Giske. *Aftenposten.no*.
- Daines, R., Nair, V. B., & Kornhauser, L. (2005, August). The Good, The Bad, and The Lucky: CEO Pay and Skill. *University of Pennsylvania Law School: Institute for Law and Economics: Research Paper No. 05-07*.

- EY. (2013). *Evaluering av lederlønnserklæringer for selskaper notert på OSBEX-listen på Oslo børs*. Ernst & Young.
- Finansdepartementet. (2012). *Prop. 1 LS Skatter, avgifter og toll 2013*. Oslo.
- Forbes. (2013, April 17). *Global 2000 Methodology: How We Crunch The Numbers*. Retrieved from Forbes.com: <http://www.forbes.com/sites/scottdecarlo/2013/04/17/global-2000-methodology-how-we-crunch-the-numbers/>
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010, March 19). CEO Compensation. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 77*. Retrieved from Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1582232>
- Gabaix, X., & Landier, A. (2008). Why has CEO pay Increased som much? *Working Paper 12365*.
- Grinde, E. (2013, mai 27). Lysten på suksess? Sats på flaks. *DAGENS NÆRINGSLIV MORGEN*, 19.
- Heron, R. A., & Lie, E. (2007). Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants? *Journal of Financial Economics*, pp. 271–295.
- Hole, I. K. (2006). *Brede opsjonsordninger blant selskaper på Oslo Børs : en analyse av virkningen av IFRS 2*. Bergen: BORA NHH, Thesis, Student Paper.
- Holmstrom, B., & Kaplan, S. N. (2001). Corporate Governance and Merger Activity. *Journal of Economic Perspectives*, pp. 121-144.
- Hunnes, A. (2007). Essays on wage structure and worker mobility within firms. *Dissertations Norwegian School of Economics*.
- Jackson, S. B., Lopez, T. J., & Reitenga, A. L. (2008). Accounting fundamentals and CEO bonus compensation. *J. Account. Public Policy*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976, October). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360.

-
- Jensen, M. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004). Remuneration: Where We've Been How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. *ECGI Working Paper Series in Finance: Working Paper N°. 44/2004*.
- Kaplan, R. S., & Atkinson, A. A. (1998). *Advanced Management Accounting*. Upper Saddle River, New Jersey : Prentice Hall.
- Kinserdal, F. (2006). Accounting for and valuation of pensions in Norway. *PhD Dissertation in Accounting and Finance, Norwegian School of Economics*.
- Knop, N., & Mertens, G. (2010, Juli). Netherlands, The Impact of Ownership and Board Structure on CEO Compensation in the.
- Koch, J. V., Fenili, R. N., & Cebula, R. J. (2011). Do Investors Care if Steve Jobs is Healthy? *International Atlantic Economic Society 2011*.
- Mikalsen, K.-E. (2013, Oktober 11). Gir ut topplønnsliste i kamp mot pilotene. *Aftenposten*.
- Murphy, K. J. (2012, August 12). Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There. *Forthcoming in Handbook of the Economics of Finance*.
- Murphy, K. J., & Zábajník, J. (2006). Managerial Capital and the Market for CEOs. *Queen's Economics Department Working Paper No. 1110*.
- Nilssen, T. (2007). Opsjoner til bedriftsledere - har vi noe valg? *Søkelys på arbeidslivet*, pp. 303-314.
- NUES. (2006). *Norsk anbefaling eierstyring og selskapsledelse*. Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse.
- Nærings- og handelsdepartement. (2007). *Regjeringens eierspolitikk, Retningslinjer for statlig eierskap: Holdning til lederlønn*.
- Nærings- og handelsdepartementet. (2006). *St.melding.nr.13 Et aktivt og langsiktig eierskap*.
- Pedersen, J. G. (2006). *Lederlønninger og opsjoner*. Utredning på oppdrag fra regjeringen.

