



# Lønn til toppledelsen

*En kartlegging av lønn til toppledelsen i norske selskaper på Oslo Børs.*

**Camilla Tveiten Johansen og Anna Borge Solberg**

**Veileder: Iver Bragelien**

Masteroppgave, Økonomi og administrasjon, Økonomisk styring

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 som er trukket i arbeidet.

## **Forord**

Denne masterutredningen er gjennomført som vårt avsluttende arbeid i siviløkonomstudiet ved Norge Handelshøyskole, innenfor hovedprofilen vår, økonomisk styring. Kurset BUS400 “Styring av større foretak”, inspirerte oss til å velge akkurat dette tema. Topplederlønninger er et mye omtalt tema i media, og vi ønsket å lære mer om det i vårt arbeid med masterutredningen.

Gjennom arbeidet med utredning har vi opplevd en bratt læringskurve, som har gitt oss mye faglig påfyll. I løpet av semesteret har vi tilegnet oss unik kjennskap til hvordan ulike faktorer påvirker topplederlønninger for norske børsnoterte selskaper.

Vi ønsker å takke vår veileder Iver Bragelien, som foreslo det aktuelle temaet. Vi retter også en stor takk for hans engasjement for oppgaven, samt gode innspill under arbeidet.

Bergen 01.06.2019

## Sammendrag

Vi analyserer hvilke faktorer som påvirker fastsettelsen av de ulike kompensasjonselementene til ledende ansatte i selskaper på Oslo Børs. Funnene ses opp mot teori og empiri på området. Dataene er hovedsakelig innhentet fra årsrapporter for 2017. Vi endte opp med et datasett for 103 selskaper, som utgangspunkt for analysene våre. Lederkompensasjonen måles på utbetalingstidspunktet, og vi har ikke tatt hensyn til opptjente elementer i 2017, som utbetales på et senere tidspunkt.

Av variabel lønn, er det bonus som er mest anvendt av selskapene i vårt utvalg. 72 prosent av selskapene rapporterer at de har utbetalt bonus til toppledelsen i 2017. Aksjer og opsjoner er mindre utbredt. Henholdsvis 16 og 28 prosent av selskapene har langtidsinsentivprogrammer i form av aksjer og opsjoner.

Vi finner at selskapets størrelse, konsentrert eierskap, størrelse på ledergruppen, statlig eierskap, gjeldsgrad, alder på selskapet, kjønnsfordeling og totalkapitalrentabiliteten er med på å forklare hvordan lønnsstrukturen er bygd opp. Totallønnen, andel bonuslønn, andel aksjer og andel opsjoner øker alle signifikant i størrelse. Det er videre en signifikant negativ sammenheng mellom de tre største eierne og andelen variabel lønn. Store ledergrupper har høyere andel aksjer. Statlig eierskap øker totalkompensasjonen og andelen aksjer, da staten ikke tillater opsjoner. I fortolkningen av resultatene for statlig eierskap må vi ta hensyn til at de statligeide selskapene er veldig store. Selskaper med høy gjeldsgrad bruker mindre variabel lønn. Ledergrupper med mange menn har høyere totalkompensasjon og mer bruk av aksjebasert avlønning. Til slutt fant vi at selskaper med høy lønnsomhet (totalkapitalrentabilitet), betaler ut signifikant høyere bonus, mens andelen langtidsinsentiver (aksjer og opsjoner) reduseres når lønnsomheten øker.

# Innholdsfortegnelse

Forord.....	ii
Sammendrag .....	iii
1.0 Introduksjon.....	1
1.1 Bakgrunn.....	1
1.2 Formål og problemstilling .....	2
1.3 Avgrensninger for oppgaven .....	2
1.4 Oppgavens struktur .....	3
2.0 Teori og empiri .....	4
2.1 Prinsipal-agentteori .....	4
2.1.1 Kritikk av agentteori og optimale insentivkontrakter.....	5
2.2 Ledelsesmaktteori.....	7
2.2.1 Kritikk av ledelsesmaktteori .....	8
2.3 Humankapitalteori.....	8
2.3.1 Kritikk av humankapitalteori .....	10
2.4 Oppsummering av økonomiske teorier .....	10
2.5 Motivasjon .....	11
2.5.1 Kognitive motivasjonsteorier.....	11
2.5.2 Sosiale motivasjonsteorier .....	12
2.5.3 Kritikk av motivasjonsteorier.....	14
2.6 Oppsummering.....	14

3.0 Norsk topplederlønn og reguleringer .....	16
3.1 Norsk topplederlønn .....	16
3.2 Lønnsforskjeller .....	17
3.3 Lover og reguleringer som påvirker toppleder kompensasjon .....	18
3.4 Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) .....	19
3.5 Oppsummering .....	20
4.0 Metode for datainnsamling .....	21
4.1 Innsamling av data .....	21
4.1.1 Utfordringer ved datainnsamlingen .....	21
4.1.2 Kilder .....	21
4.1.3 Periodisering av leder kompensasjon .....	22
4.2 Avhengige variabler i analysen .....	23
4.2.1 Fastlønn .....	23
4.2.2 Bonus .....	24
4.2.3 Aksjeprogram .....	24
4.2.4 Opsjoner .....	25
4.3 Uavhengige variabler .....	27
4.4 Presentasjon av statistisk metode .....	28
4.4.1 Utvalget .....	29
4.4.2 Dummyvariabel .....	30
4.4.4 Validitet og reliabilitet .....	30

4.5 Oppsummering.....	31
5.0 Presentasjon av funn .....	32
5.1 Deskriptiv analyse.....	32
5.1.2 Korrelasjoner.....	34
5.1.3 Bransjer .....	37
5.1.4 Totalkompensasjon fordelt på bransjer.....	38
5.2 Presentasjon av uavhengige variabler .....	42
5.2.1 Antall ledere.....	42
5.2.2 Selskapsalder.....	43
5.2.3 Kjønnfordeling.....	43
5.2.4 Tre største eiere .....	43
5.2.5 Statlig eierskap .....	44
5.2.6 Omsetning .....	44
5.2.7 Gjeldsgrad .....	44
5.2.8 Totalkapitalrentabilitet.....	45
5.2.9 Vekst i omsetning.....	45
5.3 Presentasjon av regresjonsmodeller .....	45
5.3.1 Regresjonsmodeller med alle variabler .....	46
5.3.2 Regresjonsmodeller med utvalgte variabler.....	48
5.3 Forklaringsvariabler .....	50
5.3.1 Ln omsetning.....	50

5.3.2 Tre største eiere .....	53
5.3.3 Ln antall ledere.....	54
5.3.4 Kjønnfordeling.....	56
5.3.5 Statlig eierskap .....	57
5.3.6 Ln selskapsalder .....	59
5.3.7 Gjeldsgrad .....	61
5.3.8 Totalkapitalrentabilitet.....	63
5.4 Oppsummering.....	64
6.0 Diskusjon .....	66
6.1 Ln omsetning.....	66
6.1.2 Tre største eiere .....	67
6.1.3 Ln antall ledere.....	69
6.1.4 Kjønnfordeling.....	70
6.1.5 Statlig eierskap .....	71
6.1.6 Ln selskapsalder .....	72
6.1.7 Gjeldsgrad .....	73
6.1.8 Totalkapitalrentabilitet.....	74
6.2 Oppsummering.....	75
7.0 Avslutning .....	77
7.1 Konklusjon.....	77
7.2 Forslag til videre forskning.....	80

8.0 Litteraturliste.....	82
9.0 Vedlegg.....	87



## Figurer

Figur 1 – Tilbud og etterspørsel etter ledertalent i humankapitalteorien Kilde: Bragelien, forelesningsplanjer .....	9
Figur 2 - Kognitiv forventningsteori Kilde: Kaufmann & Kaufmann (2015).....	12
Figur 3 - Likeverdsteori Kilde: Adams et al. (1976). .....	13
Figur 4 - Oversikt over bransjeinndeling i analysen.....	30
Figur 5 - Bransjefordelt totalkompensasjon .....	39
Figur 6 - Kompensasjon fordelt på størrelse .....	52
Figur 7 - Størrelse og eierkonsentrasjon .....	52
Figur 8 - Gjennomsnittlig kompensasjon og eierandel .....	54
Figur 9 - Bruk av langtidsinsentiver ved antall ledere .....	55
Figur 10 - Andel langtidsinsentiver ved antall ledere .....	56
Figur 11 - Langtidsinsentiver ved kjønnsfordeling.....	57
Figur 12 - Statlig eierskap og langtidsinsentiver .....	58
Figur 13 - Andel variabel lønn og selskapsalder .....	60
Figur 14 - Størrelse og selskapsalder .....	61
Figur 15 - Gjeldsgrad og variabel lønn .....	62
Figur 16 - Totalkapitalrentabilitet og bonus/opsjoner .....	63

## Tabeller

Tabell 1- Kilder brukt til datainnsamling.....	22
Tabell 2 - Avhengige variabler.....	23

Tabell 3 - Utregning av opsjoner .....	26
Tabell 4 - Uavhengige variabler .....	28
Tabell 5 - Oversikt over selskaper i analysen.....	29
Tabell 6 - Deskriptiv statistikk på gjennomsnittlige lønnskomponenter. Kilde: Årsrapporter	32
Tabell 7 - Deskriptiv statistikk på andel lønnskomponenter .....	33
Tabell 8 - Bruk av variabel lønn i utvalgte selskaper .....	34
Tabell 9 - Korrelasjonsmatrise .....	35
Tabell 10 - Regresjon på bransjer .....	40
Tabell 11 - Andeler av totalkompensasjon.....	41
Tabell 12 - Utvalgte uavhengige variabler.....	42
Tabell 13 - Regresjon alle variabler uten å kontrollere for bransjer.....	46
Tabell 14 - Regresjon alle variabler ved å kontrollere for bransjer.....	47
Tabell 15 - Regresjon for utvalgte variabler når vi ikke kontrollerer for bransjer .....	49
Tabell 16 - Regresjon for utvalgte variabler når vi kontrollerer for bransjer.....	50
Tabell 17 - Selskapsalder og lønnskomponenter.....	60
Tabell 18 - Signifikante sammenhenger fra korrelasjon- og regresjonsanalyse.....	65
Tabell 19 - Utvalg av variabler Totalkompensasjon ikke kontrollerer (1).....	87
Tabell 20 - Utvalg av variabler Totalkompensasjon ikke kontrollerer (2).....	87
Tabell 21 - Utvalg av variabler andel variabel lønn ikke kontrollerer (1) .....	88
Tabell 22 - Utvalg av variabler andel variabel lønn ikke kontrollerer (2) .....	88
Tabell 23 - Utvalg av variabler andel variabel lønn ikke kontrollerer (3) .....	88

Tabell 24 - Utvalg av variabler andel variabel lønn ikke kontrollerer (4) .....	89
Tabell 25 - Utvalg av variabler andel bonus ikke kontrollerer (1) .....	89
Tabell 26 - Utvalg av variabler andel bonus ikke kontrollerer (2) .....	89
Tabell 27 - Utvalg av variabler andel bonus ikke kontrollerer (3) .....	90
Tabell 28 - Utvalg av variabler andel bonus ikke kontrollerer (4) .....	90
Tabell 29 - Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver ikke kontrollerer (1) .....	90
Tabell 30 - Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver ikke kontrollerer (2) .....	91
Tabell 31 - Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver ikke kontrollerer (3) .....	91
Tabell 32 - Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver ikke kontrollerer (4) .....	91
Tabell 33 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (1) .....	92
Tabell 34 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (2) .....	92
Tabell 35 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (3) .....	93
Tabell 36 - Utvalg av variabler andel opsjoner ikke kontrollerer (1) .....	93
Tabell 37 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (2) .....	93
Tabell 38 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (3) .....	94
Tabell 39- Utvalg av variabler totalkompensasjon kontrollerer (1) .....	94
Tabell 40- Utvalg av variabler totalkompensasjon kontrollerer (2) .....	94
Tabell 41- Utvalg av variabler totalkompensasjon kontrollerer (3) .....	95
Tabell 42- Utvalg av variabler andel variabel lønn kontrollerer (1) .....	95
Tabell 43- Utvalg av variabler andel variabel lønn kontrollerer (2) .....	95
Tabell 44- Utvalg av variabler andel variabel lønn kontrollerer (3) .....	96

Tabell 45- Utvalg av variabler andel variabel lønn kontrollerer (4).....	96
Tabell 46- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (1).....	96
Tabell 47- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (2).....	97
Tabell 48- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (3).....	97
Tabell 49- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (4).....	97
Tabell 50- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (5).....	98
Tabell 51- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (1).....	98
Tabell 52- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (2).....	99
Tabell 53- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (3).....	99
Tabell 54- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (4).....	99
Tabell 55- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (5).....	100
Tabell 56- Utvalg av variabler andel aksjer kontrollerer (1).....	100
Tabell 57- Utvalg av variabler andel aksjer kontrollerer (2).....	100
Tabell 58- Utvalg av variabler andel aksjer kontrollerer (3).....	100
Tabell 59- Utvalg av variabler andel aksjer kontrollerer (4).....	101
Tabell 60- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (1).....	101
Tabell 61- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (2).....	102
Tabell 62- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (3).....	102
Tabell 63- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (4).....	102
Tabell 64- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (5).....	103
Tabell 65- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (6).....	103

# 1.0 Introduksjon

I introduksjonen presenterer vi bakgrunnen for oppgaven og problemstillingen vår. Vi vil også diskutere avgrensninger og forklare hvordan utredningen er strukturert.

## 1.1 Bakgrunn

Topplederlønninger er et aktuelt tema som omtales mye i media, spesielt når toppledelsen tildeles milliongevinster gjennom opsjoner. Bruk av opsjoner som belønningsverktøy er kontroversielt, fordi opsjoner som avlønning kan føre til at toppledere mottar ekstremt store gevinster for utvikling i aksjekurser som de selv i liten grad har influert. Politisk interesse og offentlighet tilknyttet lederlønninger har bidratt til at diskusjoner om lederlønn har fått stor plass i mediebildet. Vi har valgt dette temaet fordi vi finner diskusjonen rundt topplederkompensasjon svært interessant. Etter en felles idemyldring, samt forslag fra vår veileder Iver Bragelien, ønsket vi å belyse hvordan norske børsselskaper strukturerer kompensasjonspakkene til medlemmene av toppledelsen. I hvilken grad de gir bonuser, aksjer og opsjoner til toppledelsen, og hva bestemmer omfanget av de ulike kompensasjonselementene.

Før 1990 var insentivbasert avlønning lite utbredt i Norge, men det ble en eksplosiv vekst blant norske selskaper i bruken av slik lønn mot slutten av 1990-årene. I 2005 var andelen aksjer og opsjoner i snitt 34 prosent av lønnen til toppledere i norske, børsnoteerte selskaper (Randøy & Skalpe, 2007). Trenden med aksjeopsjoner som lederkompensasjon har sitt utspring fra USA, som på en tiårsperiode fra 1990-tallet viste en enorm vekst av opsjoner som avlønning. I 1992 tildelte selskaper i Standard & Poor 500 ansattopsjoner til en verdi av til sammen 11 milliarder dollar, og det økte til 119 milliarder dollar i 2002 (Hall & Murphy, 2003).

Hensikten med å benytte prestasjonsbasert avlønning er blant annet å kunne påvirke ledelsens motivasjon, skape insentiver som stimulerer til høy innsats og å tiltrekke talentfulle ledere. For å sørge for at ønskede effekter oppnås, er det viktig at kompensasjonspakkene struktureres slik at den blir sammenfallende med selskapets formål. Berle, Belsom & Strønen (2009) peker på at det er flere grunner til at selskaper ikke bør gi opsjoner, spesielt med tanke på indre motivasjonsteori. Vi finner tidligere empiri om dette temaet interessant, og ønsker at

vår utredning skal kunne bidra ytterligere til å forklare fastsettelse av lønn til norske toppledelser.

## **1.2 Formål og problemstilling**

Utredningens formål er å undersøke hvilke faktorer som påvirker kompensasjonen til toppledere i børsnoterte selskaper i Norge. Oppgaven tar for seg kvantitative data for 103 selskaper fra regnskapsåret 2017. Vi ønsker å kartlegge om toppleder kompensasjonen kan forklares av økonomisk teori og empiri eller om det er andre faktorer som forklarer fastsettelsen av lederkompensasjon bedre.

På bakgrunn av dette ønsker vi å besvare følgende problemstilling:

*«Hva er de viktigste faktorene for fastsettelse av toppleder kompensasjon for norske børsnoterte selskaper?»*

For å svare på denne problemstillingen har vi valgt ut ulike variabler vi mener kan forklare toppleder kompensasjon i analysen. Vi ønsker å se om toppleder kompensasjonen påvirkes av selskapets størrelse, konsentrert eierskap, selskapets gjeldsgrad og om selskapet er eid av staten. Videre vil vi kartlegge om kompensasjonen blir fastsatt annerledes dersom ledergruppens er stor eller liten, om det er forskjeller mellom yngre og eldre selskaper, og om kompensasjonsnivået endres dersom ledergruppen er dominert av menn. Vi ønsker også å se om selskaper som leverer gode resultater gir annen kompensasjon enn selskaper som gjør det mindre bra, målt ved selskapets total kapitalrentabilitet.

## **1.3 Avgrensninger for oppgaven**

I utgangspunktet ville vi analysere 150 selskaper notert på Oslo Børs, men vi endte opp med færre. Vi valgte å ikke ta med selskaper Oslo Axess, og selskaper som ikke har hjemstat i Norge. I tillegg ble andre selskaper ekskludert underveis, grunnet ekstremverdier, og mangelfull rapportering i årsrapportene. For eksempel har enkelte selskaper rapportert bonus og fastlønn i samme sum, slik at vi ikke kunne skille dem fra hverandre. Vi valgte videre å ekskludere alle selskaper som har mindre enn kr 50 millioner i omsetning. Utredningen er avgrenset til å omhandle regnskapsåret 2017.

Vi har også avgrenset total kompensasjonen til å inkludere fastlønn, bonus, aksjer og opsjoner, så vi ser bort fra elementer som pensjon, fri bil og lignende. Pensjon kan sees på som en type

langtidsinsentiv, så dette kan være en feilkilde i våre analyser. Lederkompensasjonen er periodisert på utbetalingstidspunktet, og vi har dermed sett bort fra elementer som er opptjent i 2017, men som vil bli utbetalt på et senere tidspunkt. For å minimere feilkilder ved bruk av nøkkeltall, har vi utført ulike regresjonsanalyser for å avdekke om det blir forskjeller av betydning hvis vi for eksempel bruker antall ansatte istedenfor omsetning for å indikere størrelse.

Aksjeprogrammer inkluderer kun programmer som er utarbeidet for toppledelsen i selskapet. Vi har ekskludert programmer som alle ansatte kan delta i, for eksempel muligheten til å kjøpe rabatterte aksjer i selskapet. Dette har vi valgt å gjøre fordi programmene ikke er spesielt utarbeidet for toppledelsen. I tillegg er beløpene relativt lave, så vi mener at våre resultater ikke hadde blitt særlig påvirket av disse lønnelementene.

#### **1.4 Oppgavens struktur**

Oppgaven er inndelt i syv kapitler. I kapittel 2 presenteres relevant litteratur om topplederkompensasjon. Videre tar kapittel 3 for seg norsk topplederlønn, og lover og regler som påvirker fastsettelse av topplederkompensasjon. I kapittel 4 forklarer vi metode for datainnsamling, og vi vil i dette kapitlet presentere de avhengige og uavhengige variablene som er brukt i analysen før vi avslutter med en diskusjon validitet og reliabilitet.

I kapittel 5 vil vi presentere våre funn fra analysene. Regresjonsmodeller og figurer brukes for å analysere hvordan de ulike forklaringsvariablene påvirker lønnskomponentene. I kapittel 6 diskuterer vi funnene fra kapittel 5, og knytter disse opp mot teori og tidligere empiri. Avslutningsvis, i kapittel 7 vil vi komme med en konklusjon som besvarer vår problemstilling, samt forslag til videre forskning.