- Randøy, T., & Oxelheim, L. (2008). Corporate Governance Guidelines Compliance and CEO. In L. Oxelheim, & C. G. Wihlborg, *Markets and Compensation for Executives in Europe*.
- Randøy, T., & Skalpe, O. (2007). Hva forklarer lederlønn i norske børselskap? *Praktisk økonomi og Finans*.
- Randøy, T., & Skalpe, O. (2010). *Effekten av lederlønsregulering i Norge*. Kristiansand: Agderforskning.
- Sjo, H. (2007, 04). Institusjonelle investorer - fra passiv porteføljeforvaltning til aktivt eierskap. *Magma*.
- Steiro, G. (2013, mai 14). Lønn som ufortjent - Leder 14.05.2013. *Bergens Tidene*.
- Tang, M., Tam, M., & Firth, M. (1999). The determinants of top management pay. *Omega*.
- UCLA: Statistical Consulting Group. (2013). *Regression with Stata Chapter 4 - Beyond OLS*. Retrieved from <http://www.ats.ucla.edu/http://www.ats.ucla.edu/stat/stata/webbooks/reg/chapter4/statareg4.htm>
- UCLA: Statistical Consulting Group. (2014). *Stata Data Analysis Examples Robust Regression*. Retrieved from <http://www.ats.ucla.edu/http://www.ats.ucla.edu/stat/stata/dae/rreg.htm>
- Woodlock, P., & Liu, S. (2007). Two Views of CEO Compensation: Part of the Problem or Part of the Solution? *Journal of Theoretical Accounting Research*.

7.2 Regresjoner

7.2.1 Robusthet av resultater

Formålet med regresjonsanalysene er å undersøke om våre hypoteser stemmer. Vi har utført en regresjonsanalyse med noen grove robusthetstester etter analysen. Vi har ikke testet noe ytterligere for å se om modellens forutsetninger holder.

For å se på hvor robuste resultatene er har vi brukt funksjonen *robust* og *rreg* i Stata. *Robust*-funksjonen er med grov tilnærming til problemer rundt ekstremverdier, normalfordelte feilledd, heteroskedastisitet og store residual.

Kommandoen *rreg* veker regresjonene etter *Huber vekting* og *bisquare vekting*. Observasjoner med Cook's D over 1 blir fjernet. De punktene med størst innflytelse på resultatet blir nedvektet, eller fjernet fra modellen (UCLA: Statistical Consulting Group., 2014).

Kommandoen *robust* estimerer standardavviket ved å benytte seg av *Huber-White sandwich* estimat (UCLA: Statistical Consulting Group., 2013). *Robust* bør brukes i tillegg til *rreg*, ettersom *rreg* ikke tar hensyn til problemer heteroskedastitet (UCLA: Statistical Consulting Group., 2014).

Tabell 7-1: Robusthetstester Fastkompensasjon

	<i>Reg</i> Fastkompensasjon	<i>Rreg</i> Fastkompensasjon	<i>Robust</i> Fastkompensasjon
Aksjeavkastning	-838.9 (822.9)	-672.4 (820.6)	-838.9 (777.3)
ROA	-942.2 (8431.2)	-3326.1 (8406.9)	-942.2 (8045.8)
Ln(omsetning)	590338.1*** (76561.9)	519968.0*** (76341.5)	590338.1*** (100881.1)
Toppleders eierskap i prosent	-91331.8*** (15631.5)	-91380.4*** (15586.5)	-91331.8*** (15366.9)
Eierskap største 5 eiere	-9314.0 (8063.3)	-16701.1** (8040.1)	-9314.0 (7774.2)
Ansiennitet	30280.4 (20974.6)	30702.2 (20914.2)	30280.4 (22224.0)
Utenlandsk leder	-1039634.5*** (428908.5)	-1129121.5*** (427673.9)	-1039634.5*** (349931.4)
Snitt PB	254674.6*** (60618.2)	203559.7*** (60443.7)	254674.6*** (74707.4)
Statlig eid selskap 2004-2006	12488.4 (404613.5)	266405.5 (403448.9)	12488.4 (310523.7)
Privateide selskap 2007-2011	569868.4** (261054.3)	569371.1** (260302.9)	569868.4*** (194959.1)
Statlig eide selskap 2007-2011	1495171.5*** (367004.9)	1543138.4*** (365948.5)	1495171.5*** (374117.7)
Constant	-10114024.8*** (1887538.9)	-8056612.0*** (1882106.0)	-10114024.8*** (2556310.1)
Observations	158	158	158
R^2	0.642	0.610	0.642
Adjusted R^2	0.615	0.581	0.615

Standardavvik i parentes

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tabell 7-2: Robusthetstester resultatkompensasjon

	<i>Reg</i> Resultatkompensasjon	<i>Rreg</i> Resultatkompensasjon	<i>Robust</i> Resultatkompensasjon
Aksjeavkastning			
ROA	44728.2*** (12680.4)	22851.3*** (7930.2)	44728.2*** (13413.0)
Ln(omsetning)	-104598.3 (113417.2)	76516.1 (70929.9)	-104598.3 (106086.1)
Toppleders eierskap i prosent	8020.8 (68691.0)	-38926.5 (42958.6)	8020.8 (38600.1)
Eierskap største 5 eiere	-44789.4*** (11808.8)	-20076.7*** (7385.1)	-44789.4*** (10246.5)
Bytte av toppleder	-960930.0** (393716.7)	-473746.2* (246226.1)	-960930.0*** (337741.4)
Utenlandsk leder	4183337.6*** (578518.4)	3649602.2*** (361799.1)	4183337.6*** (1185365.3)
Snitt PB	-330721.7*** (80265.5)	-212436.5*** (50197.2)	-330721.7*** (121937.3)
Statlig eid selskap 2004-2006	322580.1 (593984.1)	-323032.6 (371471.2)	322580.1 (511279.7)
Privateide selskap 2007-2011	315065.9 (396432.6)	-50989.5 (247924.6)	315065.9 (440726.0)
Statlig eide selskap 2007-2011	483990.2 (549613.1)	-179479.0 (343722.0)	483990.2 (503698.6)
Constant	6447782.4** (2748097.4)	1016149.4 (1718630.2)	6447782.4** (2788982.4)
Observations	156	156	156
R^2	0.524	0.587	0.524
Adjusted R^2	0.491	0.558	0.491

Standardavvik i parentes

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tabell 7-3: Robusthetstester Aksjekompensasjon

	<i>Reg</i> Aksjekompensasjon	<i>Rreg</i> Aksjekompensasjon	<i>Robust</i> Aksjekompensasjon
Aksjeavkastning	22435.6*** (5638.5)	14622.0*** (1666.8)	22435.6*** (6748.6)
ROA			
Ln(omsetning)	1024456.3** (510158.4)	-16303.6 (150805.9)	1024456.3** (458145.3)
Toppleders eierskap i prosent	-143885.6 (108978.0)	-21505.3 (32214.5)	-143885.6*** (54113.4)
Eierskap største 5 eiere	25949.6 (60995.8)	-5383.8 (18030.7)	25949.6 (36405.7)
Ansiennitet	-255677.1 (165801.7)	-10932.9 (49012.0)	-255677.1** (104265.7)
Utenlandsk leder	4776081.9** (2287434.6)	777065.9 (676179.6)	4776081.9** (2301117.5)
Snitt PB	1399172.6*** (381513.5)	43673.0 (112777.7)	1399172.6** (592354.1)
Statlig eid selskap 2004-2006	930938.5 (3113794.1)	3663920.3*** (920456.5)	930938.5 (2641685.8)
Privateide selskap 2007-2011	-2688980.2 (1851129.1)	-324027.4 (547205.0)	-2688980.2 (1814183.6)
Statlig eide selskap 2007-2011	-5789289.3** (2675460.1)	-243006.5 (790882.2)	-5789289.3** (2353126.7)
Constant	-23055265.8* (12303863.1)	1223551.8 (3637096.7)	-23055265.8** (11415821.6)
Observations	143	143	143
R^2	0.340	0.506	0.340
Adjusted R^2	0.291	0.469	0.291

Standardavvik i parentes

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tabell 7-4: Robusthetstester Totalkompensasjon