## 2.0 Teori og empiri

Variasjonen i topplederkompensasjonen kan knyttes til insentiver og maktbalansen mellom styret, eierne og ledergruppen. I dette kapitlet starter vi med å introdusere agentteori, ledelsesmaktteori og humankapitalteori, som regnes å være tre hovedteorier innen lederlønnforskning. Videre diskuterer vi kritikken mot disse tre økonomiske teoriene, før vi oppsummerer dem. Vi presenterer deretter motivasjonsteori, med fokus på forvetningsteori og likeverdsteori. Underveis diskuterer vi empiri som belyser de ulike teoriene. Avslutningsvis oppsummeres litteraturen vi har gjennomgått i dette kapitlet.

### 2.1 Prinsipal-agentteori

Innen lederlønnforskning er agentteori et utbredt tema, som benyttes til forklaring av adferd innad i organisasjoner. Teorien tar utgangspunkt i interessekonflikter mellom eier (prinsipal) og toppleder (agent). Prinsipalen er en person som har ansatt en eller flere agenter som skal oppnå et mål. Agenten er ansatt av prinsipalen for å oppnå prinsipalens mål. Agenten er personen som handler, og prinsipalen er parten som påvirkes av handlingene (Pindyck & Rubinfeld, 2013). Relasjonen mellom agenten og prinsipalen må bestå av en effektiv organisering, samt fordeling av informasjon og kostnader under risiko. På denne måten kan forholdet mellom dem styres slik at agentens handlinger er sammenfallende med prinsipalens målsetninger. Når agenten ikke handler i tråd med prinsipalens beste interesser, betegnes dette som prinsipal-agentproblemet. Ulikheter i risikoaversjon, informasjonsasymmetri og motstridende interesser mellom eierne og toppledelsen er årsaker som kan føre til at problemet oppstår (Greve, 1995).

Prinsipal-agentproblemet tar utgangspunkt i at prinsipalen og agenten har ulike kost-nyttepreferanser. Man forutsetter at lederen er rasjonell og nyttemaksimerende, og han eller hun vil dermed maksimere sine gevinster til minimal innsats. Teorien legger derfor til grunn opportunistisk lederadferd (Randøy & Skalte, 2010). Motsatt ønsker eierne størst mulig verdiskapning til laveste kostnad. Man forutsetter at leders nyttefunksjon stiger med økonomisk kompensasjon og goder på arbeidsplassen. Dette kan for eksempel bestå av å øke nytten gjennom lønnsforhandlinger eller et større kontor. Nyttefunksjonen avtar med personlige kostnader, som for eksempel antall arbeidstimer. Motsatt vil eiernes nyttefunksjon avhenge av utvikling i selskapets egenkapitalverdi (Jensen & Meckling, 1976).



På bakgrunn av motstridende interesser oppstår det to typer agentkostnader; avvikskostnader og systemkostnader. Avvikskostnadene oppstår når agentens handlinger ikke er i tråd med prinsipalens ønsker, som for eksempel at agentens handlinger går ut på å maksimere verdiskapning på kort sikt, og selv høste ut gevinsten og æren. Systemkostnader derimot, er kostnader prinsipalen pådrar seg for å begrense avvikskostnadene, som eksempelvis overvåkning av lederen eller kostnader tilknyttet lønn (Bragelien, 2016). Systemkostnadene forbundet med overvåkning stiger med asymmetrisk informasjon. Asymmetrisk informasjon oppstår når prinsipalen ikke direkte kan observere agentens innsats, og man forutsetter at prinsipalen bare kan observere signaler som kan forklare agentens resultater. I børsnoterte selskaper opptrer styret som representanter for eierne, og deres arbeid innebærer blant annet overvåkning av lederen, noe som kan bidra til å begrense agentproblemer mellom ledergruppen og eierne (Bebchuk & Fried, 2004). Lederen bruker vesentlig flere arbeidstimer i selskapet enn styret. Dette skaper en begrensning for overvåkningen, hvilket betyr at lederen besitter et vesentlig informasjonsovertak i forhold til styret (Randøy & Skalpe, 2010).

Ifølge Jensen og Meckling (1976) kan prinsipal-agentproblemet løses ved innføring av optimale insentivkontrakter som ivaretar partenes ønsker om maksimering av økonomisk utbytte. Gjennom en optimal kontrakt bestående av en variabel, resultatbasert lønnskompensasjon vil en kunne sørge for at å yte høy innsats blir i agentens egeninteresse. Ved å innføre aksjebaserte insentiver, vil lederen få direkte eierskap i selskapet. Dette vil bidra til at begge parters interesser blir mer sammenfallende, fordi å maksimere aksjonærverdi vil nå være i lederens egeninteresse, og følgelig frigjøres deler av styrets ressurser som var bundet til å overvåke lederens innsats (Cappelen & Tungodden, 2012). Her legges det til grunn at lederens innsats og resultater reflekteres i selskapets aksjekurs. I teorien kan dermed eierne utforme kontrakter som reduserer agentkostnadene ved å styre ledelsens handlinger til å være sammenfallende med eiernes beste interesser. Optimale insentivkontrakter omhandler å belønne ledelsen slik at det stimulerer til eiernes langsiktige verdiskapning. Dette kan være belønninger i form av bonus, opsjons- eller aksjeprogram som ivaretar langsiktigheten (Randøy & Skalpe, 2010).

### **2.1.1 Kritikk av agentteori og optimale insentivkontrakter**

Til tross for at klassisk agentteori tar stor plass i litteraturen og ansees å være grunnmuren i utforming av optimale insentivkontrakter, observeres det tendenser til lav grad av empirisk støtte for teorien. Ifølge Bebchuk og Fried (2004) benyttes ikke optimale kontrakter på en

måte som sammenfaller med teorien. Av agentteorien bør den variable, resultatbaserte komponenten i insentivkontrakten være indeksert slik at effekten av eksogene sjokk på målt ytelse, kan filtreres ut. Denne indekseringen bidrar til effektive insentiver for å yte høy innsats og å skape gode resultater, og man unngår samtidig at generelle markedstrender utenfor leders kontroll, får en betydning for kompensasjon. I realiteten er det ifølge Bebchuck og Fried (2003) liten eller ingen bruk av slik indeksering. Å benytte markedsjusterte indekser vil resultere i at lederen kompenseres for resultater som ikke kan forklares av evner og innsats. Ellingsen og Kristiansen (2012) utførte en studie om hvordan variabel lønn oppfyller formålet om å beholde en leder, når det finnes andre, attraktive muligheter utenfor selskapet. De fant at den variable, resultatbaserte delen av lønnskompensasjonen er for lav i forhold til fastlønn for at den skal ha noe effekt. Denne lønnsstrukturen sammenfaller ikke med anbefalinger fra teorien og gir dermed ikke insentiveffekter. Dette belyses ytterligere i studien til Gneezy og Rustichini (2000), som viser forholdet mellom innsats og økonomiske insentiver. De fant at svake økonomiske insentiver kan føre til negative konsekvenser for ytelse. Motsatt, når de økonomiske insentivene øker, vil innsatsen stige.

Av agentteori er utgangspunktet at lederen ikke kan diversifisere sin risiko slik som eierne, og er dermed risikoavers. Følgelig sier teorien at det bør være et negativt forhold mellom selskapsrisiko og insentiveffekten. Dette betyr at en skal forvente at anvendelsen av resultatbasert lønnskompensasjon er mindre utbredt i selskaper og bransjer med høy volatilitet. Til tross for dette finner Prendergast (2002) empirisk støtte i at forholdet kan være positivt. En forklaring på dette kan være at økning i volatilitet på underliggende aktiva gir positiv effekt på tilhørende opsjonsverdi. Økt selskapsrisiko vil igjen føre til at volatiliteten øker, og således vil lederens potensielle gevinst stige. Dette kan føre til at lederen på vegne av selskapet, får insentiver til å være risikosøkende dersom lederen tildeles ansattopsjoner. Bognanno (2014) peker på at dette er fordi lederens gevinst er betydelig høyere ved en potensiell oppgang i opsjonens underliggende aksjekurs, i forhold til tapet ved nedgang.

Dersom lederen har høy fastlønn i tillegg til variabel kompensasjon, der leder kompenseres for påløpt risiko, kan kostnadene tilknyttet effektive insentiver bli store for selskapet. Jensen og Murphy (1990) hevder at denne kostnaden ikke kommer av at agentteorien er feil, men at insentivkontraktene ikke gir ønsket effekt, som følge av begrensninger ved politiske- og samfunnsmessige forhold tilknyttet toppleder kompensasjon. Det kan derfor argumenteres for at en skal flytte fokus fra *hvor mye* til *hvordan* lederen blir betalt.

## 2.2 Ledelsesmaktteori

Ledelsesmaktteori har flere likhetstrekk med prinsippal-agentteori, men forklarer kompensasjonen til ledelsen fra en annen innfallsvinkel. Teorien prøver å forklare effektene som påvirker fastsettelsen av topplederlønnen når antagelsene for agentteorien ikke er oppfylt. Teorien beskriver maktbalansen i fastsetting av lønn mellom de sentrale parter, og tar utgangspunkt i forholdet mellom styret og topplederen. I denne sammenhengen er eierne representert av styret. Forutsetningene er at partene har ulike interesser, og topplederlønningene kan bli høyere dersom eierskapet i selskapet ikke er konsentrert (Randøy & Skalpe, 2007). Styret vil ha et avhengig forhold til lederen dersom han har makt over styret. Lambert, Larcker & Weigelt (1993) definerer makt som lederens evne til å påvirke lønnsbeslutningene som gjøres av styret, og forholdet er avhengig dersom lederen har mulighet til å straffe eierne eller har personlige relasjoner til dem. Dersom lederen ønsker å maksimere egen inntekt, prøver han å få kontroll over styret for å dempe kontrollmekanismen som de besitter (Fama, 1980). En leder som har kontroll over styret vil kunne påvirke egen kompensasjon til å ha en større fast andel og være mindre resultatavhengig, noe som ifølge optimal kontraktteori ikke er optimalt for eierne. I tillegg er det fordelaktig for styret å være på samme lag som leder da deres fastsettelse av godtgjørelse som regel blir fastsatt mot samme mål som leder har.

Tidligere forskningsstudier beskriver ledelsesmaktteorien ved at lederne fokuserer på å øke selskapets størrelse i stedet for å maksimere profitten. Dette grunnet i større utbetalinger og mer makt til tross for at det kan være negativt for aksjonærene. Tosi, Wener, Katz & Gomez-Meija (2000) utarbeidet en studie som viser ulike aspekter ved ledelseskompensasjon, samt sammenhenger mellom selskapets prestasjon og størrelser. En leder har større påvirkning over størrelsen på et selskap enn selskapets prestasjoner, og ønsker av den grunn å motta kompensasjon knyttet til størrelse. For eksempel vil leders avlønning øke ved store nyanskaffelser, selv om prestasjonen til selskapet reduseres. Et annet aspekt er lederens risikoaversjon. At en leder er risikoavers antyder at han vil ønske å knytte kompensasjon mot størrelse for å redusere risiko til egen avlønning. Randøy og Skalpe (2010) påpeker at leders evne til å påvirke selskapsstørrelse, i form av for eksempel fusjoner, er langt større enn evnen til å påvirke selskapets resultater. På bakgrunn av dette kan en leder ha rasjonelle insentiver til å dempe resultatmål.

Ledelsesmaktteori er interessant for vår studie for å kunne forklare oppbyggingen av lederens totalkompensasjon. Vi ønsker å undersøke om selskaper som har konsentrert eierskap demper lederens makt over styret, ved at kompensasjonen til toppledelsene er lavere enn ved selskaper med mange små eiere. Randøy og Skalpe (2007) hevder i sin studie av norske topplederlønninger at selskapets størrelse er av betydning når det kommer til toppledernes kompensasjon, og vi vil av den grunn undersøke dette i vår analyse.

### **2.2.1 Kritikk av ledelsesmaktteori**

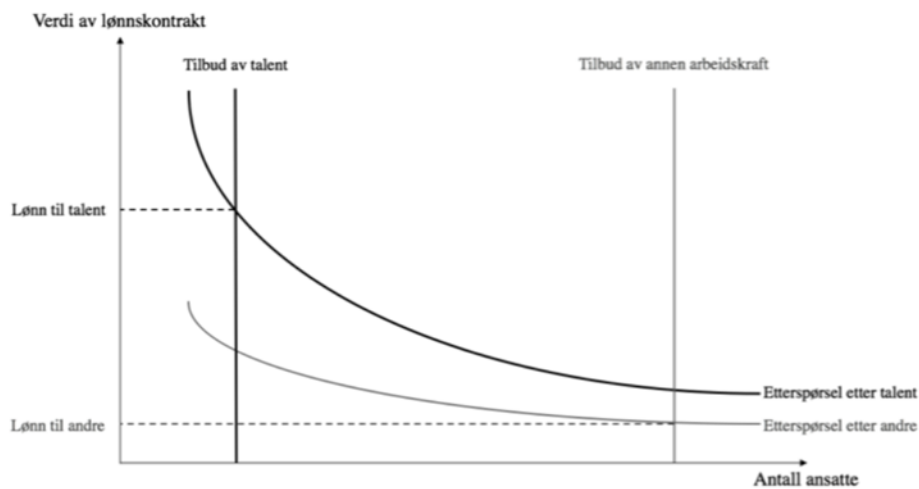
Ledelsesmaktteori forutsetter at dess mer makt leder har over styret, jo høyere kompensasjon vil han eller hun få. Studier i USA utført av blant annet Holmström & Kaplan (2001) og Frydman & Jenter (2010) hevder derimot at styrene har fått større makt samtidig som lederlønningene har økt. Analyser av maktbalansen ble gjennomført ved å måle styrenes aktivitet ved utforming av lederkompensasjon. Her ble det argumentert for at styrene brukte sterke metoder for å straffe lederne, ved at andel av kompensasjonen ble knyttet til selskapets resultater eller oppsigelser (Murphy, 2012). På bakgrunn av dette hevder Murphy og Zábajník (2006) at lederkompensasjonen ikke styres av maktforholdet mellom styret og leder.

### **2.3 Humankapitalteori**

Humankapital uttrykker et individs kunnskap og ferdigheter, og er en svært viktig ikke-finansiell ressurs i organisasjoner (Jacobsen, Bang & Norby, 2005). Humankapitalteorien er sentral i forklaringen av lønnsdannelsen generelt på alle nivåer i organisasjonen, og kan således være en måte å forklare topplederlønninger. En forutsetning for teorien er et velfungerende og effektivt lederlønnsmarked, der eierne og styret evner å vurdere og belønne lederne som er av høy verdi for organisasjonen (Randøy & Skalpe, 2010). Hvorvidt en leder er verdifull, vil avhenge av hans eller hennes unike bidrag til selskapets resultater - i form av talent, innovasjonsevne, ferdigheter og kunnskaper. Videre legges det til grunn at en leder skaper gode resultater basert på talent og ikke ved innsats, og dermed vil lønnskompensasjonen kunne benyttes som et styringsverktøy for å trekke til seg talentfulle ledere. På bakgrunn av dette vil det ikke være nødvendig med insentivkontrakter for å sørge for høy innsats.

I humankapitalteori tar man utgangspunkt i at høyt kvalifiserte ledere finnes i et begrenset antall. Konkurransen om å tiltrekke ledertalent vil således medføre høyere lønnskompensasjon

ifølge standard mikroøkonomisk teori (Murphy, 2012). Dette fremstilles i figur 1, som viser en sammenligning av talenters lønnslikevekt med andres lønnslikevekt.



Figur 1 – Tilbud og etterspørsel etter ledertalent i humankapitalteorien Kilde: Bragelien, forelesningsplansjer

Becker (1962) skiller mellom generell- og bedriftsspesifikk humankapital. Den generelle humankapitalen gjenspeiler individets kunnskap, evner og ferdigheter som ikke direkte kan tilknyttes en bransje eller et selskap. Motsatt er investeringer som direkte er knyttet til leders produktivitet i et bestemt selskap eller formål, det en kaller bedriftsspesifikk humankapital. Selskapet kan dermed sørge for gode prestasjoner hos lederen ved å investere i bedriftsspesifikk humankapital. Investeringen vil følgelig tjenes inn igjen i form av leders økning i produktivitetsnivå. Kostnadene knyttet til investering i bedriftsspesifikk humankapital vil kunne deles mellom begge parter på en måte som gjør de begge tjent med det. Dette forutsetter at både forventet økning i produktivitetsnivå og forventet inntekt til lederen, overstiger investerings- og innsatskostnadene til begge parter innenfor et gitt tidsperspektiv. Investeringen til lederen vil herunder være innsatskostnader som for eksempel kurs utover vanlig arbeidstid. Selskapets investering er å betale for selve opplæringen. Etter endt investering i bedriftsspesifikk humankapital forventes det økt produktivitet hos leder, som er verdifull for selskapet, og som igjen vil kunne føre til økt lønnskompensasjon på sikt (Lazear & Gibbs, 2007).

I humankapitalteori reflekteres et skift fra intern forfremmelse til å rekruttere gode ledere utenfor selskapet, som understøttes av observasjoner fra slutten av 90-tallet hvor tilnærmet en tredjedel av topplederne ble rekruttert utenfra (Murphy, 2012). Han peker på at ledere med gode, generelle lederegenskaper var blitt mer ettertraktet enn ledere med god,

bedriftsspesifikk kunnskap. Gabaix og Landier (2007) gjennomførte en studie blant de tusen høyest betalte lederne i amerikanske selskaper, hvor de fant liten spredning i kvalitetsnivå hos lederne. De mener dermed at den kraftige økningen i lønnskompensasjonen til toppledere ikke bare kan skyldes av at lederens talent er forbedret. Økningen kan heller forklare av at økt etterspørsel av talentfulle ledere har steget med den eksponentielle veksten i selskapsstørrelse. Dette forklare av at marginalverdien ved å ha en god, kompetent leder øker med selskapsstørrelsen. Som følge av dette er de dyktigste lederne høyt verdsatt for store selskaper, og de store selskapene har derfor insentiver til å tilrettelegge for kompensasjonsordninger som er attraktive for ledertalenter (Murphy, 2012). Dette belyses av Randøy og Skalpe (2007) som fant en tydelig sammenheng mellom selskapsstørrelse og nivå på lønnskompensasjon.

### **2.3.1 Kritikk av humankapitalteori**

Teorien fokuserer hovedsakelig på å tilby høy nok lønnskompensasjon for å kunne tiltrekke og beholde optimale ledertalenter, men forteller ikke noe om hvordan en optimal kompensasjonspakke skal utformes. På bakgrunn av dette hevder Murphy (2012) at teorien ikke bidrar til å si noe om variasjonen som observeres i toppledelsens kompensasjonssammensetning.

## **2.4 Oppsummering av økonomiske teorier**

Hensikten med teorikapittelet er å skape en oversikt over hvordan økonomiske teorier påvirker topplederlønninger. Vi startet med å introdusere prinsippal-agentteori, som baserer seg på resultatbasert belønning i form av økonomiske insentiver. Videre presenterte vi ledelsesmaktteori, som fokuserer på maktforholdet mellom leder og eier. Til slutt har vi sett på humankapitalteori, som omhandler å tiltrekke og beholde talent. Det er disse teoriene vi har brukt for å forklare våre resultater.

For prinsippal-agentteori er den viktigste problemstillingen å skape en sammenfallende interesse mellom leder og eier, gjennom insentivkontrakter. For ledelsesmaktteori derimot, er det hvordan lederen kan få kontroll over fastsettelse av lønn, som er sentralt i teorien. På en annen side er hovedspørsmålet fra et humankapitalperspektiv, hvor unik kompetansen til topplederen er.

Likt for prinsipal-agentteori og ledelsesmaktteori er at det forutsettes opportunistisk lederadferd. Fra agentteorien ønsker leder høyeste gevinst, ved lavest mulig innsats. Ledelsesmaktteori belyser hvordan lederen styrker sin makt over eierne, for å kunne påvirke til høyere avlønning. Dette forutsetter svake eiere. I humankapitalteori legges det til grunn et velfungerende og effektivt lederlønnsmarked. Felles for teoriene er forutsetningen om økonomisk rasjonalitet. I prinsipal-agentteori antas denne å være sterk, og i ledelsesmaktperspektivet blir den svak. Topplederkompensasjonen bestemmes av lederens unike kompetanse og talent, sammenlignet med andre ledere, ifølge humankapitalteori. Felles for prinsipal-agentteori og ledelsesmaktteori, er at toppledelsens avlønning fastsettes i henhold til forholdet mellom eier og leder.