	<i>Reg</i> Totalkompensasjon	<i>Rreg</i> Totalkompensasjon	<i>Robust</i> Totalkompensasjon
Aksjeavkastning	15207.0*** (4306.1)	8473.8*** (2493.9)	15207.0*** (3810.6)
ROA	35857.0 (47043.8)	70429.2** (27245.5)	35857.0 (36017.1)
Ln(omsetning)	1067670.7** (427738.0)	764981.3*** (247725.3)	1067670.7** (443023.8)
Toppleders eierskap i prosent	-183016.9** (82178.7)	-133721.9*** (47593.9)	-183016.9** (44295.9)
Eierskap største 5 eiere	-32926.5 (43140.1)	-51649.2** (24984.7)	-32926.5 (27592.6)
Ansiennitet	43530.2 (109582.1)	83849.1 (63464.7)	43530.2 (79976.8)
Utenlandsk leder	13046036.9*** (2233247.4)	5483673.6*** (1293389.5)	13046036.9*** (2702273.4)
Snitt PB	1496023.1*** (318045.6)	174202.7 (184196.7)	1496023.1*** (445303.1)
Statlig eid selskap 2004-2006	3687048.1* (2181216.3)	2300804.9* (1263255.6)	3687048.1 (2489547.6)
Privateide selskap 2007-2011	-1170764.2 (1394350.8)	245689.8 (807540.9)	-1170764.2 (1552409.0)
Statlig eide selskap 2007-2011	104334.5 (1981869.5)	1428061.4 (1147803.5)	104334.5 (2119070.6)
Constant	-21033584.0** (10544862.3)	-10998817.7* (6107077.2)	-21033584.0* (10647677.2)
Observations	149	149	149
R^2	0.524	0.411	0.524
Adjusted R^2	0.486	0.364	0.486