## **2.5 Motivasjon**

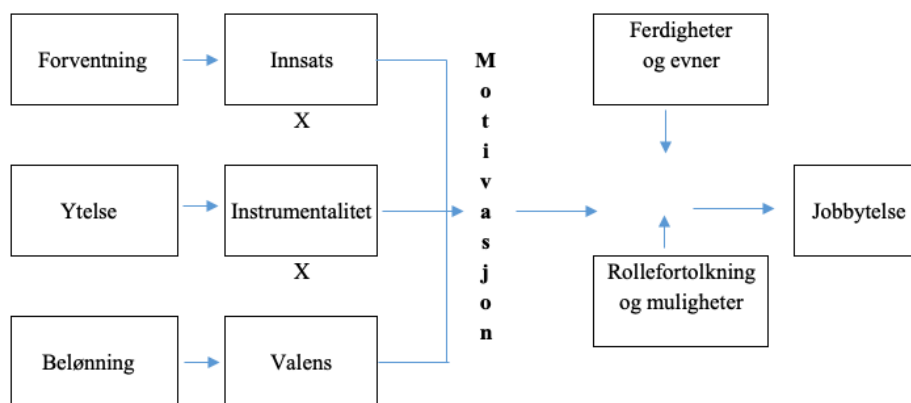
Motivasjon er ulike faktorer som styrer adferd hos mennesker. Hvordan mennesker blir motivert varierer fra person til person, og det er av den grunn vanskelig å forutse menneskelig adferd. For å sørge for at arbeidsplassen har en så effektiv drift som mulig, vil det være hensiktsmessig for bedriftens eiere og ledere å sikre at deres ansatte innehar et optimalt motivasjonsnivå. Kaufmann og Kaufmann (2015) fokuserer på følgende fire motivasjonsteorier: behovsteori, kognitive teorier, sosiale teorier og situasjonsteorier. Siden denne utredningen tar utgangspunkt i belønning og kompensasjon, vil vi fokusere på kognitive og sosiale teorier.

### **2.5.1 Kognitive motivasjonsteorier**

Kognitive motivasjonsteorier hevder at handlinger som tas, er basert på rasjonelle valg. Denne type motivasjonsteorier går under betegnelsen kognitive forventningsteorier, som tar utgangspunkt i at motivasjon er et resultat av forventning om måloppnåelse, altså det en ønsker å oppnå av jobben sin. Forventninger tar utgangspunkt i hvor viktig belønning er for hver enkelt, og det er en bevisst forestilling om hvilke konsekvenser jobben man utfører vil få for ønsket belønning. Kaufmann og Kaufmann (2015) understreker at ordet belønning benyttes i videste forstand, da belønning kan være alt fra ytre belønninger som lønn, og materielle verdier til tilfredsstillelse ved at ansatte mestrer jobben. Det er to hovedmomenter som skiller denne forventningsteorien fra andre motivasjonsteorier. Det første er at handlinger som utføres sees på som styrt av bevisste forestillinger og rasjonelle kalkyler som tar hensyn til personlig måloppnåelse. Det andre er at oppnåelse av belønninger som er knyttet til ønsker

og behov, er at i utførelse av arbeid vektlegges vurderinger om hvorvidt arbeidet fører til belønning.

Kaufmann og Kaufmann (2015) peker på tre typer forestillinger og overveielser som er spesielt viktige når man ser på innsatsen til mennesker i jobbsammenheng, som presenteres i figur 2. Disse er subjektive forventninger knyttet til resultater ved høy innsats, instrumentelle overveielser som omhandler om ytelsen fører til belønning og valensvurdering, vurdering av hvilke verdier belønningen har.



Figur 2 - Kognitiv forventningsteori Kilde: Kaufmann & Kaufmann (2015).

Forholdet mellom de tre grunnelementene, subjektive forventninger, instrumentelle vurderinger og valensvurderinger er multiplikativt og ikke additivt. Det vil si at verdien på alle disse grunnelementene må være høy for at motivasjonen skal være på et optimalt nivå. Siden totalverdien for motivasjon skal multipliseres sammen, vil samlet motivasjon være lik null, dersom verdien er null på et av elementene selv om den er høy på de to andre. Som det fremkommer av figuren blir motivasjon også påvirket av andre elementer. Det hjelper lite å være toppmotivert dersom man ikke besitter de nødvendige ferdigheter. Rolleforventninger omhandler hva hvert enkelt individ selv tror forventes av dem i arbeidet. Siden denne typen motivasjonsteori fokuserer sterkt på forventninger om vurdering av lønn, forutsetter teorien at prestasjonsbasert kompensasjon og andre typer økonomisk bonus som insentiv vil gi en positiv effekt på ytelse.

## 2.5.2 Sosiale motivasjonsteorier

Sosiale motivasjonsteorier vektlegger ansattes forhold til medarbeidere som en kilde til motivering eller demotivering. Ulike former for rettferdighet er sentrale kilder til variasjon i motivert adferd.



Adams, Berkowitz, Hatfield & Walster (1976) har utviklet en teori kalt likeverdsteorien, som tar for seg hvordan mennesker opplever likeverd i selskapet de jobber i. Det grunnleggende i likeverdsteorien er at belønning ikke nødvendigvis er en absolutt størrelse, men kan også være av relativ størrelse. Det vil si at ansatte vil sammenligne jobbinnsatsen («innskudd») sin og jobbutførelse («uttak») med det andre gir og får. Figur 3 viser vurderinger rundt innskudd- og uttaksbrøker.

Likeverdsteori	
Sammenlikningsbrøker	Opplevelse
$\frac{U}{1A} < \frac{U}{1B}$	Ulikhet pga. underbelønning
$\frac{U}{1A} = \frac{U}{1B}$	Likhet
$\frac{U}{1A} > \frac{U}{1B}$	Ulikhet pga. overbelønning

Der **U** er ulikhet  
 Der **1A** er arbeidstaker og **1B** er en annen relevant person

Figur 3 - Likeverdsteori Kilde: Adams et al. (1976).

Dersom den ansatte føler at deres innskudds- og uttaksbrøk til å være likeverdig med andre som de sammenligne seg med, tilsier teorien at det eksisterer en likeverdstilstand som oppleves som rettferdig og tilfredsstillende. Dersom brøken ikke er i likevekt opplever man likeverdsspenning. Dette kan skape misnøye og konfliktilstander. Motsatt vil man kunne få skyldfølelse ved å bli overbetalt sammenlignet med andre med samme kvalifikasjoner (Kaufmann & Kaufmann, 2015).

Teorien har utarbeidet fire referansesammenligninger over hvem man sammenligner seg med:

1. Selvintern. Sammenligner nåværende arbeidssituasjon med erfaringer fra tidligere arbeidssituasjon i samme selskap.
2. Selvekstern. Sammenligner nåværende arbeidssituasjon med erfaring fra annet selskap.
3. Andreintern. Sammenligning med andre mennesker eller annen yrkesgruppe i samme selskap.

4. Andreekstern. Sammenligning med andre mennesker eller annen yrkesgruppe i annet selskap.

Lønnsnivå, utdanningsnivå og ansettelseslengde er viktige betingelser for sammenligning. Typisk for de som velger referanseobjekter utenfor sitt selskap, er mennesker med høy lønn og god utdanning, fordi de ofte har mer informasjon om stillingsmarkedet. Det vil typisk være motsatt for mennesker med lavere lønn og mindre utdanning da disse er mer følsomme for opplevde ulikheter i nåværende selskap (Kaufmann & Kaufmann, 2015).

### **2.5.3 Kritikk av motivasjonsteorier**

Den kognitive forventningsteorien har ført frem mye forskning og bekreftelser av antagelser. Til tross for dette er det noen av antagelsene som har fått kritikk. Dette gjelder spesielt hypotesen vedrørende det multiplikative forholdet, da det vil være tvilsomt om hele totalmotivasjonen vil frafalle dersom det ene elementet er lik null. Deci, Koestner & Ryan (1999) har utfordret kognitiv forventningsteori ved sin selvdetermineringsteori hvor det argumenteres for at indre motivasjon kan bli negativt påvirket av ytre belønninger i form av økonomisk kompensasjon. Dette kan være kritisk når selve oppgaven er interessant i utgangspunktet.

Man kan finne god støtte for likeverdsteorien i empirisk forskning, men det er viktig å være kritisk til enkelte deler av teorien. Ved likeverdsfølsomhet vil det forekomme forskjeller som sådan forklarer hvor følsom mennesker er for opplevelse av urettferdighet i forhold til innskudds- og uttaksbrøken til referansepunktet.

## **2.6 Oppsummering**

I dette kapittelet har vi presentert økonomisk teori og empiri, som danner grunnlaget for å belyse utredningens problemstilling. Vi har introdusert tre økonomiske teorier, prinsippal-agentteori, ledelsesmaktteori og humankapitalteori, samt oppsummering og sammenligning av de tre teoriene. Avslutningsvis har vi gjennomgått motivasjonsteori, med fokus på forventningsteori og likeverdsteori.

Kort fortalt tar prinsippal-agentteori utgangspunkt i interessemotsetninger mellom eier og leder. Ved motstridende interesser oppstår det agentkostnader, som ifølge Jensen og Meckling (1976) kan redusere optimale insentivkontrakter kan påvirke leder til å yte høy innsats fordi begge parter får sammenfallende interesser. Ledelsesmaktteori forklarer fastsettelse av

lederkompensasjon fra et annet perspektiv. Teorien retter fokus på maktforholdet mellom leder og eier, hvor leder har større innflytelse på egen avlønning etter hvor mye makt han eller hun har over eierne. Humankapitalteori er også en sentral teori for lønnsdannelsen i ledergrupper. I denne teorien tar man utgangspunkt i lederens talent og kompetanse ved fastsettelse av lønn. Kompensasjonspakker utarbeides for å beholde og tiltrekke kompetente eiere.

Motivasjon er ulike faktorer som styrer menneskelig adferd i ulik grad, noe som gjør det vanskelig å forutse handlinger som følge av motivasjon. Motivasjonsteori vi har hatt fokus på er forventningsteori og likeverdsteori, som sier noe om hvordan forventning om måloppnåelse påvirker menneskers motivasjon. Likeverdsteori fokuserer på hvordan mennesker opplever likeverd på arbeidsplassen, ved å sammenligne egen innsats og gevinst, med andres innsats og gevinst.

I neste kapittel presenterer vi kjennetegn ved norske topplederlønner, samt lover og reguleringer som påvirker lederlønningene.

### **3.0 Norsk topplederlønn og reguleringer**

Det finnes en rekke lover, forskrifter og anbefalinger som begrenser hvordan selskaper fastsetter topplederlønninger. En del av disse er utformet med bakgrunn i noen av teoriene vi har gjennomgått. I dette kapittelet starter vi med å gjennomgå topplederlønn i Norge og lønnsforskjeller. Videre vil lover og reguleringer som påvirker toppleder kompensasjon bli presentert. Avslutningsvis gjennomgås NUES anbefalinger for eierstyring og selskapsstyring.

#### **3.1 Norsk topplederlønn**

Lønnsnivået til toppledere i Norge har historisk sett vært på et lavere nivå sammenlignet med andre toppledere i vesten. Forskning utført av Randøy og Skalpe (2007) viser at toppledelseskompensasjonen har økt siden starten på 2000-tallet. Sammensetningen av total kompensasjonen ble endret, med økt bruk av opsjoner, økt bonus og lavere fastlønn. Randøy og Skalpe trekker frem aksjebaserte avlønninger som hovedforklaring i økning på lederkompensasjon.

Bragelien (2005) peker på to sentrale momenter som belyser hvorfor lederlønningene i Norge har lagt på et lavere nivå enn i andre vestlige land. Først og fremst fører sentraliserte lønnsoppgjør til at leder ønsker å komme arbeiderne i møte i forhandlinger ved å godta lavere godtgjørelse for å unngå at ansatte kommer med høye lønnskrav. Følgelig er kulturen i Norge sosialdemokratisk, og samhold og likhet står sentralt. Med dette fokuset har den lønsmessige avstanden mellom ansatt og leder vært kort. På grunn av det politiske målet i norsk samfunn om å hindre utvikling i lønnsforskjeller, har topplederlønnsutviklingen blitt dempet. I senere tid har det blitt større aksept for individuelle lønnsforskjeller, og endringer i det norske arbeidsmarkedet har gjort at sentrale lønnsoppgjør ikke er like dominante som tidligere.

Globaliseringen i produkt- og kapitalmarkedet har påvirket norske lederlønninger.

Internasjonale styremedlemmer og aksjonærer forventes å være mindre kritisk til høyere lederlønn enn norske eiere da de kommer fra steder med kultur for høyere lederkompensasjon. Til tross for dette viser Randøy og Skalpe (2010) at antall utenlandske ledere er økende i norske selskaper og få norske ledertalent velger å jobbe i utenlandske selskaper med høyere lønn. Dette fører til at konkurransen om ledertalent er liten, som gjør at norske selskaper slipper å tilby høye lønninger for å tiltrekke talent. Gabaix og Landier (2007) forklarer at sammenhengen mellom lederkompensasjon og størrelse på selskapet er positiv. Siden norske

selskaper er av mindre størrelse enn andre sammenlignbare selskaper internasjonalt, er det forventet at lønningene er mindre. Randøy og Skalpe (2007) gjorde forskning på lederlønninger i Norge og Sverige i 2005, og de finner at forskjellene i kompensasjon avtar når man korrigerer for størrelsen til selskapet.

### **3.2 Lønnsforskjeller**

Rapporter utført av statistisk sentralbyrå, viser at kvinners gjennomsnittlige månedslønn kun utgjorde 86 prosent av menns lønn i 2016. For de med høyere utdanning og heltidsansatte er lønnsforskjellene størst (Kristoffersen, 2016). I Norge er mange yrker dominert av enten mannlig eller kvinnelig arbeidskraft. Dette kan forklare lønnsforskjellene ved at menn velger jobber med høyere lønnsnivå, mens kvinner foretrekker jobber i lavt betalte yrker. Kvinners lønnsvekst har vært noe større enn menns gjennom 2000-tallet. Fra 2000 har kvinners andel av menns lønn variert fra 83 prosent til 86 prosent i 2016. Dette kan forklares ved at flere kvinner tar høyere utdanning, og lønnsforskjellene samlet sett har blitt redusert av den grunn. Kristoffersen (2016) peker på at kvinner fremdeles dominerer sosialfag, mens menn velger yrker innenfor økonomi og administrasjon, håndverk og naturvitenskap. Når kvinner passerer 50 år, er nivået på kvinners andel av menns lønn på sitt laveste, spesielt innenfor økonomi og administrative fag hvor andelen er på omlag 75 prosent. Dette hevdes å være fordi kvinner har prioritert familie og omsorgsoppgaver i stedet for lønnet arbeid i større grad enn menn.

Kristoffersen (2016) konkluderer med at lønnsforskjellene kan forklares av yrkesvalg, men det er i tillegg relativt store forskjeller i lønn mellom kvinner og menn som har tilnærmet lik yrke og utdanning. Dette gjelder spesielt i privat sektor som er mannsdominert. Det vil også være flere faktorer som vil være av betydning for lønnsforskjeller, men disse er ikke opplyst i lønnsstatistikken.

Når markedskreftene slippes løs, øker lønnsforskjellene. Dette viser at når arbeidstakere velger arbeidssted, er lønn av betydning, og lønn er derfor et viktig verktøy for arbeidsgivere for å tiltrekke og beholde talent. Ved å sette individuelle lønninger, unngår man høye lønnskostnader, og den mest kostnadseffektive måten er ved individuelle bonuser. Dette fordi kun de arbeidstakerne som til enhver tid er mest verdifull for selskapet får høy kompensasjon (Bragelien, 2009). Variabel avlønning kan sees på som en prisingsmekanisme innhentet fra markedet, og kan av den grunn ikke erstatte betydningen av god ledelse i et selskap. På 1980-tallet ble det i USA diskutert interessekonflikter mellom ledere i børsnoterte selskaper og

eiere, som satte i gang innføring av variabel avlønning for å sammenføre eiernes interesser med ledernes. Etter dette har bruken av variabel avlønning skutt fart, også i Norge. Eksempelvis innførte Statoil bonusordninger for 150 direktører i 2000, som utviklet seg til at alle ansatte fikk resultatbasert bonus. En grunn til at ledere tjener mer enn andre ansatte er fordi deres lønnsfastsettelse er mer fleksibel, individuell, og det er større bruk av variable lønns-elementer som bonus, opsjoner og aksjer. Fremover vil lønnsforskjellene stadig økes, men i nedgangstider kan utviklingen bremses da bruken av variable elementer i totalkompensasjon vil reduseres.

### **3.3 Lover og reguleringer som påvirker toppleder kompensasjon**

For norske selskaper på Oslo Børs er det utarbeidet lover og regler som pålegger selskapene å erklære hvordan kompensasjonen til toppledelsen skal offentliggjøres i form av regnskapsføring og rapportering. I starten av 2000-tallet ble det vedtatt av EU at samtlige børsnoterte selskaper i unionen skulle anvende internasjonale regnskapsregler, kalt IFRS for utarbeidelse av konsernregnskap. Denne standarden gjelder for norske selskaper via EØS-avtalen (Visma, 2017). Spesielt er IFRS 2 svært relevant grunnet bestemmelser om verdsettelse og kostnadsføring av aksjebasert avlønning. Videre vil reguleringer bestemt av allmennaksjeloven og verdipapirhandelloven være spesielt aktuelt for denne utredningen.

Selskaper notert på Oslo Børs er pliktig til å erklære hva toppleder kompensasjonen består av ifølge allmennaksjeloven §6-16a (2007). Erklæringen skal inneholde informasjon om blant annet grunnlønn, bonus, aksjebaserte insentiver, pensjonsordninger, etterlønsordninger og andre typer variabel avlønning. Dette sørger for at selskapets aksjonærer får innsikt i hvordan leder kompensasjonen utformes, og om styret har lykket med å sette et kompensasjonsnivå som reflekterer lederens målbare prestasjoner. Hensikten er å skape transparens i rapporteringen slik at en sikrer mulighet for å undersøke om lønnspolitikken kan betegnes som optimal basert på både perspektiver fra aksjonærer og samfunn. Av verdipapirhandelloven §4-2 (2007) plikter selskapene også å utføre løpende rapportering av informasjon tilknyttet utøvelse og tildeling av finansielle instrumenter for primærinnsendere. Kjøp og salg av aksjer, samt ansattopsjoner faller inn under dette.

Regjeringen (2015) fremla nye retningslinjer tilknyttet lønn og annen godtgjørelse for ledelsen i statligeide selskaper. Retningslinjene beskriver ulike begrensninger for de ulike lønnskomponentene. De fastsetter blant annet at samlet variabel avlønning ikke må overstige

50 prosent av fastlønnen. Av langtidsinsentiver som aksje- og opsjonsprogrammer kan statligeide selskaper anvende aksjebasert avlønning som fokuserer på å sørge for langsiktig innsats for selskapet. Opsjonsprogrammer skal ikke benyttes i fastsettelse av topplederlønningene.

### **3.4 Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES)**

NUES har utarbeidet anbefalinger for eierstyring og selskapsledelse som er prinsipper for hvordan norske børsnoterte selskaper bør styres, som belyser rollefordelingen mellom aksjeeiere, styre og ledelsen (NUES, 2018). Det blir årlig vurdert oppdateringer på disse anbefalingene grunnet endringer i lover og regler som påvirker bruken av anbefalingen. I utarbeidelsen til NUES forekommer det retningslinjer for hvordan norske selskaper bør fastsette toppleder kompensasjon. Følgelig anbefales det at toppleder kompensasjonen utarbeides slik at interessene mellom aksjeeierne og toppledelsen sammenfaller. Dette kjenner vi igjen fra prinsippal-agentteori, som belyses i kapittel 2.1. Det anbefales at godtgjørelse som er resultatavhengig fastsettes langsiktig, både med hensyn til selskapets utvikling og aksjonærenes avkastningskrav. Ved å ha et langsiktig perspektiv tilrås det at kompensasjonsavtaler opptjenes over flere år. Opsjonsordninger og andre variable avlønninger bør være basert på målbare elementer som leder har mulighet til å påvirke. For å unngå for høye variable kompensasjoner bør det fastsettes et tak for maksimumsgrense. I tillegg bør selskapet sikre at resultatbasert kompensasjon som er utbetalt på galt grunnlag betales tilbake.

Som trukket frem i ledelsesmaktteorien bør styremedlemmene være uavhengig av lederen. Dette vises til i arbeidet til NUES, noe som innebærer at ledere ikke skal ha familiære, forretningsmessige eller andre relasjoner med styret som kan påvirke vurderinger og beslutninger. På vegne av NUES, utførte Ernst & Young (2013) en studie med hensikt å evaluere lederlønnserklæringer fra 2012, for 54 norske børsnoterte selskaper. Formålet med evalueringen var å kartlegge kvaliteten på rapporteringen av lederlønn, og å vurdere om anbefalingene fra NUES etterfølges. I studien vises det til flere svakheter knyttet til lederlønnserklæringene. 49 av selskapene hadde gjort lederlønnserklæringen offentlig, og bare 9 av disse ga tydelig informasjon om hvordan lederlønnspolitikken bidrar til å sikre både selskapets og aksjeeiernes interesser. For variabel godtgjørelse fant de at det bare var fire av selskapene som tydelige presiserer hvilke lederprestasjoner som forårsaker variabel avlønning. Av insentivprogrammer var det 33 selskaper som ikke beskrev lengde på denne

type avlønning. Selv om det var en rekke selskaper som kom positivt ut av studien, så de at anbefalingene fra NUES ikke følges opp i tilstrekkelig grad, slik organisasjonen selv ønsker.

### **3.5 Oppsummering**

I dette kapittelet har vi beskrevet kjennetegn ved norske topplederlønnings, samt lover og reguleringer som har effekter på hvordan lederkompensasjonen utarbeides. Avslutningsvis ble NUES anbefalinger og eierstyring og selskapsstyring gjennomgått.

Historisk sett har norske topplederlønninger hatt et relativt lavt nivå, sammenlignet med andre toppledere i vesten, som kan blant annet forklares av den sosialdemokratiske kulturen i Norge. I starten av 2000-årene har det derimot vært observert en økning i norsk toppleder kompensasjon, ifølge Randøy og Skalpe (2007), på grunn av eksempelvis globalisering i produkt- og kapitalmarkedet. Lønnsforskjeller blant menn og kvinner kan ha bakgrunn i yrkesvalg, selv om det også observeres store lønnsforskjeller blant menn og kvinner i like yrker og samme utdanning (Kristoffersen, 2016).

Lover og reguleringer som har betydning for lederkompensasjon belyses av eksempelvis bestemmelser av regnskapsføring og rapportering, særlig reguleringer i allmennaksjeloven og verdipapirloven. NUES har utarbeidet anbefalinger for eierstyring og selskapsledelse, og engasjerte Ernst & Young (2017) til å gjennomføre en undersøkelse for å evaluere kvaliteten på rapportering av lederlønn. Studiens resultater viste flere svakheter blant selskapene, og ikke alle fulgte anbefalingene til NUES i ønskelig grad.

I etterfølgende kapittel presenteres metode for datainnsamling og vi forklarer de avhengige variabler som er brukt i analysen. Vi presenterer utvalgt vårt, samt diskusjon av validitet og reliabilitet.



## **4.0 Metode for datainnsamling**

Vi starter dette kapitlet med å redegjøre for metode for innsamling av datamaterialet. Videre vil vi definere de avhengige variablene som er brukt i analysen. Avslutningsvis presenterer vi statistisk metode, som tar for seg utvalget, dummyvariabel, validitet og reliabilitet.

### **4.1 Innsamling av data**

Datagrunnlaget for utredningen er innsamlet fra offentlige kilder og databaser som er tilgjengelig gjennom biblioteket ved Norges Handelshøyskole. I denne delen presenterer vi utfordringer knyttet til innsamlingen, samt hvilke kilder som er brukt for innsamling av datamaterialet.

#### **4.1.1 Utfordringer ved datainnsamlingen**

Gjennom innsamlingen av datamaterialet erfarer vi at oversiktighet og detaljer knyttet til rapporteringen av lederkompensasjon, varierer noe i de ulike selskapene. Ernst & Youngs (2013) evaluering av kvaliteten på lederlønnserklæringer av selskaper på Oslo Børs, underbygger nettopp dette, som nevnt i kapittel 3.4. Grunnet variert kvalitet i rapportering har innsamlingsarbeidet vært tidskrevende. Kompensasjonsordningene er ofte svært kompliserte og forskjellig utformet i de ulike selskapene. Vi har derfor brukt mye tid på forståelse av de ulike ordningene, samt benyttet oss av flere ulike kilder for å verifisere våre funn. Dette gjelder spesielt for innsamling av data om opsjoner, som har vært det mest tidskrevende i innsamlingsarbeidet. Lønnskompensasjoner som fastlønn og bonus har derimot vært mer oversiktlig.

#### **4.1.2 Kilder**

Vi har benyttet flere ulike kilder for innsamling av datamaterialet, se tabell 1.

Kilde	Innhentet informasjon
103 årsberetninger	Fastlønn, bonus, aksje- og opsjonsprogrammer, antall ledere, antall ansatte, kjønnsfordeling i ledelsen, omsetning, vekst i omsetning, totalkapital, tre største eiere, statlig eierskap, selskapsalder, gjeldsgrad.
Proff.no	Totalkapitalrentabilitet
Oslobørs.no	Aksjekurser og sektorinndeling
Norges-bank.no	Valutakurser (årgjennomsnitt)
Regjeringen.no	Selskaper med statlig eierandel

Tabell 1- Kilder brukt til datainnsamling

Selskaper notert på Oslo Børs er pliktig til å erklære hva toppleder kompensasjonen består av, ifølge allmennaksjeloven §6-16a (2007). Lederlønnserklæringen rapporteres i årsberetningene, og vi fant det dermed naturlig å starte innsamlingen av topplederlønningene i disse. Totalt endte vi opp med årsberetninger til 103 selskaper som grunnlag for innsamlingen. Som tidsbegrensing brukte vi Proff.no for å hente ut nøkkeltall som totalkapitalrentabilitet og gjeldsgrad for de utvalgte selskapene. For å definere de ulike bransjene har vi brukt sektorinndelingen fra Oslo Børs. Fra Oslo Børs har vi hentet ut aksjekurser, i de tilfellene det ikke har kommet synlig frem i årsberetningen. Flere selskaper utbetaler lønnskompensasjon i annen valuta. Vi har derfor uthentet valutakurser fra Norges Bank, og brukt et årgjennomsnitt fra 2017 som grunnlag for utregning av kompensasjonen. For å skille mellom privat og statlig eierskap har vi innhentet informasjon fra Regjeringen sine hjemmesider.

#### 4.1.3 Periodisering av lederkompensasjon

Utformingen av totalkompensasjon til toppledere består av flere elementer. Disse elementene inkluderer normalt en del som er fast, en resultatavhengig del og en del som skal gi langtidsinsentiver til topplederne. I denne utredningen fokuserer vi på totalkompensasjon, total variabel lønn, bonus og langtidsinsentiver i form av aksjeprogram og opsjoner. Elementer som pensjon, naturalytelse og styregodtgjørelse har vi ekskludert fra totalkompensasjonen fordi vi ikke anser dem som relevante for oppgavens problemstilling.

Periodisering av lederkompensasjon er i denne utredningen beregnet på utbetalingstidspunktet, altså kompensasjon som er utbetalt i 2017. Dette vil si at vi har sett bort fra elementer som har blitt opptjent i 2017, som vil bli utbetalt på et senere tidspunkt. Vi

vil videre gjennomgå elementene for kompensasjon, som vil bli brukt som avhengige variabler i analysen.

## 4.2 Avhengige variabler i analysen

Vi vil her presentere de ulike elementene som blir brukt for å kompensere toppledere. Disse vil bli brukt som avhengige variabler i vår analyse. Vi bruker variabel lønn istedenfor fastlønn i analysen, men ønsker likevel å forklare hvordan fastlønn er bygd opp siden den inkluderes i totalkompensasjon. De avhengige variablene består av de ulike lønnskomponentene. Vi har en egen variabel der vi har samlet total variabel kompensasjon. Vi har beregnet gjennomsnittstall, og deretter delt komponentene opp i andeler av totalkompensasjon når vi utfører analysene. I tabell 2 presenterer vi de ulike avhengige variablene, som blir nærmere forklart i etterfølgende avsnitt.

Avhengig variabel	Forklaring
<b>Totalkompensasjon</b>	Totalkompensasjonen (i kroner) består av fastlønn og total variabel lønn
<b>Andel bonus</b>	Andel av totalkompensasjon som består av korttidsinsentiver (lengde er maks et år)
<b>Andel aksjer</b>	Andel av totalkompensasjon som består av aksjer i LTI-program (lengde er minst et år)
<b>Andel opsjoner</b>	Andel av totalkompensasjon som består av opsjoner i LTI-program (lengde er minst et år)
<b>Andel langtidsinsentiver</b>	Total langtidsinsentiver (aksjer og opsjoner)
<b>Andel variabel lønn</b>	Andel av totalkompensasjon som er variabel

Tabell 2 - Avhengige variabler

### 4.2.1 Fastlønn

Fastlønn er uavhengig av prestasjoner hos ledere eller selskapet, og utbetales ved et fast beløp en gang i måneden. Denne delen av kompensasjonen er stillingsbasert, i tillegg til ansiennitetsnivået som lederen besitter. Forhandlinger om fastlønn foregår som regel høsten året før utbetaling. På bakgrunn av dette, mener vi at fastlønn er fastsatt på grunnlag av ledernes prestasjoner året før, og eventuelt andre tilbud lederen får. I denne utredningen har vi brukt utbetalt fastlønn som er rapportert i årsrapportene fra 2017, og fastlønn er inkludert i variabelen totalkompensasjon.

### **4.2.2 Bonus**

Den variable, resultatbaserte delen av kompensasjonen består av bonusordningen til de ulike selskapene. Denne delen av godtgjørelse er ment for å motivere lederne til å levere et best mulig resultat for selskapet. I denne utredningen har vi valgt å skille mellom langtids- og korttidsinsentiver. Vi har valgt å kategorisere de kortsiktige insentivene til en maksimum tidsperiode på ett år. Dette vil si at bonusutbetalinger som har en lengre tidsperiode enn ett år, har blitt ekskludert fra vårt datasett. Informasjonen om bonusutbetalinger har variert fra ulike selskaper, og vi har valgt å bruke utbetalt bonus som grunnlag for vår analyse. Dette vil si at bonusutbetalingene er opptjent på prestasjoner som er gjennomført året før.

### **4.2.3 Aksjeprogram**

Aksjeprogram er ordninger hvor ansatte får direkte aksjeeierskap uten foregående opsjoner. Man kan skille mellom ordninger hvor den ansatte mottar aksjen som betaling, rabatterte aksjekjøp, eller bonusutbetalinger som består av betingelser til å kjøpe aksjer. Aksjeprogram som gis til ledende ansatte anses å være et langtidsinsentiv (Regjeringen, 2015). En stor andel av selskapene vi har gjennomgått har en form for aksjeprogram. Mange praktiserer en ordning hvor alle ansatte har muligheten til å delta i et aksjeprogram, hvor man får kjøpt aksjer til rabattert pris. Denne typen programmer har vi ekskludert fra vår utredning, da ordningen er frivillig, og ikke kategoriseres som et langsiktig insentiv. Selv om enkelte ledere tilslutter seg denne ordningen, er beløpene betydelig mindre sammenlignet med andre typer kompensasjoner.

Vår utredning inkluderer to ulike aksjeprogrammer, hvor det første kalkuleres ved verdien av årets opptjening gjennom aksjebasert avlønning. Den andre langtidsinsentivordningen som blir brukt, er en kontantgodtgjørelse som blir beregnet i prosent av ledernes fastlønn. Et eksempel på selskap som benytter seg av denne ordningen er Equinor ASA, hvor selskapet kjøper aksjer tilsvarende netto årssum på vegne av lederne. Disse aksjene blir bundet i tre år før de frigjøres til deltakernes disponering. Deltakeren må betale tilbake bruttoverdien av de bundne aksjene dersom bindingstiden ikke overholdes. Nivået på Equinors årlige langtidsinsentivbelønning ligger mellom 35 og 30 prosent.

#### 4.2.4 Opsjoner

Aksjeopsjoner tildelt til ansatte er en rett til å kjøpe et visst antall aksjer i selskapet til en bestemt pris innen eller på et avtalt fremtidig tidspunkt. Opsjoner kan innløses hver dag fra tildelingsdato til forfallsdato. Etter forfallsdato faller retten bort, og utsteder vil ikke lenger være forpliktet til opsjonen (Oslo Børs, 2013). Opsjonens innløsningskurs er vanligvis lik aksjekursen på tildelingsdatoen, eller med et påslag i tillegg til aksjekursen. Gevinsten av opsjonen på utøvelsestidspunktet vil være differansen mellom innløsningskurs og dagens aksjekurs. Man uttrykker opsjonens verdi som ”in the money” når innløsningskursen er lavere enn aksjekursen, og ”out of the money” når innløsningskursen er høyere enn aksjekursen. Når opsjonen er ”in the money”, vil lederen ønske å utøve opsjonen for å høste gevinst, og motsatt, når opsjonen er ”out of money”, vil det ikke være lønnsomt for lederen å løse inn opsjonen. Dersom aksje- og innløsningskursene er like, vil opsjonens verdi være null, og betegnes som ”at the money”. Ettersom eier ikke er forpliktet til å innløse opsjonen, vil ikke gevinsten av opsjonen bli negativ. Gevinsten lederen mottar ved å løse inn en opsjon kan uttrykkes slik:

$$\text{Gevinst} = \text{Max}[(\text{aksjekurs} - \text{utøvelseskurs}) * \text{antall opsjoner}, 0]$$

Av formelen ser man at gevinsten stiger når aksjekursen øker. Fordi ansattopsjoner ikke vanligvis har en kjøpspris, vil gevinsten være lik leders fortjeneste som er differansen mellom aksje- og utøvelseskurs.

Man skiller mellom europeiske-, amerikanske- og bermuda-opsjoner. Europeiske opsjoner kan bare utøves på bortfallsdatoen. Amerikanske opsjoner derimot, kan utøves valgfritt gjennom hele perioden fra tildeling til forfall. Bermuda-opsjoner fungerer som en mellomting og utøves på forhåndsbestemte tidspunkt (Danske Bank, 2011). De fleste tildelte opsjonene i vårt utvalg er bermuda-opsjoner med ulike vilkår for utøvelse, som for eksempel at man mister retten til å utøve opsjonen dersom man forlater selskapet før utøvelsesdatoen. Hensikten med kontraktbaserte betingelser for utøvelse, er å skape insentiver for lederen til å blant annet bli værende i selskapet, sørge for høy og langsiktig innsats, eller sikre at insentivene blir sammenfallende med eiernes interesser.

Ved innløsning av opsjoner vil det følge en transaksjon for selskapet. Majoriteten av opsjonsprogrammene vi har gjennomgått innløses mot egenkapitalinstrumenter gjennom én aksje per opsjon. Noen av selskapene benytter syntetiske opsjoner, som er

opsjonsprogrammer der transaksjonen ikke utføres i aksjer, men i kontanter. I stedet for at leder betaler en innløsningskurs for aksjen, får han eller hun utbetalt summen som er lik differansen mellom aksje- og innløsningskursen. Ettersom syntetiske opsjonsprogrammer betyr at lederen ikke mottar aksjer, vil ikke programmet medføre samme eierskap i selskapet slik som vanlige ansattopsjoner. Hvorvidt selskapet bruker ordinære-, eller syntetiske aksjer vil ikke ha noen betydning for størrelsen på verdien lederen mottar. Således vil lederen kunne være indifferent mellom avlønning i form av kontanter og aksjer (Asche & Solberg, 2017).

I vårt utvalg er det tildelte opsjoner i året 2017 vi har tatt utgangspunkt i. Flere av selskapene har kun rapportert antall tildelte opsjoner, og ikke tildelt opsjonsverdi. Der det ikke har vært informasjon om opsjonsverdien, har det i de fleste tilfeller vært opplyst om forholdstall som gir leseren mulighet til å regne ut opsjonsverdien. De fleste selskapene i vårt utvalg rapporterer at de benytter Black-Scholes modellen for utregning av opsjonenes verdi. Opsjonens verdi avhenger av forholdstallene som er presentert i tabell 3. Vi behandler vanlige opsjonsprogram og syntetiske opsjoner likt.

Variabel	Verdi på opsjonen
Dagens aksjekurs	+
Innløsningskurs	-
Tid til forfall	+*
Volatilitet	+
Risikofri rente	+

\* Usikkert forhold for europeiske opsjoner. (Vormestrand, 2006)

Tabell 3 - Utregning av opsjoner

Når opsjonen utøves i fremtiden, er gevinsten differansen mellom dagens aksjekurs og innløsningskursen. Opsjonens verdi vil dermed øke ved stigning i aksjekursen, og motsatt ved stigning i innløsningskursen. Økt risiko kompenseres med høyere avkastning etter kapitalverdimodellen, og derfor vil opsjonsverdien være mer verdt, desto lenger tid det er til forfall, da fremtiden er forbundet med usikkerhet. Aksjens volatilitet er et måltall på usikkerhet knyttet til fremtidige svingninger i aksjeprisen. Den risikofrie renten påvirker innløsningskostnadens nåverdi og ved høyere rente desto større opsjonsverdi.

Utgangspunktet for Black-Scholes-modellen er prising av omsettelige, europeiske opsjoner i en verden som er risikonøytral (Hull, 2015). Videre legges det til grunn at innløsningen finner sted ved forfallsdatoen til opsjonen, og tar ikke hensyn til at innløsning kan skje tidligere enn forfall. Ifølge Bragelien (2003) kan man, ved bruk av Black-Scholes til verdsettelse av ansattopsjoner, legge til grunn at estimatene vil være høyeste potensielle opsjonsverdi for lederen, og ikke den faktiske verdien. Dette kan forklares ved at man må ta hensyn til manglende diversifisering og restriksjoner som settes på opsjoner. Når både vi og de noterte selskapene benytter Black-Scholes-modellen for å verdsette ansattopsjonene, vil estimatene som beregnes derfor være generøse.

### **4.3 Uavhengige variabler**

Denne delen av utredningen tar for seg de ulike uavhengige variablene som er brukt i vår analyse. En uavhengig variabel, eller en forklaringsvariabel er en faktor kan ha innvirkning på den avhengige variabelen i en regresjonsanalyse. I utgangspunktet bestod datamaterialet av informasjon om 14 uavhengige variabler, som vi viser i tabell 4. De uavhengige variablene som ble valgt ut for videre analyse, forklares nærmere i kapittel 5.2.

Uavhengig variabel	Forklaring
<b>Bransjer</b>	Oslo Børs' sektorinndeling
<b>Antall ledere(Ln)</b>	Naturlig logaritme av antall årsverk i ledergruppen
<b>Selskapsalder(Ln)</b>	Naturlig logaritme av selskapets alder
<b>År på Oslo Børs(Ln)</b>	Naturlig logaritme av antall år på Oslo Børs
<b>Kjønnsfordeling</b>	Hvor stor andel menn det er i ledergruppen
<b>Tres største eiere</b>	Eierkonsentrasjon til de tre største eiere i prosent
<b>Statlig eierskap</b>	Dummyvariabel som er lik 1 for statlig eierskap og 0 ellers
<b>Antall ansatte(Ln)</b>	Naturlig logaritme av antall ansatte i selskapet
<b>Totalkapita17(Ln)</b>	Naturlig logaritme av selskapets totalkapital
<b>Omsetning17(Ln)</b>	Naturlig logaritme av omsetning
<b>Vekst i omsetning</b>	Vekst i omsetning fra 2016 til 2017
<b>Vekst i totalkapital</b>	Vekst i totalkapital fra 2016 til 2017
<b>Gjeldsgrad</b>	Sum gjeld/Sum egenkapital
<b>Totalkapitalkapitalrentabilitet</b>	Selskapets totalkapitalrentabilitet

Tabell 4 - Uavhengige variabler

#### 4.4 Presentasjon av statistisk metode

Vi skal i denne delen presentere de ulike metodene vi har brukt i analysearbeidet. For gjennomføring av analysen av datamaterialet har vi benyttet oss av programvaren Stata. For å enklere kunne sammenligne selskaper, har vi valgt å ikke ta hensyn til totalgodtgjørelse for ledergruppen, men i stedet brukt gjennomsnittstall for de ulike lønnskomponentene. Ved flere tilfeller så vi fratredelser, nyansatte og utskiftninger på ledergruppen i løpet av året. Vi har derfor foretatt beregninger på hvor lenge den respektive lederen har vært ansatt og gjort om til antall årsverk totalt for hele ledergruppen. På denne måten vil vi kunne unngå potensielle problemer med overlapping.