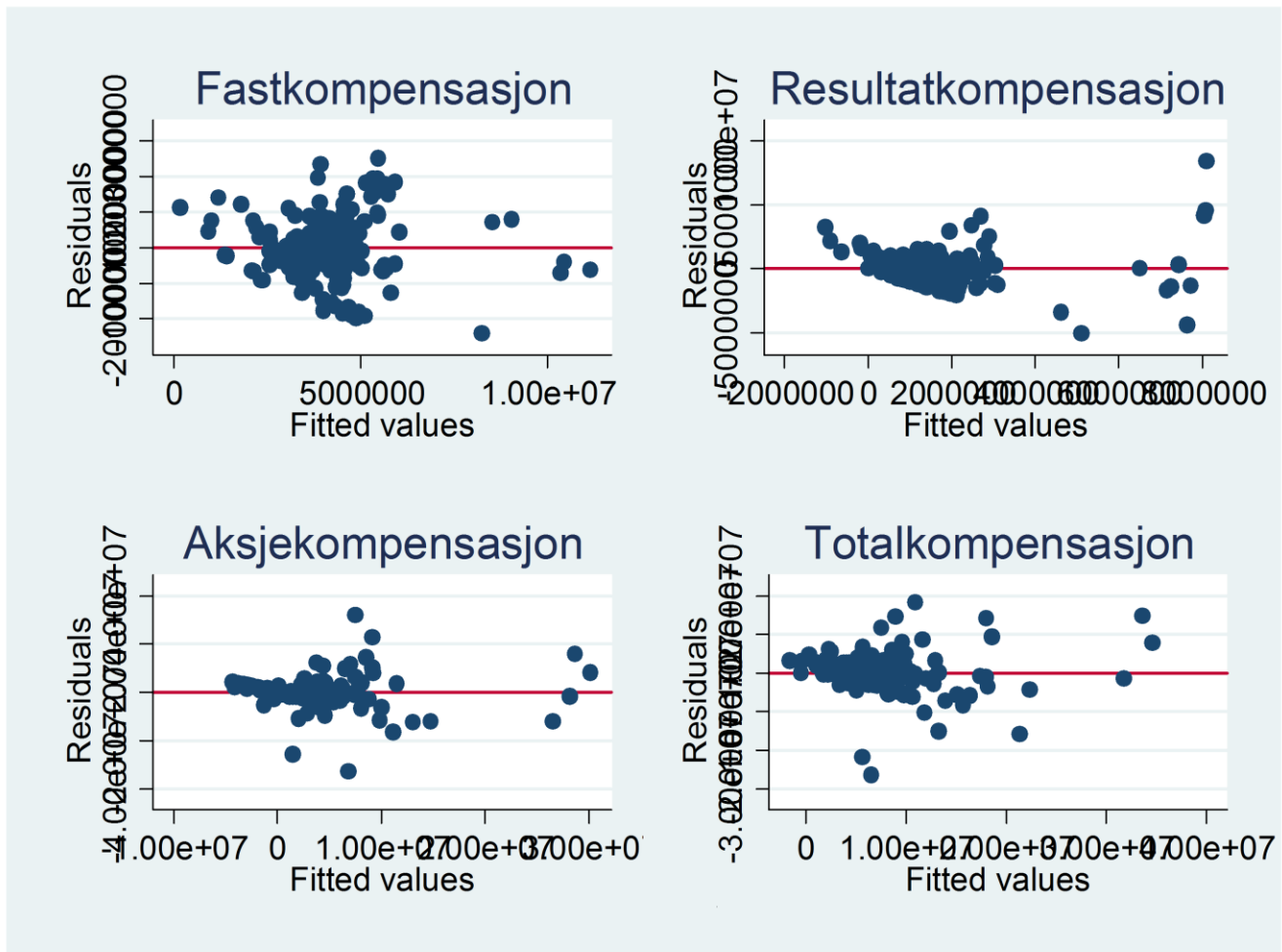
Standardavvik i parentes

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

7.2.2 Residualer

Det ser ut fra residualene at de er relativt normalt distribuert over og under 0 linjen.

Figur 7-1: Residualer



7.2.3 Kolinearitet

Fra tabellen under ser vi at ingen av variablene er kolineære innenfor et kritisk nivå på 0,6

Tabell 7-5: Korrelasjonsmatrise

	Aksjeavkastning	ROA	Ln(omsetning)	Toppleders eierskap i prosent	Eierskap største 5 eiere	Ansiennitet	Bytte av topplerer	Utenlandsk leder	Snitt PB	Statlig eid selskap 2004-2006	Statlig eide selskap 2007-2011	Privateide selskap 2007-2011	Privateide selskap 2004-2006
Aksjeavkastning	1												
ROA	-0.0363	1											
Ln(omsetning)	-0.198	0.463	1										
Toppleders eierskap i prosent	0.0696	-0.0890	-0.142	1									
Eierskap største 5 eiere	-0.0230	0.153	0.342	0.0193	1								
Ansiennitet	-0.0510	0.0243	-0.138	0.198	-0.0622	1							
Bytte av topplerer	0.0157	-0.0281	0.0129	-0.105	-0.00511	-0.401	1						
Utenlandsk leder	0.122	0.118	-0.241	-0.0497	-0.339	-0.0273	0.0414	1					
Snitt PB	0.221	-0.260	-0.591	0.0327	-0.184	-0.0315	0.00321	0.317	1				
Statlig eide selskap 2004-2006	0.00411	0.176	0.259	-0.0842	0.299	-0.0516	-0.0680	-0.0918	-0.118	1			
Statlig eide selskap 2007-2011	-0.101	0.0964	0.440	-0.138	0.453	-0.0354	-0.0161	-0.150	-0.206	-0.155	1		
Privateide selskap 2007-2011	-0.136	-0.202	-0.318	0.00891	-0.427	-0.0862	0.157	0.171	0.203	-0.332	-0.543	1	
Privateide selskap 2004-2006	0.283	0.0338	-0.240	0.197	-0.141	0.189	-0.139	0.00268	0.0397	-0.141	-0.230	-0.494	1