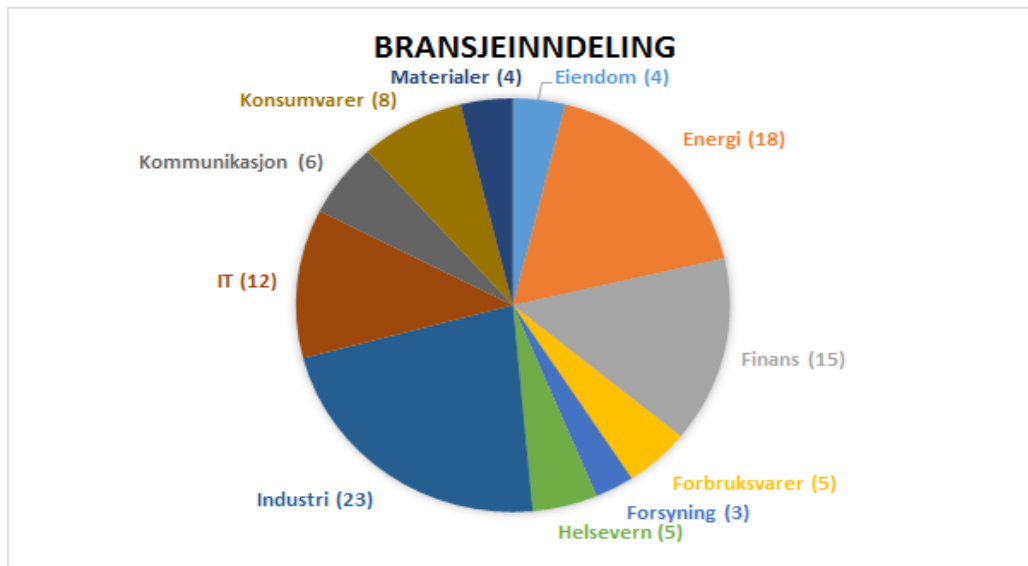
#### 4.4.1 Utvalget

Som tidligere nevnt i kapittel 4.1.2 har vi et utvalg på 103 norske, børsnoterte selskaper. Selskapene ble valgt ut fra Oslo Børs liste over noterte selskapers hjemstat fra 2019. Vi har derfor inkludert to selskaper som ble børsnotert i 2018. Dette er Fjordkraft Holding og Sparebanken Telemark. Videre har vi benyttet oss av årsberetninger fra 2017 for samtlige selskaper. Vi startet opprinnelig med et datasett med 109 selskaper. For å sørge for en mer robust analyse, har vi fjernet ekstremverdier fra datamaterialet. Selskapene vi ekskluderte fra utvalget var de med under 50 millioner i omsetning. Disse selskapene skilte seg veldig ut fra resten av utvalget og kunne dermed ha gitt uhensiktsmessig store utslag i analysene. I tabell 5, presenteres en oversikt over selskapene i utvalget.

Selskaper i utvalget			
ABG Sundal Collier Holding	Gc Rieber Shipping	Next Biometrics Group	Scanship Holding
AF Gruppen	Gjensidige forsikring	NextGenTel Holding	Scatec Solar
Aker solutions	Goodtech	Nordic Semiconductor	Schibsted
AKVA Group	Greig seafood	Norsk Hydro	Self Storage Group
Arcus	Gyldendal	Norway Royal Salmon	Selvaag Bolig
Arendals Fossekompani	Havlia Shipping	Norwegian Air Shuttle	Solstad Offshore
Atea	Havyard Group	Norwegian Finans Holding	SpareBank 1 SR-Bank
Austevoll seafood	Hexagon Composites	Norwegian Property	Sparebanken Telemark
B2Holding	Incus Investor	NRC Group	Spectrum
Bergen Group	Infront	NTS	Storebrand
Biotec Pharmacon	Insr Insurance Group	Ocean Yield	StrongPoint
Borgestad	InterOil Exploration and Production	Oceanteam	Telenor
Bouvet	Itera	Odfjell Drilling	TGS
Byggma	KID	Odfjell SE	Tomra Systems
Crayon Group Holding	Kitron	Olav Thon Eiendom	TTS Group
DNB BANK	Komplett bank	Orkla	Veidekke
DNO	Kongsberg Automotive	Otello Corporation	Vistin Pharma
DOF	Kongsberg Gruppen	Panoro Energy	Voss Veksel- og Landmandsbank
Dolphin Drilling	Kværner	Pareto Bank	Wallenius Wilhelmsen
Eidesvik Offshore	Lerøy Seafood Group	Photocure	Webstep
Entra	Magnora	Polaris Media	Wilson
Equinor	Medi-Stim	Protector Forsikring	XXL
Europris	Mowi	Q-Free	Yara International
Evry	Multiconsult	Reach Subsea	Zalaris
Fjord 1	Navamedic	SalMar	
Fjordkraft Holding	Nel	Sbanken	

Tabell 5 - Oversikt over selskaper i analysen

Vi har kategorisert bransjene etter sektorinndelingen på Oslo Børs. I figur 4 ser vi klare skjevheter i fordelingen av bransjene. Bransjer som forsyning, materialer og eiendom er dårlig representert i utvalget, og vi må således være forsiktige i våre konklusjoner når det gjelder disse bransjene.



Figur 4 - Oversikt over bransjeinndeling i analysen

#### 4.4.2 Dummyvariabel

En dummyvariabel er en indikatorvariabel som brukes for å kategorisere variabler. Dersom verdien er 1 stemmer egenskapen og om verdien er 0 stemmer den ikke. Av de uavhengige variablene i våre analyser, er det variabelen *statlig eierskap* som er omgjort til en dummyvariabel. Variabler som er kategoriske tolker man på grunnlag av ustandardiserte koeffisienter i regresjonsanalysen (Christophersen, 2009).

#### 4.4.4 Validitet og reliabilitet

Gyldigheten av resultat til det man faktisk ønsker å måle, og nøyaktigheten av målingen faller under begrepet validitet (Quinland, Zikmund, Babin, Carr & Griffin, 2013). Validitet kan deles i to, intern og ekstern validitet. Intern validitet beskriver hvor gyldig utvalget som er testet er, mens ekstern validitet omhandler hvorvidt resultatene er overførbare til en annen situasjon eller et annet utvalg (Dalen, 2004). Reliabilitet omhandler hvor konsistens og stabile målinger er. Dersom man får samme resultat når man har gjennomført målinger av samme data flere ganger, er målingen reliabel. Dersom andre forskere oppdager samme fenomen i lignende situasjoner har man ytre reliabilitet. Indre reliabilitet handler om hvilken grad datamaterialet kan brukes av andre på et senere tidspunkt.

De ulike lønnskomponentene som er samlet inn, er hentet ut fra selskapets årsrapporter, og siden disse selskapene er store og børsnotert antar vi at data som er hentet ut er reliabel.

Totalkapitalrentabilitet derimot, er hentet fra proff.no som er en andrehåndskilde og vil derfor være noe mer usikker. For å dobbeltsjekke at informasjonen som er hentet ut stemmer, har vi tatt stikkprøver på enkelte selskaper ved å regne ut totalkapitalrentabiliteten fra informasjonen i årsrapportene. I samtlige tilfeller ble tallet vi utregnet, likt det vi hentet ut fra proff.no. Vi antar at andre forskere ville ha fått samme resultater som oss dersom de brukte vårt datasett, og anser av den grunn, dataen vår til å ha ytre reliabilitet. I midlertid kunne vi har brukt andre kontrollvariabler i analysen for å enda bedre sikre studiens validitet.

#### **4.5 Oppsummering**

I dette kapitlet har vi presentert metode for innsamling av datamaterialet, samt introdusert uvalgte forklaringsvariabler og avhengige variabler. Innsamlingsarbeidet har vært tidskrevende og består av informasjon tilknyttet 103 selskaper. Gjennom arbeidet har vi erfart at de ulike kompensasjonsordningene i noen tilfeller, kan være svært kompliserte. I utvalget inkluderes kun de kompensasjonselementene som er utbetalt i 2017. Utregninger av opsjonsverdier har vi gjort ved å benytte Black-Scholes modellen.

Videre har vi gjennomgått de ulike metodene vi har brukt for å gjennomføre analysearbeidet. Vi bruker Stata for å gjennomføre regresjonsanalysene. Utvalget bestod opprinnelig av 109 selskaper, som etter å ha fjernet ekstremobservasjoner ble til 103 selskaper. Selskapene som inngår i utvalget er presentert i tabell 5. Avslutningsvis i kapitlet har vi diskutert oppgavens validitet og reliabilitet. Vi finner oppgavens reliabilitet som tilfredsstillende for dataen som er innhentet direkte fra årsrapportene. Validiteten i oppgaven kunne vært ytterligere forsterket gjennom å inkludere andre kontrollvariabler.

## 5.0 Presentasjon av funn

Vi starter denne delen med å presentere deskriptiv statistikk før vi går videre til presentasjon av de uavhengige variablene og funn fra regresjonsmodellene. Vi går i gjennom alle uavhengige variabler som inngår i modellene, og ser på hvilke påvirkninger disse har på lønnskomponentene til toppledelsen til børsnoterte selskaper. Avslutningsvis oppsummeres alle signifikante verdier i en egen tabell.

### 5.1 Deskriptiv analyse

Deskriptiv statistikk, omtales som beskrivende statistikk, og er en måte å forklare enkle kjennetegn ved datamaterialet (Quinland, et al., 2019). For å skape et oversiktlig bilde av datamaterialet, vil vi presentere den deskriptive analysen i form av tabeller og figurer. I tabell 6 presenteres antall observasjoner, gjennomsnitt, standardavvik, median, laveste og høyeste observasjon av variablene, samt prosentiler på 25 og 75 prosent. N betyr antall observasjoner i utvalget vårt. Gjennomsnittet er summen av observasjoner av én variabel, delt på antallet. Standardavviket er lik kvadratroten av variansen, og uttrykker variabelens spredning fra gjennomsnittsverdien. En finner medianen ved å sortere utvalget i stigende rekkefølge, og deretter peke ut den midterste observasjonen.

Deskriptiv statistikk	N	Mean	St.Dev	Median	Min	Max	p25	p75
Totalkompensasjon	103	3350000	1940000	2790000	950800	10081583	1920000	4120000
Fastlønn	103	2306989	897874	2088000	834200	6260000	1713667	2767071
Variabel lønn	103	1044332	1475946	524241	0	8240500	78444	1316046
Langtidsinsentiv	103	433602	1108752	0	0	7988500	0	392182
Bonus	103	610730	883819	301800	0	5844222	0	796091
Opsjoner	103	357710	1080066	0	0	7988500	0	31600
Aksjer	103	75892	342952	0	0	3268583	0	0
Antall ledere	103	6.33	3.405	6	1	20	4	9
Kjønnsfordeling	103	.859	.169	.909	.33	1	.714	1
Antall ansatte	103	3021.427	5842.36	604	5	34625	155	2851
Tre største eiere	103	.461	.206	.415	.06	1	.312	.62
Selskapsalder	103	34.515	37.487	22	2	197	13	35
År på Oslo Børs	103	15.709	11.086	14	1	39	5	22
Statelig eierskap	103	.06	.2353	0	0	1		1
Omsetning 17	103	9554158165	20630318122	2183000000	53858234	124756000000	621000000	702000000
Totalkapital 17	103	49624658484	1.984	4548378000	61684000	2698268000000	1340000000	15600000000
Vekst omsetning	103	.122	.325	.076	-.662	1.623	0	.19
Vekst totalkapital	103	.248	1.236	.062	-.905	12.033	-.039	.179
Gjeldsgrad	103	1.338	2.612	.437	0	19.7	.165	1.346
Totalkapitalrentabilitet	103	.048	.158	.067	-.856	.447	.015	.114

Tabell 6 - Deskriptiv statistikk på gjennomsnittlige lønnskomponenter. Kilde: Årsrapporter

Som vist i tabell 6 ser vi at antall observasjoner er 103, som er antall selskaper vi har inkludert i vårt datasett. For de ulike lønnskomponentene har vi i denne tabellen valgt å vise gjennomsnittstall i kroner for de ulike lønnskomponentene. For eksempel forklarer variabelen totalkompensasjon, den gjennomsnittlige totalkompensasjonen et selskap har gitt til sin ledergruppe i 2017. Som vi ser av tabellen er den laveste observasjonen for totalkompensasjon kr 950 000, og den høyeste er kr 10 millioner.

Totalkompensasjonen består av fastlønn og variabel lønn. Laveste og høyeste observasjoner av fastlønn er kr 834 000 og kr 6,2 millioner, mens laveste og høyeste av variabel lønn er kr 0 og kr 8,2 millioner. Den variable lønnen inkluderer bonus, opsjoner og aksjer. Gjennomsnittlig totalkompensasjon er omtrent kr 3,3 millioner, mens medianlederen tjener omlag kr 2,8 millioner. I gjennomsnitt er det seks personer i ledergruppen, med en variasjon fra 1 til 20 personer. De tre største aksjonærene eier i gjennomsnitt 46 prosent av selskapet, hvor laveste observerte eierandel er 6 prosent og høyeste er 100 prosent. I utvalget har vi to selskaper som er 100 prosent eid av de tre største aksjonærene, Fjordkraft Holding og Sparebanken Telemark. Variabelen kjønnsfordeling viser at det i gjennomsnitt er omtrent 86 prosent menn i ledergruppen i selskapene vi analyserer.

Deskriptiv statistikk	N	Mean	St.Dev	Median	min	max	p25	p75
Totalkompensasjon	103	3350000	1940000	2790000	950800	10081583	1920000	4120000
Andel fastlønn	103	.777	.203	.822	.183	1	.668	.96
Andel variabel lønn	103	.223	.203	.178	0	.817	.04	.332
Andel langtidsinsentiv	103	.082	.156	0	0	.792	0	.092
Andel bonus	103	.141	.139	.126	0	.652	0	.214
Andel opsjoner	103	.068	.154	0	0	.792	0	.033
Andel aksjer	103	.014	.048	0	0	.394	0	0

1

Tabell 7 - Deskriptiv statistikk på andel lønnskomponenter

Tabell 7 viser deskriptiv statistikk for andeler av lønnskomponentene, og videre i regresjonsanalysene tar vi utgangspunkt i disse. Gjennomsnittlig bruk av variabel avlønning er 22 prosent av totalkompensasjonen, mens median ligger på omlag 18 prosent. Av variabel avlønning er det andel bonus som er mest brukt, med 14 prosent av totalkompensasjon. Aksjer utgjør den minste andelen av totalkompensasjonen med 1,4 prosent. Opsjoner utgjør i gjennomsnitt 6,8 prosent av totalkompensasjonen, med en variasjon fra 0 - 8 prosent. Tabell 8

<sup>1</sup> Uvektet gjennomsnittlige andeler på tvers av ledergruppene.

viser hvordan de ulike kompensasjonselementene blir brukt blant selskapene i utvalget. Totalt har vi 103 selskaper, hvor 74 bruker bonus som en del av totalkompensasjon. Videre ser vi at 16 selskaper benytter aksjekompensasjon, og 29 selskaper bruker opsjonsprogrammer.

<b>Kompensasjon</b>	<b>Antall selskaper</b>	<b>I prosent</b>
Bonus	74	72 %
Aksjer	16	16 %
Opsjoner	29	28 %
<b>Antall selskaper</b>	<b>103</b>	<b>100 %</b>

*Tabell 8 - Bruk av variabel lønn i utvalgte selskaper*

### **5.1.2 Korrelasjoner**

Dersom de uavhengige variablene i analysen korrelerer sterkt, kan det oppstå problemer ved å inkludere begge variablene i analysen. Grunnen til at vi ikke ønsker å ha med variabler som korrelerer sterkt, er fordi koeffisientene kan gi et dårlig estimat i tillegg til at det kan føre til høyere standardavvik og p-verdier (Bakken, 2009). Resultat kan være vanskelig å tolke ved sterk korrelasjon, og elementene insinuerer hvorvidt variablene måler det samme. Det oppstår sterk bivariat korrelasjon mellom variablene dersom Person korrelasjon er over 0,7, og man må derfor ekskludere den ene av variablene fra analysen (Johannessen, 2009).

I vår analyse er det ønskelig at våre uavhengige variabler skal korrelere med de ulike lønnskomponentene som er våre avhengige variabler. De avhengige variablene korrelerer relativt sterkt med hverandre ettersom variabel lønn består av aksjer, bonus og opsjoner. Videre i analysen vil vi utføre regresjoner på hver enkelt lønnskomponent hver for seg.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)
(1) Totalkompensasjon	1.000																		
(2) Andel Varabellønn	0.758*	1.000																	
(3) Andel bonus	0.520*	0.645*	1.000																
(4) Andel ingedehsentr	0.528*	0.732*	-0.048	1.000															
(5) Andel opsjoner	0.435*	0.667*	-0.089	0.952*	1.000														
(6) Andel aksjer	0.312*	0.228*	0.132	0.180*	1.000														
(7) Antall ledere	0.119	0.236*	0.145	0.180*	0.101	1.000													
(8) Saltspsalder(Ln)	0.079	-0.035	-0.085	0.030	0.027	0.008	1.000												
(9) Ar.pri. Oslo Børs(Ln)	0.149	0.052	0.005	0.063	0.020	0.141	0.028	1.000											
(10) Kjønnstfordeling	0.003	0.034	-0.036	0.076	0.100	-0.075	-0.278*	0.004	1.000										
(11) Tre største eiere	-0.080	-0.163*	-0.095	-0.129	-0.135	0.017	-0.198*	-0.116	0.024	1.000									
(12) Statlig eierskap	0.328*	0.144	0.147	0.057	-0.111	0.539*	0.312*	0.129	0.111	-0.293*	0.006	1.000							
(13) Andel ansatte(Ln)	0.379*	0.176*	0.143	0.102	0.033	0.225*	0.377*	0.277*	0.247*	-0.233*	0.059	-0.303*	1.000						
(14) Totalkapital(Ln)	0.369*	0.130	0.163*	0.006	-0.078	0.269*	0.284*	0.232*	0.143	-0.209*	0.100	-0.329*	0.590*	1.000					
(15) Omsetning(Ln)	0.533*	0.351*	0.318*	0.173*	0.091	0.274*	0.363*	0.220*	0.194*	-0.212*	0.053	-0.286*	0.814*	0.810*	1.000				
(16) Væst omsetning	-0.092	0.042	0.040	0.019	0.016	0.012	0.170*	-0.141	-0.146	0.061	-0.098	0.045	-0.075	-0.027	1.000				
(17) Væst totalkapital	-0.184*	-0.157	-0.165*	-0.058	-0.045	-0.042	-0.021	0.148	0.087	-0.120	-0.040	0.042	-0.058	-0.088	-0.089	1.000			
(18) Gjaldsgrad	-0.034	-0.099	0.037	-0.163	-0.132	-0.102	0.152	-0.027	-0.047	-0.022	-0.031	-0.087	0.047	0.263*	-0.089	1.000			
(19) TRR	0.112	0.066	0.211*	-0.101	-0.101	-0.001	0.034	0.041	0.018	0.029	0.154	-0.051	0.336*	0.285*	0.388*	1.000			

\* Shows significance at the 0.1 level

Tabell 9 - Korrelasjonsmatrise

Ut fra korrelasjonsmatrisen i tabell 9, ser vi at *total kompensasjon* øker i alle størrelsesvariablene (omsetning, antall ansatte og total kapital), når det er mange ledere i ledergruppen og ved selskapets alder. Totalkompensasjonen øker når staten eier selskapet og ved vekst i omsetning og total kapital. I tillegg er det en svak reduksjon når de tre største eier mye og ved høy gjeldsgrad. Statlig eierskap, antall ansatte, total kapital, omsetning og vekst i total kapital er signifikante på et 10-prosentnivå. Ved mange ledere i toppledelsen, mange ansatte, når staten er eier, høye nivåer på total kapitalrentabilitet, omsetning og total kapital øker *andel variabel lønn*. Bruk av variabel avlønning reduseres når tre største eiere eier mye, vekst i total kapital, i eldre selskaper og når gjeldsgrad er høy. Signifikante variabler under variabel avlønning er antall ledere, tre største aksjonærer, antall ansatte og omsetning. *Andel bonus* øker når det er flere ledere i toppledelsen, når staten er eier, høy total kapitalrentabilitet, vekst i omsetning og i alle størrelsesvariablene, men mest i omsetning. Variabler som reduserer andel bonus er tre største eiere, selskapsalder og vekst i total kapital. Total kapital, omsetning, vekst i total kapital og total kapitalrentabilitet har signifikant påvirkning på andel bonus.

*Andel langtidsinsentiver* øker i antall ledere, ved høy omsetning, mannsdominert ledelse, antall ansatte og når staten er eier. Når de tre største eierne eier mye, ved høy gjeldsgrad og total kapitalrentabilitet, samt vekst i total kapital, reduseres andel langtidsinsentiver. Antall ledere og omsetning har signifikant betydning. Når selskapet har mange ledere, flest menn i ledelsen og høy omsetning øker *andel opsjoner*. Andel opsjoner øker noe ved selskapsalder, antall år på Oslo Børs og i antall ansatte. Andel opsjoner reduseres når tre største aksjonærer eier mye, i statligeide selskaper og ved høy gjeldsgrad. Ingen av de uavhengige variablene er signifikante for andel opsjoner. *Andel aksjer* øker når det er mange ledere, ledelsen er mannsdominert, mange ansatte, ved høy total kapital og omsetning, samt når staten er eier. Vekst i total kapital og høy gjeldsgrad reduserer bruken av aksjer. Signifikante variabler innenfor andel aksjer er statlig eierskap, antall ledere, antall ansatte, total kapital og omsetning.

Vi er interessert i å avdekke om noen av våre variabler er over 0,70 for å unngå multikollinearitet. Ut i fra korrelasjonsmatrisen ser vi at omsetning korrelerer sterkt med total kapital og antall ansatte med henholdsvis 0,81 og 0,81. Disse tre variablene er mål på selskapets størrelse, og for å avverge multikollinearitet, velger vi å unnlate antall ansatte og total kapital i videre analyser. Vi velger omsetning som størrelsesvariabel ettersom denne har størst påvirkning på lønnskomponentene, som vi ser i tabell 9. For å belyse vekst i størrelse



bruker vi vekst i omsetning, fordi denne er tilknyttet valgt størrelsesvariabel (omsetning). I tillegg korrelerer selskapets alder og antall år på Oslo Børs med 0,7. Vi har valgt å gå videre med selskapsalder fordi vi finner det interessant å undersøke hvordan yngre selskaper utarbeider lønnsstrukturer sammenlignet med eldre selskaper. Antall år på Oslo Børs utelukkes fordi denne variabelen ikke vil forklare dette aspektet i den grad vi ønsker.

For å avdekke om regresjonsmodellene er robuste, har vi utført flere regresjoner ved å ekskludere en og en variabel. Vi observerte da at koeffisientene beholdt samme fortegn og holdt et stabilt nivå (se vedlegg i kapittel 9). I tillegg har vi kjørt regresjonene ved å teste for ulike størrelsesvariabler. Eksempelvis brukte vi antall ansatte i stedet for omsetning, og forskjellene fra disse regresjonene var minimale. Vi anser derfor regresjonsmodellene å være robuste innenfor et akseptabelt nivå. Modellene vi til slutt har gått videre med, presenteres i tabell 15 og 16 i kapittel 5.2.2.

### 5.1.3 Bransjer

Vi skiller bransjene i utvalget vårt gjennom Oslo børs sektorinndelinger. Nivå på både kompensasjon og resultat kan avhenge av hvilken bransje man tilhører, og forskjellene kan være store. Ut fra Statistisk sentralbyrås (2019) statistikk på gjennomsnittlig månedslønn i ulike næringer, ser vi for eksempel at ansatte innenfor finansbransjen tjener betydelig bedre enn ansatte innenfor helsevern. I våre resultater, finner vi at ledere innenfor finans tjener bedre enn ledere i helsevern, se figur 5. Figur 4 viser hvordan de ulike bransjene i vår utredning er fordelt. Fra denne figuren ser man at enkelte bransjer er bedre representert enn andre, som kan gjøre sammenligning mellom enkelte bransjer mindre representative. Vi vil presentere de ulike bransjene, hva som kjennetegner de, samt noen eksempler på selskaper som befinner seg i de ulike bransjene.

Under *eiendom* finner vi eiendomsselskaper som entreprenører, eiendomsめglere og foreninger innen eiendomsinvestering. Vi har valgt ut fire selskaper innenfor eiendom. Eksempler på dette er Selvaag Bolig og Norwegian Property. *Energi* består av selskaper innenfor blant annet leting, produksjon og transport av olje, gass og kullproduktet. I vårt utvalg omfatter dette 18 selskaper, som blant annet Aker Solutions, Havlia Shipping og Oceanteam. Under *Finans* inngår selskaper innen banktjenester, investeringer, forsikring, og kapitalforvaltning. Utvalget består av 15 selskaper. Dette er selskaper som Gjensidige Forsikring, DNB og ABG Sundal Collier Holding (Oslo Børs, u.d).

Under *forbruksvarer* har vi selskaper innen bilindustri, varige husholdningsvarer, tekstiler og fritidsutstyr. Vi har fem selskaper innen forbruksvarer. Eksempler på dette er Europris, XXL og Kongsberg Automotive. Under *helsevern* ligger selskaper som driver produksjon av medisinsk utstyr eller som tilbyr helsetjenester. Helsevern omfattes i tillegg av selskaper som driver forskning, utvikler og produserer legemidler eller produkter innen bioteknologi. I vårt utvalg er dette fem selskaper som blant annet Medi-Stim, Navamedic og Vistin Pharma (Oslo Børs, u.d).

*Industri* omfattes av selskaper som domineres av aktiviteter som blant annet luftfart, konstruksjon, forsvar, elektrisk utstyr, industrimaskineri, levering av kommersielle tjenester, transporttjenester innen maritim sektor, vei, jernbane med mer. Av selskaper innenfor industri har vi valgt ut 23 stk, og dette omfatter selskaper som Fjord 1, GC Rieber Shipping og Kongsberg Gruppen (Oslo Børs, u.d).

*IT* inneholder selskaper som tilbyr tjenester innen internett, programvare, maskinvare og elektronisk utstyr. Av selskaper i utvalget har vi 12 stykker, og dette er blant annet Atea, Bouvet, Evry og Kitron. Innen *kommunikasjon* har vi selskaper som er involvert i kommunikasjonstjenester, media og underholdning. Eksempler på dette er Gyldendal, Polaris Media og Telenor. Kommunikasjon representeres av seks selskaper. *Konsumvarer* består av selskaper som blant annet produserer og distributører mat, drikkevarer, tobakk, samt detaljhandel innenfor mat og medisiner. Vi har åtte selskaper innen konsumvarer, og eksempler på dette er Austevoll Seafood, Arcus og Orkla (Oslo Børs, u.d).

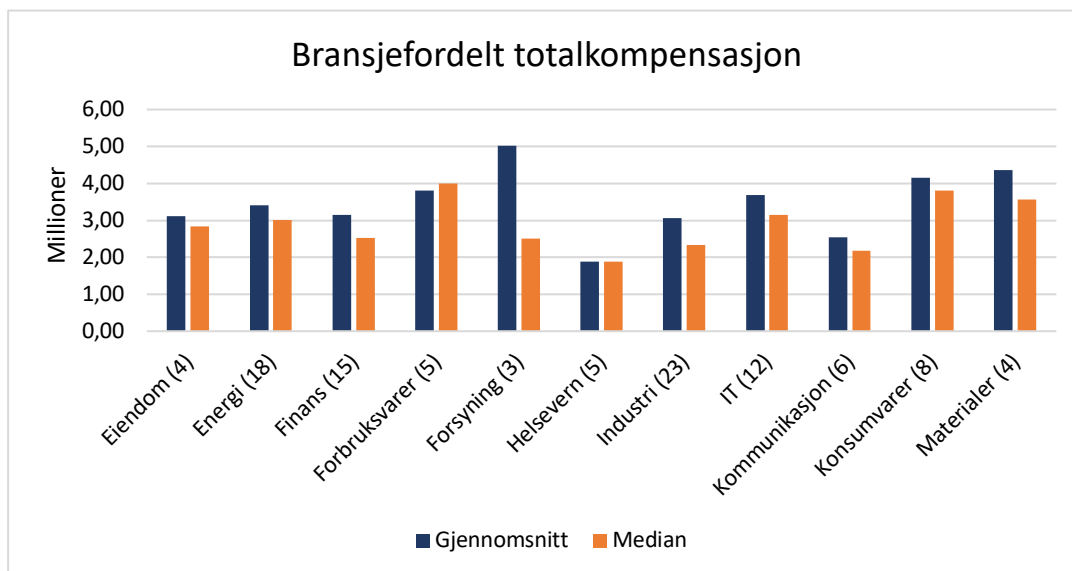
Innenfor *materialer* finnes selskaper innenfor råvarerelatert produksjonsindustri. I utvalget består materialer av fire selskaper, som for eksempel Norsk Hydro og Yara International. *Forsyning* består av selskaper innenfor elektrisk kraft, gass- og vannkraft, samt selskaper innenfor fornybar energi. Et eksempel på dette er Scatec Solar (Oslo Børs, u.d).

#### **5.1.4 Totalkompensasjon fordelt på bransjer**

Vi presenterer benyttet data og funn vi finner interessant, og bruker dette videre i våre analyser. Siden vi benytter bransjer som kontrollvariabel ønsker vi å se på om bransjefordelingen kan forklare totalkompensasjon til toppledelsen. I den grafiske fremstillingen av totalkompensasjon fordelt på de ulike bransjene i figur 5, skiller vi mellom gjennomsnittet og medianen. Ved å bare vise gjennomsnittet, kan man få et misvisende bilde

av topplederkompensasjonen, fordi et relativt lite utvalg hvor det eksisterer noen ekstremverdier, vil føre til store utslag i gjennomsnittlig totalkompensasjon.

I figur 5 presenterer vi gjennomsnittlig- og median totalkompensasjon fordelt på bransjer. Vi ser at gjennomsnittlig totalkompensasjon ligger på et høyere nivå enn median i alle bransjer foruten forbruksvarer og på et likt nivå i helsevern. Årsaken til dette er at toppledelsen i enkelte selskaper har hatt gode kompensasjonsavtaler som øker snittet som igjen gir skjevfordeling. I bransjen forsyning ser vi en spesielt stor forskjell hvor gjennomsnittskompensasjon er på kr 5 millioner og median på omtrent kr 2,5 millioner. Dette kan delvis forklares ved at vi har få bedrifter innenfor denne bransjen i vårt datasett, og det er store forskjeller i totalkompensasjon i de inkluderte selskaper. Mediankompensasjonen vil derfor gi et mer representativt bilde av hvordan toppledere blir kompensert.



Figur 5 - Bransjefordelt totalkompensasjon

Bransje	Totalkompensasjon	Variabel lønn	Bonus	Langtidsincentiv	Aksjer	Opsjoner	Antall selskaper
<b>Eiendom</b>							4
<b>Energi</b>	293356.8 (0.785)	0.0187575 (0.864)	-0.0380046 (0.626)	0.0567621 (0.480)	0.021161 (0.393)	0.0356011 (0.652)	18
<b>Finans</b>	39819.77 (0.971)	-0.0165618 (0.882)	-0.0350243 (0.659)	0.0184625 (0.821)	0.0111721 (0.657)	0.0072903 (0.928)	15
<b>Forbruksvarer</b>	700694.4 (0.591)	0.1390409 (0.298)	0.0774198 (0.414)	0.0616211 (0.528)	-2.95e-17 (1.000)	0.0616211 (0.520)	5
<b>Forsyning</b>	1914989 (0.198)	0.2469754 (0.106)	-0.0766721 (0.477)	0.3236475*** (0.004)	-2.73e-17 (1.000)	0.3236475*** (0.004)	3
<b>Helsevern</b>	-1230641 (0.346)	-0.0526357 (0.693)	-0.0621101 (0.512)	0.0094744 (0.923)	-2.89e-17 (1.000)	0.0094744 (0.921)	5
<b>IT</b>	579698.1 (0.605)	0.13908 (0.227)	-0.062552 (0.443)	0.2016319** (0.018)	0.0116463 (0.652)	0.1899856** (0.023)	12
<b>Industri</b>	-46572.55 (0.965)	0.0228751 (0.832)	-0.0536751 (0.483)	0.0765501 (0.332)	0.0065209 (0.788)	0.0700292 (0.366)	23
<b>Kommunikasjon</b>	-568674.4 (0.650)	-0.0771362 (0.548)	-0.0901259 (0.324)	0.0129897 (0.890)	0.0129897 (0.653)	-3.89e-16 (1.000)	6
<b>Konsumvarer</b>	1044561 (0.380)	0.1607288 (0.189)	0.0208768 (0.809)	0.1398519 (0.119)	0.0055038 (0.841)	0.1343482 (0.127)	8
<b>Materialer</b>	1244597 (0.366)	0.055976 (0.691)	-0.0660273 (0.509)	0.1220033 (0.237)	0.1220033*** (0.000)	-3.87e-16 (1.000)	4
<b>R<sup>2</sup></b>	0.10	0.14	0.07	0.22	0.22	0.23	103
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	0.00	0.05	-0.03	0.13	0.14	0.15	

Tabell 10 - Regresjon på bransjer

Tabell 10 presenterer regresjoner på bransjenivå. Totalkompensasjon er målt i kroner, og de resterende lønnskomponentene er målt i andeler av totalkompensasjonen. For å skille de to måltallene fra hverandre, er totalkompensasjon skilt de andre avhengige variablene, i tabellen ved den loddrette linjen. Utfra tabellen ser vi at det er få signifikante sammenhenger mellom bransjer og kompensasjon. Det ser ut til at *variabel avlønning* brukes mer i selskaper innen forbruksvarer, forsyning, IT og konsumvarer. Ingen har signifikante p-verdier, men de er på et relativt lavt nivå. Ved bruk av *bonus* har alle bransjer relativt høye p-verdier, som tilsier at bransjene ikke kan forklare bruken av bonus. Det er en signifikant sammenheng mellom bruk av *opsjoner* og bransjene forsyning og IT. I tillegg har konsumvarer lav p-verdi som tilsier at de påvirker opsjoner i utvalgte selskaper i denne bransjen. Dette kan vi se i tabell 11 som viser mest bruk av opsjoner innenfor disse tre bransjene. *Aksjer* blir mest brukt i bransjen materialer og er signifikant på et prosentnivå. Når vi legger sammen opsjons- og

aksjeprogram (*langtidsinsentiver*) får vi at selskaper innen forsyning, IT, konsumvarer og materialer har en høyere andel *langtidsinsentivprogrammer*. IT og forsyning er bransjene med signifikante p-verdier innenfor fem og ett prosent. Dette gjenspeiler funnene fra andel opsjoner og aksjer innad i bransjer. *Totalkompensasjon* synes å være lavere i selskaper innen helsevern, kommunikasjon og industri. Siden det er få signifikante sammenhenger mellom kompensasjonselementene og bransjer, vil ikke bransjene kunne forklare lønnsstrukturen godt. Dette kan ha sammenheng med at utvalget er relativt lite, og enkelte bransjer har få selskaper. Tabell 11 viser antall selskaper innenfor hver bransje, samt hvordan lønnsstrukturen i gjennomsnitt utformes i bransjene. Som vi ser av tabellen, er det for eksempel tre selskaper innen forsyning og gjennomsnittlig totalkompensasjon består av 38 prosent fastlønn, 6 prosent bonus, ingen aksjer og 56 prosent opsjoner. Totalt sett ser vi av tabellen at andel langtidsinsentiver for det meste er en liten del av totalkompensasjonen, med unntak av selskapene innen forsyning. I gjennomsnitt for alle selskapene i utvalget fordeles totalkompensasjon i 69 prosent fastlønn, 17 prosent bonus, 3 prosent aksjer og 11 prosent opsjoner.

### Andeler av totalkompensasjon

Bransje	Antall	Fastlønn	Bonus	Aksjer	Opsjoner
<b>Eiendom</b>	4	0,75	0,25	-	-
<b>Energi</b>	18	0,73	0,22	0,03	0,03
<b>Finans</b>	15	0,77	0,21	0,02	0,01
<b>Forbruksvarer</b>	5	0,68	0,25	-	0,06
<b>Forsyning</b>	3	0,38	0,06	-	0,56
<b>Helsevern</b>	5	0,87	0,12	-	0,01
<b>Industri</b>	23	0,73	0,17	0,01	0,09
<b>IT</b>	12	0,56	0,15	0,01	0,28
<b>Kommunikasjon</b>	6	0,86	0,12	0,03	-
<b>Konsumvarer</b>	8	0,59	0,21	0,00	0,20
<b>Materialer</b>	4	0,63	0,15	0,21	-
<b>Alle selskaper</b>	<b>103</b>	<b>0,69</b>	<b>0,17</b>	<b>0,03</b>	<b>0,11</b>

Tabell 11 - Andeler av totalkompensasjon

## 5.2 Presentasjon av uavhengige variabler

Vi har valgt ut ni variabler til videre analyse som forklares nærmere i dette kapittelet. For å velge ut variabler har vi fjernet variabler med multikolinariet, samt variabler med p-verdi på over 0,4. Dette vil vi komme tilbake til i kapittel 5.2.2. Utvalgte variabler vises i tabell 12.

Uavhengig variabel	Forklaring
Antall ledere(Ln)	Naturlig logaritme av antall årsverk i ledergruppen
Selskapsalder(Ln)	Naturlig logaritme av selskapets alder
Kjønnsfordeling	Hvor stor andel menn det er i ledergruppen
Tres største eiere	Eierkonsentrasjon til de tre største eiere i prosent
Statlig eierskap	Dummyvariabel som er lik 1 for statlig eierskap og 0 ellers
Omsetning(Ln)	Naturlig logaritme av omsetning
Gjeldsgrad	Sum gjeld/Sum egenkapital
Totalkapitalrentabilitet	Selskapets totalkapitalrentabilitet
Vekt i omsetning	Vektst i omsetning i prosent fra 2016 til 2017

Tabell 12 - Utvalgte uavhengige variabler

### 5.2.1 Antall ledere

*Antall ledere* tar utgangspunkt i antall årsverk i ledergruppen for 2017. Ved flere tilfeller så vi fratredelser, nyansatte og utskiftninger i løpet av året. Vi har derfor foretatt beregninger på hvor lenge den respektive lederen har vært tilstede og gjort om til antall årsverk totalt for hele ledergruppen. Dette gjorde vi for å sikre problemer med overlapp, og for at antall årsverk skulle være reelt for selskapet. I selskaper hvor ledere har overlappet hverandre, har vi regnet ut samlet årslønn, uten å ta hensyn til eventuelle sluttpakker til lederen som gikk av. Lønnskomponentene presenteres som gjennomsnittstall, basert på ledergruppene i de ulike selskapene. Vi finner det derfor hensiktsmessig å inkludere antall ledere i analysen, fordi å bruke det korrekte antallet, synes å være relevant for vår analyse. For å gjøre tallene mer sammenlignbare, og for å ta hensyn til avvik fra normalfordeling har vi transformert variabelen ved å bruke den naturlige logaritmen (Bakken, 2009). Som nevnt i kapittel 2.2, forklarer ledelsesmaktteorien maktforholdet mellom eiere og ledere. I vår analyse ønsker vi å se om større ledergrupper har større makt over eierne enn det små ledergrupper har.

### 5.2.2 Selskapsalder

Vi skiller mellom *alder på selskapene* for å undersøke om det er forskjell i lønnsstruktur i yngre og eldre selskaper. Vi har transformert alderen til den naturlige logaritmen for å gjøre det enklere å sammenligne verdiene, samt for å ta hensyn til avvik fra normalfordelingen. Variabelen inkluderes fordi vi forventer å finne forskjeller mellom de yngre og eldre selskapene.