7.2.4 Regresjoner for analyse av statlig eierskap

Tabell 7-6: Regresjon uten variabelen privateide selskap 2004-2006

	(1a)	(2a)	(3a)	(4a)
	Fastkompensasjon	Resultatkompensasjon	Aksjekompensasjon	Totalkompensasjon
Aksjeavkastning	-838.9 (822.9)		22435.6*** (5638.5)	15207.0*** (4306.1)
ROA	-942.2 (8431.2)	44728.2*** (12680.4)		35857.0 (47043.8)
Ln(omsetning)	590338.1*** (76561.9)	-104598.3 (113417.2)	1024456.3** (510158.4)	1067670.7** (427738.0)
Toppleders eierskap i prosent	-91331.8*** (15631.5)	8020.8 (68691.0)	-143885.6 (108978.0)	-183016.9** (82178.7)
Eierskap største 5 eiere	-9314.0 (8063.3)	-44789.4*** (11808.8)	25949.6 (60995.8)	-32926.5 (43140.1)
Ansiennitet	30280.4 (20974.6)		-255677.1 (165801.7)	43530.2 (109582.1)
Utenlandsk leder	-1039634.5** (428908.5)	4183337.6*** (578518.4)	4776081.9** (2287434.6)	13046036.9*** (2233247.4)
Snitt PB	254674.6*** (60618.2)	-330721.7*** (80265.5)	1399172.6*** (381513.5)	1496023.1*** (318045.6)
Statlig eid selskap 2004-2006	12488.4 (404613.5)	322580.1 (593984.1)	930938.5 (3113794.1)	3687048.1* (2181216.3)
Privateid selskap 2007-2011	569868.4** (261054.3)	315065.9 (396432.6)	-2688980.2 (1851129.1)	-1170764.2 (1394350.8)
Statlig eid selskap 2007-2011	1495171.5*** (367004.9)	483990.2 (549613.1)	-5789289.3** (2675460.1)	104334.5 (1981869.5)
Bytte av toppleder		-960930.0** (393716.7)		
Constant	-10114024.8*** (1887538.9)	6447782.4** (2748097.4)	-23055265.8* (12303863.1)	-21033584.0** (10544862.3)
Observations	158	156	143	149
R ²	0.642	0.524	0.340	0.524
Adjusted R ²	0.615	0.491	0.291	0.486

Standardavvik i parentes

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tabell 7-7: Regresjon uten variabelen Statlig eid selskap 2007-2011

	(1b) Fastkompensasjon	(2b) Resultatkompensasjon	(3b) Aksjekompensasjon	(4b) Totalkompensasjon
Aksjeavkastning	-838.9 (822.9)		22435.6*** (5638.5)	15207.0*** (4306.1)
ROA	-942.2 (8431.2)	44728.2*** (12680.4)		35857.0 (47043.8)
Ln(omsetning)	590338.1*** (76561.9)	-104598.3 (113417.2)	1024456.3** (510158.4)	1067670.7** (427738.0)
Toppleders eierskap i prosent	-91331.8*** (15631.5)	8020.8 (68691.0)	-143885.6 (108978.0)	-183016.9** (82178.7)
Eierskap største 5 eiere	-9314.0 (8063.3)	-44789.4*** (11808.8)	25949.6 (60995.8)	-32926.5 (43140.1)
Ansiennitet	30280.4 (20974.6)		-255677.1 (165801.7)	43530.2 (109582.1)
Utenlandsk leder	-1039634.5** (428908.5)	4183337.6*** (578518.4)	4776081.9** (2287434.6)	13046036.9*** (2233247.4)
Snitt PB	254674.6*** (60618.2)	-330721.7*** (80265.5)	1399172.6*** (381513.5)	1496023.1*** (318045.6)
Privateid selskap 2004-2006	-1495171.5*** (367004.9)	-483990.2 (549613.1)	5789289.3** (2675460.1)	-104334.5 (1981869.5)
Statlig eid selskap 2004-2006	-1482683.1*** (333016.5)	-161410.2 (488710.7)	6720227.9** (2641233.8)	3582713.6** (1775786.9)
Privateid selskap 2007-2011	-925303.1*** (300307.9)	-168924.3 (428700.2)	3100309.2 (2268097.5)	-1275098.7 (1620078.2)
Bytte av toppleder		-960930.0** (393716.7)		
Constant	-8618853.4*** (2048908.9)	6931772.7** (2996963.5)	-28844555.2** (13669711.3)	-20929249.5* (11474097.4)
Observations	158	156	143	149
R ²	0.642	0.524	0.340	0.524
Adjusted R ²	0.615	0.491	0.291	0.486

Standardavvik i parentes

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$