### 5.2.3 Kjønnfordeling

Vi har valgt å ha med en variabel hvor vi ser på *andel menn* i toppledelsen. Toppledelsen har historisk sett vært mannsdominert, og under en fjerdedel av topplederne i Norge er kvinner. I offentlig sektor er andelen kvinnelige ledere større enn andel menn, men det er færre lederstillinger i offentlig sektor (Statistisk Sentralbyrå, 2018). Vi finner det interessant å undersøke om kjønn har en påvirkning på lønnskomponentene. Mazei, Hüffmeier, Freund, Stuhlmacher, Bilke & Hertel (2015) utformet en metaanalyse som bestod av 123 studier som omhandlet økonomiske resultater for kvinner og menn, i ulike typer forhandlinger og situasjoner. Resultatene deres viste at menn i snitt fikk noe bedre økonomiske resultater enn kvinner.

### 5.2.4 Tre største eiere

Variabelen *tre største eiere* reflekterer eierskapsandelen til de tre største aksjonærene. Variabelen forklarer hvor konsentrert eierskapet er, og måles i andeler. Ut fra vår teori om prinsipal-agentteori og ledelsesmaktteori var det ønskelig å se om selskapets eierkonsentrasjon målt mot kompensasjon på toppledelsen. Vi anser at eierkonsentrasjon reflekterer graden av dominant eierskap og maktforholdet mellom leder og eier. Vi valgte derfor å ha en variabel for de ulike selskapers tre største eiere, fordi mer konsentrert eierskap vil øke insentivet for å påvirke hvordan kompensasjonen skal fastsettes. Dette kan forklares ved at selskaper med sterkt konsentrert eierskap, vil redusere total kompensasjonen for at selskapet skal få et best mulig resultat. Motsatt vil det ikke være like viktig for eiere å kontrollere fastsettelse av kompensasjon, da de har mindre tilknytning til selskapet, og har gjerne en liten eierandel i flere selskaper.

### 5.2.5 Statlig eierskap

Et selskap betegnes å ha *statlig eierskap* når staten eier minst 30 prosent av selskapet. Regjeringen har lagt føringer for at lederlønn i offentlige selskaper skal være konkurransedyktige, og samtidig ikke være lønnsledende i bransjen de tilhører (nærings- og fiskeridepartementet, 2017). Vi inkluderer denne variabelen fordi vi ønsker å undersøke hvorvidt det foreligger forskjeller i topplederkompensasjon mellom statlige- og privateide selskaper. Vi finner dette interessant å undersøke nærmere på bakgrunn av at topplederne i statligeide selskaper, ifølge Gitmark (2015), befinner seg i toppen av lønnsstatistikken.

### 5.2.6 Omsetning

For å definere selskapenes størrelse har vi brukt *omsetning* som størrelsesvariabel. For å gjøre tallene mer sammenlignbare, og for å ta hensyn til avvik fra normalfordeling har vi transformert omsetningstallene ved å bruke den naturlige logaritmen (Bakken, 2009). Vi inkluderer størrelse fordi vi forventer at dette vil være av stor betydning for hva et selskap kan tilby av lønn til toppledelsen. Fra teori- og empirikapittelet, ønsker vi å se nærmere på om større selskaper har mer makt enn mindre selskaper. Humankapitalteorien forklarer at større selskaper har flere ressurser, som kan resultere i bedre lønnsvilkår. Ved prinsippal-agentteori ønsker vi å avdekke om selskapsstørrelse kan redusere agentproblemer på bakgrunn av mer ressurser.

### 5.2.7 Gjeldsgrad

*Gjeldsgrad* beskriver forholdet mellom egenkapital og gjeld. Begrepet viser hvor stor andel av egenkapital som er knyttet opp mot selskapets gjeld og blir regnet ut på følgende måte:

$$Gjeldsgrad = \frac{Sum\ gjeld}{Sum\ egenkapital}$$

Vi inkluderer gjeldsgrad i analysen, fordi vi ønsker å finne ut om det er en sammenheng mellom gjeld og topplederlønn. Kochhar (1996) peker på at høyere gjeldsgrad kan redusere agentkostnader i form av at høyere faste kostnader kan minimere kontantstrømmen som er tilgjengelig for topplederkompensasjon.



### 5.2.8 Totalkapitalrentabilitet

*Totalkapitalrentabilitet* (TKR) er et viktig nøkkeltall som forklarer selskapets lønnsomhet ved å måle avkastning på gjennomsnittlig total kapital. Vi bruker total kapitalrentabilitet som måltall for hvordan toppledelsen presterer. Formelen som er brukt for å beregne total kapitalrentabilitet er som følger;

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{finanskostnader}) * 100}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Som nevnt i kapittel 2.1, forklarer agentteori at dersom eierne tilbyr optimale insentivkontrakter, sørger det for høy innsats hos lederen. Fra ledelsesmaktteori vil ledere med makt kunne påvirke utfallet på langtidinsentivprogrammer, enten på taket av programmet, eller på tildelingsverdien av opsjonene. Vi ønsker derfor å se om selskapets lønnsomhet gjenspeiles i kompensasjonen som blir utbetalt til topplederne.

### 5.2.9 Vekst i omsetning

For å definere selskapenes vekst bruker vi vekst i omsetning som måltall fordi vi viser til omsetning når vi diskuterer selskapsstørrelse. Vekst i omsetning forklarer selskapets utvikling i størrelse fra 2016 til 2017, og blir regnet ut på følgende måte:

$$\text{Vekst i omsetning} = \frac{(\text{omsetning 2017} - \text{omsetning 2016})}{\text{Omsetning 2016}}$$

## 5.3 Presentasjon av regresjonsmodeller

I denne delen presenterer vi ulike regresjonsmodeller. Vi starter med en regresjonsmodell for hele utvalget uten å kontrollere for bransjer. Videre vil neste modell vise regresjoner for alle variabler ved å kontrollere for bransjer. Vi ønsker å se om det er store forskjeller mellom disse regresjonene. Avslutningsvis blir modellene for utvalgte variabler presentert, både når vi kontrollerer og ikke kontrollerer for bransjer.

### 5.3.1 Regresjonsmodeller med alle variabler

	(1) Totalkompensasjon	(2) Variabel lønn	(3) Bonus	(4) Langtidsinsentiv	(5) Aksjer	(6) Opsjoner
<b>Ln omsetning</b>	671597.6*** (0.000)	0.048611*** (0.006)	0.0235307** (0.015)	0.0250803** (0.031)	0.0048356** (0.052)	0.0202447* (0.082)
<b>Tre største eiere</b>	-1193432 (0.277)	-0.1496729 (0.163)	-0.0864379 (0.230)	-0.0632351 (0.337)	0.0097431 (0.597)	-0.0729781 (0.272)
<b>Antall ledere</b>	-396609.3 (0.368)	0.0367275 (0.409)	0.0006147 (0.985)	0.0361128 (0.114)	0.0090269 (0.129)	0.0270859 (0.203)
<b>Statlig eierskap</b>	1947378** (0.025)	0.041774 (0.618)	0.040389 (0.420)	0.0013851 (0.978)	0.1059808** (0.048)	-0.1045957 (0.113)
<b>Gjeldsgrad</b>	-100647.6 (0.110)	-0.0149956* (0.084)	-0.0014717 (0.858)	-0.0135239*** (0.004)	-0.0035015* (0.091)	-0.0100225** (0.015)
<b>Ln alder</b>	-141862.8 (0.266)	-0.0278124** (0.019)	-0.025232*** (0.003)	-0.0025804 (0.732)	-0.0048446 (0.357)	0.0022642 (0.727)
<b>Kjønnsfordeling</b>	1841936* (0.078)	0.1785619 (0.143)	0.0192796 (0.826)	0.1592823* (0.053)	0.0389555* (0.079)	0.1203268 (0.111)
<b>Vekst omsetning</b>	-220131.8 (0.562)	0.0178441 (0.824)	0.0027901 (0.955)	0.015054 (0.683)	0.0005165 (0.967)	0.0145375 (0.638)
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	-1382410 (0.322)	-0.1076458 (0.494)	0.1002866 (0.233)	-0.2079324 (0.184)	-0.0339494 (0.119)	-0.173983 (0.300)
R <sup>2</sup>	0.39	0.23	0.15	0.16	0.37	0.12
Justert R <sup>2</sup>	0.33	0.16	0.07	0.08	0.31	0.03
P-verdi i parentes.						
***: p < 0,01. **: p < 0,05. *: p < 0,10						

Tabell 13 - Regresjon alle variabler uten å kontrollere for bransjer

	(1) Totalkompensasjon	(2) Variabel lønn	(3) Bonus	(4) Langtidsinsentiv	(5) Aksjer	(6) Opsjoner
<b>Ln omsetning</b>	714720.4*** (0.000)	0.0436518*** (0.007)	0.024973** (0.032)	0.0186789 (0.125)	0.0063205* (0.056)	0.0123584 (0.313)
<b>Tre største eiere</b>	-1207652 (0.174)	-0.1517884 (0.144)	-0.0910038 (0.229)	-0.0607846 (0.443)	0.017984 (0.401)	-.0787686 (0.326)
<b>Antall ledere</b>	-414717.2 (0.197)	0.0367747 (0.326)	0.0038403 (0.888)	0.0329345 (0.252)	0.0151271** (0.053)	0.0178074 (0.539)
<b>Statlig eierskap</b>	2051627** (0.018)	0.0822725 (0.410)	0.0562056 (0.440)	0.0260669 (0.733)	0.0694144*** (0.001)	-0.0433474 (0.574)
<b>Gjeldsgrad</b>	-97064.71 (0.134)	-0.0122247 (0.106)	-0.0023245 (0.671)	-0.0099002* (0.088)	-0.0034903** (0.027)	-0.0064099 (0.272)
<b>Ln alder</b>	-53331.39 (0.783)	-0.159405 (0.481)	-0.0212977 (0.199)	0.0053571 (0.757)	-0.0078471* (0.096)	0.0132042 (0.451)
<b>Kjønnsfordeling</b>	1498432 (0.164)	0.1310415 (0.296)	0.0100914 (0.912)	0.1209501 (0.209)	0.0501246* (0.055)	0.0708255 (0.465)
<b>Vekst omsetning</b>	-85664.32 (0.878)	0.0292784 (0.654)	0.020329 (0.670)	0.0089494 (0.858)	0.0033255 (0.806)	0.005624 (0.911)
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	-1556048 (0.187)	-0.1025682 (0.455)	0.0872844 (0.384)	-0.1898526* (0.074)	-0.0254871 (0.371)	-0.1643655 (0.124)
R <sup>2</sup>	0.45	0.32	0.22	0.32	0.49	0.29
Justert R <sup>2</sup>	0.32	0.16	0.04	0.16	0.36	0.13
p-verdi i parentes.						
***: p < 0,01. **: p < 0,05. *: p < 0,10						

Tabell 14 - Regresjon alle variabler ved å kontrollere for bransjer

Fra tabell 13 og 14 ser vi at vi har seks modeller som forklarer (1) totalkompensasjon, (2) variabel lønn, (3) bonus, (4) langtidsinsentiver, (5) aksjekompensasjon og (6) opsjonskompensasjon. Heretter vil vi referere til totalkompensasjon som modell (1), og variabel lønn som modell (2) osv. I tabellen presenteres koeffisienter, p-verdi, og R<sup>2</sup> og justert R<sup>2</sup>. R<sup>2</sup> og justert R<sup>2</sup> representerer modellens forklaringskraft, som får verdi mellom 0 og 1 (kan få negativ verdi når R<sup>2</sup> er betydelig lav). R<sup>2</sup> forteller hvor mye av variasjonen i den avhengige variabelen som forklares av regresjonsmodellen. Justert R<sup>2</sup> forklarer det samme forholdet, men tar i tillegg hensyn til antall uavhengige variabler som er inkludert i regresjonsmodellen (Quinland, et al., 2019). Vi foretrekker derfor å forklare modellenes forklaringskraft ved bruk av justert R<sup>2</sup>.

Vi ser av tabell 13 at modell (1) forklarer 33 prosent av variasjonen av totalkompensasjon, modell (2) forklarer 16 prosent av variasjonen av andel variabel lønn og modell (3) forklarer 7 prosent av variasjonen i andel bonus. Videre forklarer modell (4) 8 prosent av variasjonen i andel langtidsinsentiver, modell (5) forklarer 31 prosent av variasjonen i andel aksjer og

modell (6) forklarer 3 prosent variasjonen av i andel opsjoner. Signifikansnivå på 10, 5 og 1 prosent representeres av stjernene, som notert nederst i tabellen.

Tabell 14 viser at modell (1) forklarer 32 prosent av variasjonen av totalkompensasjon, modell (2) forklarer 16 prosent av variasjonen av andel variabel lønn og modell (3) forklarer 4 prosent av variasjonen i andel bonus Videre forklarer modell (4) 16 prosent av variasjonen i andel langtidsinsentiver, modell (5) forklarer 36 prosent av variasjonen i andel aksjer og modell (6) forklarer 13 prosent av variasjonen i andel opsjoner. Signifikansnivå på 10, 5 og 1 prosent representeres av stjernene, som notert nederst i tabellen

Ved å sammenligne de to tabellene, ser vi at de signifikante verdiene endrer seg. Modell (1) finner at det er kjønnsfordeling, omsetning og statlig eierskap som har signifikant påvirkning på totalkompensasjonen, når vi ikke kontrollerer for bransjer. Når vi kontrollerer for bransjer blir er det bare omsetning og statlig eierskap som er signifikant. Når vi ikke kontrollerer for bransjer i modell (2) har omsetning positiv signifikant påvirkning, mens gjeldsgrad og alder reduserer bruken av variabel lønn. Når vi kontrollerer for bransjer er kun omsetning signifikant. Fra modell (3) ser vi at omsetning og alder har en signifikant påvirkning på andel bonus når vi ikke kontrollerer for bransjer. Når vi kontrollerer er kun omsetning signifikant.

Når vi ikke kontrollerer for bransjer, finner Modell (4) at omsetning, gjeldsgrad og kjønnsfordeling har en signifikant sammenheng med andel langtidsinsentiver. Når vi kontrollerer, får vi at gjeldsgrad og totalkapitalrentabilitet er signifikante. Modell (5) er modellen med flest signifikante variabler. Når vi ikke kontrollerer for bransjer finner vi at omsetning, statlig eierskap, gjeldsgrad og kjønnsfordeling er signifikante. Alle disse variablene er også signifikante når vi kontrollerer, i tillegg til antall ledere og alder. I modell (6) er omsetning og gjeldsgrad signifikante når vi ikke kontrollerer for bransjer, mens ingen variabler er signifikante når vi kontrollerer.

### **5.2.2 Regresjonsmodeller med utvalgte variabler**

I denne delen presenteres regresjonsmodeller med utvalgte variabler. Disse vises i tabell 15 og 16. Der det mangler verdier i de ulike modellene betyr det at variabelen ikke er inkludert i regresjonen. For eksempel er ikke totalkapitalrentabilitet en uavhengig variabel i modell (2) for andel variabel lønn, i tabell 15. For å forsterke robustheten i regresjonsmodellene, har vi valgt ut variabler fra tabell 13 og 14, ved å fjerne en og en variabel i regresjonen, helt til alle

hadde en p-verdi under 0,4 (Se vedlegg). Tabell 15 og 16 for utvalgte variabler viser ulike signifikante verdier, og vi skal nå gå igjennom de ulike modellene vi har brukt i våre analyser.

	(1) Totalkompensasjon	(2) Variabel lønn	(3) Bonus	(4) Langtidsinsentiv	(5) Aksjer	(6) Opsjoner
<b>Ln omsetning</b>	681096*** (0.000)	0.0451738*** (0.001)	0.0228204*** (0.002)	0.0240948** (0.020)	0.0048985* (0.080)	0.0198152* (0.075)
<b>Tre største eiere</b>	-1167480 (0.277)	-0.1592815* (0.103)	-0.0872161 (0.127)	-0.0647339 (0.301)		-0.0748142 (0.246)
<b>Antall ledere</b>	-425686.4 (0.354)	0.0437105 (0.351)		0.0384465* (0.090)	0.0082554** (0.049)	0.0288706 (0.205)
<b>Kjønnsfordeling</b>	1813625* (0.093)	0.1602482 (0.148)		0.1619744* (0.055)	0.0381406* (0.075)	0.1216176 (0.111)
<b>Statlig eierskap</b>	1938727** (0.025)		0.037069 (0.323)		0.1062918** (0.047)	-0.1036665 (0.113)
<b>Ln selskapsalder</b>	-132949.4 (0.251)	-0.0272406** (0.038)	-0.0252688*** (0.008)		-0.0049029 (0.311)	
<b>Gjeldsgrad</b>	-100288 (0.109)	-0.0146854* (0.089)		-0.0134779*** (0.004)	-0.0035109* (0.088)	-0.0100821** (0.015)
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	-1501916 (0.248)		0.1051546* (0.080)	-0.1989909 (0.192)	-0.0319758 (0.117)	-0.1665303 (0.309)
R <sup>2</sup>	0.39	0.22	0.15	0.16	0.37	0.12
Justert R <sup>2</sup>	0.34	0.17	0.11	0.10	0.32	0.05
P-verdi i parantes.						
***: p < 0,01. **: p < 0,05. *: p < 0,10						

Tabell 15 - Regresjon for utvalgte variabler når vi ikke kontrollerer for bransjer

Tabell 5 viser at modell (1) forklarer 34 prosent av variasjonen av totalkompensasjon, modell (2) forklarer 17 prosent av variasjonen av andel variabel lønn og modell (3) forklarer 11 prosent av variasjonen i andel bonus. Videre forklarer modell (4) 10 prosent av variasjonen i andel langtidsinsentiver, modell (5) forklarer 32 prosent av variasjonen i andel aksjer og modell (6) forklarer 5 prosent av variasjonen i andel opsjoner.

	(1) Totalkompensasjon	(2) Variabel lønn	(3) Bonus	(4) Langtidsinsentiv	(5) Aksjer	(6) Opsjoner
<b>Ln omsetning</b>	713642.4*** (0.000)	0.0358188*** (0.010)	0.0233628** (0.024)	0.0197362* (0.071)	0.0051314* (0.077)	0.0124373 (0.218)
<b>Tre største eiere</b>	-1205491 (0.165)	-1.1707866* (0.091)	-0.0958347 (0.182)			-0.0888138 (0.245)
<b>Antall ledere</b>	-421309.7 (0.176)	0.0434095 (0.230)		0.0395455 (0.135)	0.0151532** (0.042)	
<b>Kjønnfordeling</b>	1503988 (0.157)	0.127835 (0.300)		0.1258857 (0.176)	0.0460867* (0.072)	
<b>Statlig eierskap</b>	2042854** (0.017)	0.0862711 (0.380)	0.0617102 (0.364)		0.0701864*** (0.001)	
<b>Ln selskapsalder</b>			-0.0219353 (0.173)		-0.0076411* (0.099)	
<b>Gjeldsgrad</b>	-96175.49 (0.132)	-0.0117392 (0.115)		-0.0096755* (0.088)	-0.0035066** (0.024)	-0.0062525 (0.271)
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>	-1594221 (0.157)		0.0999161 (0.286)	-0.1947009** (0.052)		-0.1601455 (0.109)
R <sup>2</sup>	0.45	0.31	0.22	0.31	0.47	0.28
Justert R <sup>2</sup>	0.34	0.18	0.08	0.19	0.37	0.16
P-verdi i parentes.						
***: p < 0,01. **: p < 0,05. *: p < 0,10						

Tabell 16 - Regresjon for utvalgte variabler når vi kontrollerer for bransjer

Vi ser av tabell 16 at modell (1) forklarer 34 prosent av variasjonen av totalkompensasjon, modell (2) forklarer 18 prosent av variasjonen av andel variabel lønn og modell (3) forklarer 8 prosent av variasjonen i andel bonus. Videre forklarer modell (4) 19 prosent av variasjonen i andel langtidsinsentiver, modell (5) forklarer 37 prosent av variasjonen i andel aksjer og modell (6) forklarer 16 prosent av variasjonen i andel opsjoner. Signifikansnivå på 10, 5 og 1 prosent representeres av stjernene, som er notert nederst i tabellen.

### 5.3 Forklaringsvariabler

I denne delen vil vi diskutere nærmere hvilken påvirkning forklaringsvariablene har på lønnskomponentene til ledende ansatte på Oslo Børs. For hver variabel tar vi utgangspunkt i regresjonsanalysene for utvalgte variabler og gjennomfører ytterligere analyser med figurer. Avslutningsvis oppsummeres alle signifikante verdier i en tabell.

#### 5.3.1 Ln omsetning

Ln omsetning brukes som et mål på selskapets størrelse. Av tabell 6 ser vi at gjennomsnittlig omsetning 9,5 milliarder og medianen er 2,1 milliarder. Minste observasjon er 54 millioner.

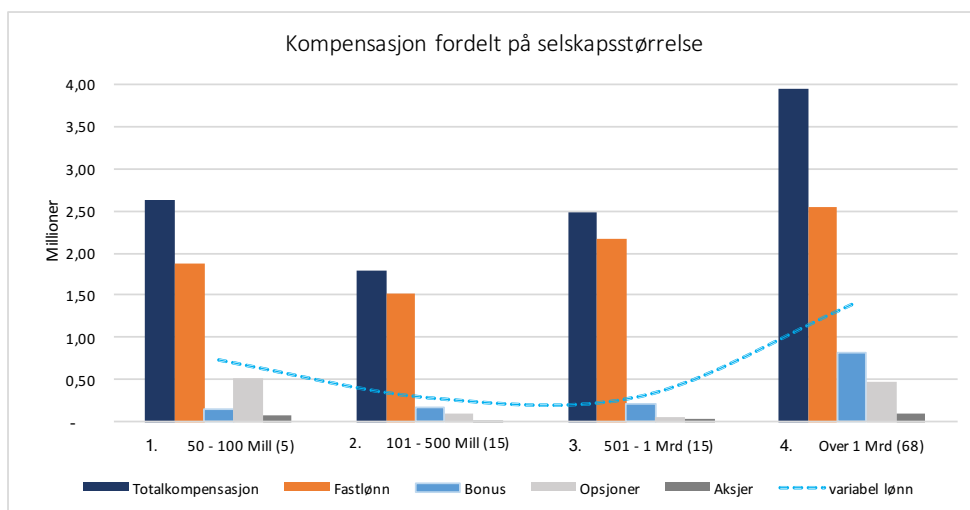
Høyeste 125 milliarder. Logaritmen til selskapets omsetning inkluderes i alle modellene som vist i tabell 15 og 16.

Tabell 15 viste at det er en signifikant positiv sammenheng mellom ln omsetning og alle lønnskomponentene i våre regresjonsanalyser når vi kontrollerer for bransjer. Det vil si at både totalkompensasjonen og andelen variable lønnskomponenter øker i størrelse. Variabelen er positiv innenfor 1 prosent nivå i modell (1) for totalkompensasjon, i modell (2) for andel variabel lønn, og i modell (3) for andel bonus. I modell (4) for andel langtidsinsentiver er den signifikant på 5 prosent, og i modell (5) og modell (6) for andel aksjer og andel opsjoner, får vi en signifikant sammenheng innenfor 10 prosent nivå.

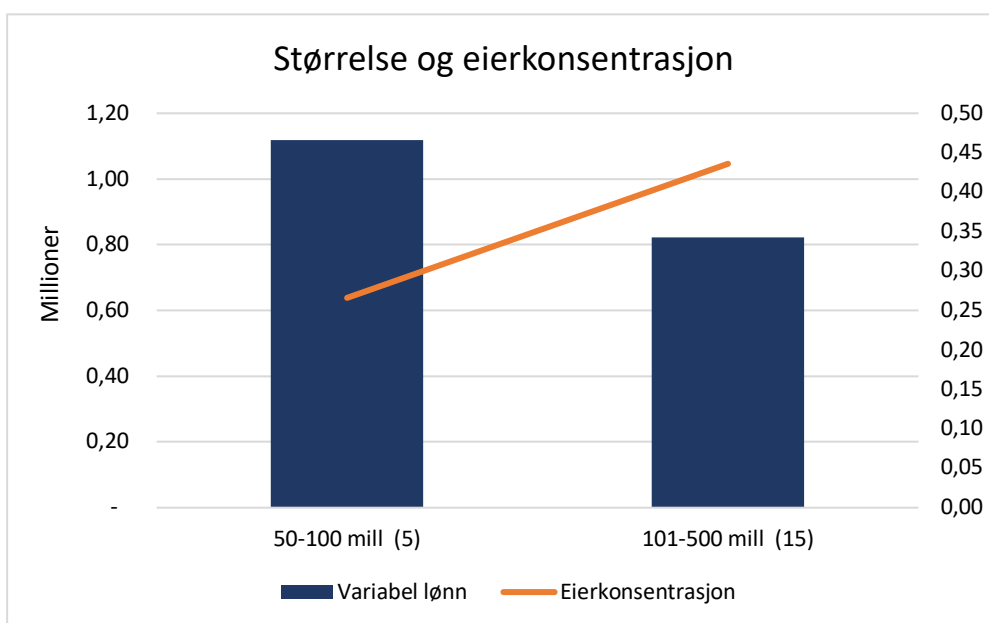
Som vi ser av tabell 16 har ln omsetning en positiv effekt i alle regresjonsmodellene også når vi kontrollerer for bransjer. Variabelen har en signifikant sammenheng på 1 prosent nivå i modell (1) og i modell (2), 5 prosent nivå i modell (3), og 10 prosent nivå i modell (4) og i modell (5). Når vi kontrollerer for bransjer, finner vi ingen signifikant sammenheng mellom størrelse og andel opsjoner.

Vist i tabell 18, ser vi at selskapsstørrelse er positiv signifikant med alle lønnskomponentene i korrelasjonsmatrisen, foruten modell (5). Selskapsstørrelsen er også positiv signifikant i de fleste regresjonsmodellene. Den er ikke signifikant i regresjonen når vi kontrollerer for bransjer i modell (4) når alle variablene er inkludert, og i regresjonsmodellene når vi kontrollerer for bransjer i modell (5).

Sammenhengen mellom lønnskomponentene og størrelse belyses nærmere i figur 6. Her har vi fordelt størrelse (omsetning) i fire kategorier, fra 0 til 100 millioner, 101 til 500 millioner, 501 millioner til en milliard, og til slutt selskaper som har over en milliard i omsetning. Tallene i parentes ved hver kategori, viser antall selskaper som er inkludert. Det er fem selskaper i kategori 1, 15 selskaper i kategori 2 og kategori 3, og 68 selskaper i kategori 4.



Figur 6 - Kompensasjon fordelt på størrelse



Figur 7 - Størrelse og eierkonsentrasjon

Figur 6 viser tydelig at de største selskapene som har omsetning over en milliard gir betydelig høyere totalkompensasjon enn de mindre selskapene. Dette kan vi eksempelvis se ved å sammenligne Oceanteam og Odfjell som tilhører kategoriene (2) og (4). Ledergruppen i Odfjell gis i gjennomsnitt en totalkompensasjon som er 43,6 prosent høyere enn ledergruppen i Oceanteam. Tilsvarende ser vi at variabel lønn er høyere i de største selskapene. Motsatt ser vi at de minste selskapene, i kategori (1) har noe høyere nivåer på alle lønnskomponenter enn selskapene i kategori (2). Dette gjelder spesielt for opsjoner. Den stiplede kurven representerer samlet variabel lønn, og har en konveks form. Denne viser at variabel lønn er relativt høy i kategori 1, avtar i kategori 2 og kategori 3, men øker igjen for de aller største



selskapene i kategori 4. Både modellene i tabell 15 og 16, og figur 6, tyder på at selskapsstørrelse kan være svært avgjørende for ledergruppens kompensasjonsnivå.

For å ytterligere forklare variabel lønn og størrelse, har vi laget en ny figur (se figur 7) som kun viser forholdet mellom selskapene i kategori 1 og kategori 2. I kategori 1 er de minste selskapene som har omsetning mellom 50 og 100 millioner, mens i kategori 2 har vi selskapene med omsetning 101 til 500 millioner. Langs y-aksen (primæraksen) vises variabel lønn i millioner kroner, og sekundæraksen viser grad av eierkonsentrasjon. Figuren illustrerer, i likhet med figur 6, at de minste selskapene har høyere variabel lønn. Disse selskapene har flere, små aksjonærer enn selskapene i kategori 2.

### 5.3.2 Tre største eiere

Variabelen *tre største eiere* reflekterer eierskapsandelen til de tre største aksjonærene. Variabelen forklarer hvor konsentrert eierskapet er, og måles i andeler. Av tabell 6 ser vi at i gjennomsnitt eier de tre største aksjonærene 46 prosent av selskapet, med en variasjon fra 6 prosent til 100 prosent.

I regresjonene uten å kontrollere for bransjer i tabell 15 inkluderes variabelen *tre største eiere* i alle modeller, utenom modell (5) for andel aksjer. Variabelen har en negativ påvirkning på lønnskomponentene. Variabelen er kun signifikant i modell (2) for andel variabel lønn, innenfor 10 prosent nivå. Modell (1), modell (3), modell (4) og modell (6) indikerer også en negativ effekt, men denne er ikke signifikant.

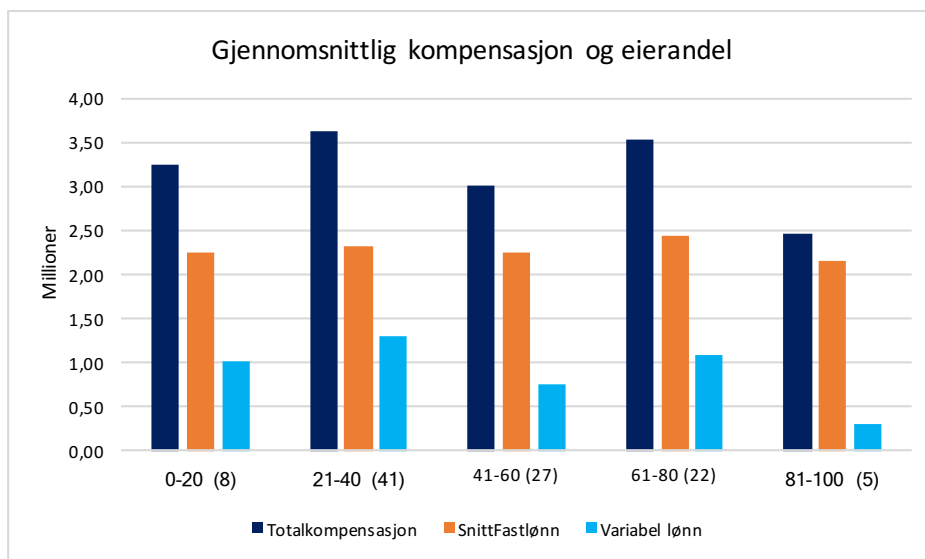
Når vi kontrollerer for bransjer, blir *tre største eiere* inkludert i modell (1), modell (2), modell (3) og modell (6). Variabelen er, i likhet med i regresjonene hvor vi ikke kontrollerer for bransjer, bare signifikant i modell (2) for andel variabel lønn. De resterende modellene antyder at eierkonsentrasjon har en negativ effekt for lønnskomponentene, men effekten er ikke signifikant.

Vi ser av tabell 18 at *tre største eiere* kun er signifikant i modell (2). I modell (2) er variabelen signifikant i korrelasjonsmatrisen og i begge regresjonsanalysene for utvalgte variabler.

Modell (2) i tabell 16 anslår at andel variabel lønn for toppledelsen avtar ved økning i eierandel til de tre største eierne. Dette kan vi for eksempel se ved å sammenligne Protector forsikring og Gyldendal. Protector forsikring har andel variabel lønn på 27 prosent, hvor de

største aksjonærene eier 17 prosent av selskapet. I Gyldendal eier de tre største aksjonærene 92% av selskapet, og tildeler andel variabel lønn på 13 prosent.

Dette vises også i figur 8. Gruppen av selskaper hvor de *tre største eierne* til sammen har en eierandel på 0-20 prosent, består av 8 selskaper, 21-40 prosent består av 41 selskaper, 41-60 prosent består av 27 selskaper, 61-80 prosent består av 22 selskaper og 81-100 prosent består av 5 selskaper. Av figuren ser vi at selskapene med lavest grad av konsentrert eierskap (0-20 prosent) gir toppledelsen mer variabel lønn, enn selskapene som har svært konsentrert lederskap (81-100 prosent).



Figur 8 - Gjennomsnittlig kompensasjon og eierandel

### 5.3.3 Ln antall ledere

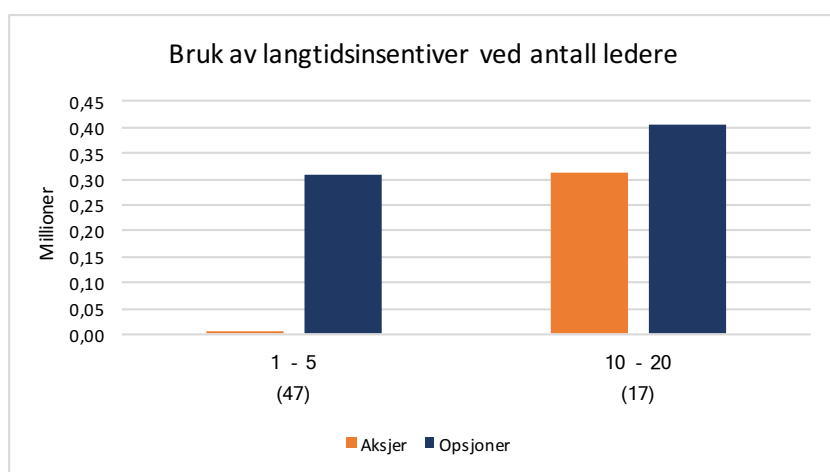
Ut fra tabell 6 ser vi at *ln antall ledere* i ledergruppen i gjennomsnitt ligger på omlag seks ledere, og at størrelse på ledergruppen varierer fra 1 til 20.

I regresjonene uten å kontrollere for bransjer i tabell 15 inkluderes variabelen *antall ledere* i alle regresjonsmodellene, utenom modell (3) for andel bonus. Ifølge våre analyser er variabelen kun signifikant i modell (4) for andel langtidsinsentiver, og i modell (5) for andel aksjer. Sammenhengen med de to lønnskomponentene er positiv innenfor 10 og 5 prosent nivå. I de resterende modellene får vi ingen signifikant sammenheng. Modellen indikerer at *antall ledere* har en svak, positiv effekt på variabel lønn, langtidsinsentiver og aksjer, og en negativ effekt på total kompensasjon.

Når vi kontrollerer for bransjer inkluderes *antall ledere* i regresjonene for modell (1), modell (2), modell (4) og modell (5). Variabelen er signifikant innenfor 5 prosent nivå i modell (5), men er ikke lenger signifikant i modell (4). For de resterende modellene ser vi at variabelen ikke er signifikant.

Tabell 18 viser at *antall ledere* er positiv signifikant i korrelasjonsmatrisen i modell (2) og modell (4). I regresjonsanalysene er variabelen signifikant i modell (4) ved utvalgte variabler når vi ikke kontrollerer for bransjer, og alle regresjonsanalysene i modell (5) foruten regresjonen for alle variabler uten å kontrollere for bransjer.

Figur 9 viser gjennomsnittstørrelsen på aksjer og opsjoner hvor en liten ledergruppe er kategorisert med en til fem ledere og en stor ledergruppe har 10 til 20 ledere. Det er verdt å nevne at vi har ekskludert aksjeprogram som tilbys til alle ansatte i selskapet, så dette kan ha en viss innvirkning på resultatet. Av figur 10 ser vi at langtidsinsentiver er størst i den store ledergruppen.

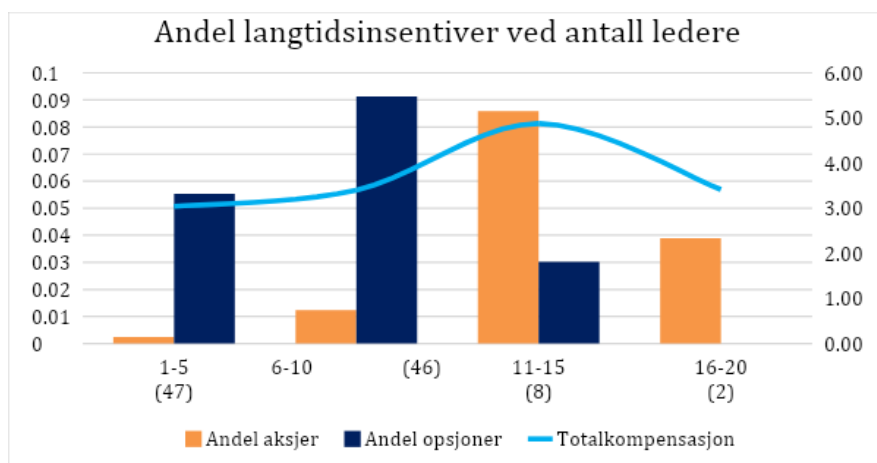


Figur 9 - Bruk av langtidsinsentiver ved antall ledere

Forholdet mellom langtidsinsentiv og *antall ledere* kan vi se på ved å sammenligne Panoro Energy og Yara International, som har henholdsvis 3 og 12 personer i ledergruppen. I 2017 hadde toppledelsen i Panoro Energy en gjennomsnittlig aksjebasert avlønning på omtrent kr 336 000, som er 11 prosent av totalkompensasjonen. Motsatt har ledelsen i Yara International mottatt en aksjebasert avlønning som er 39 prosent av totalkompensasjon, og er på hele 3,3 millioner.

Figur 10 viser hvordan totalkompensasjon (målt i millioner kroner, på høyre akse), andel aksjer og andel opsjoner varierer i forhold til størrelse på ledergruppen. Andelene vises på

venstre akse. Tallene i parentes ved hver kategori, viser antall selskaper som er inkludert. Antall selskaper i kategori 1 er 47, 46 i kategori 2, 8 i kategori 3 og 2 i kategori 4. I den minste ledergruppen er totalkompensasjon lavest, og stiger opp til kategori 3, og avtar deretter når ledergruppen blir større. Bruk av aksjer er mest utbredt i kategori 3 og kategori 4.



Figur 10 - Andel langtidsinsentiver ved antall ledere

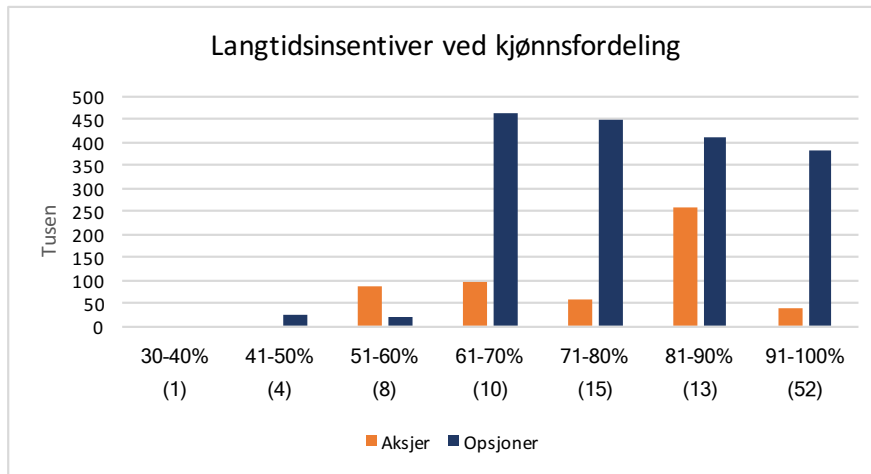
### 5.3.4 Kjønnssfordeling

*Kjønnssfordelingen* viser andel menn som er i toppledelsen. Når ledelsen kun består av menn vil det være 100 prosent. Tabell 6 viser at utvalgets gjennomsnittsledelse består av 86 prosent menn. Av alle selskapene i vårt utvalg er det kun ett selskap, som har en toppledelse bestående av mer enn 50 prosent kvinner.

I regresjonene uten å kontrolleres for bransjer, ser vi i tabell 15 at variabelen *kjønnssfordeling* inkluderes i alle modeller, med unntak av modell (3) for bonus. For regresjonsmodellene som inneholder variabelen, ser vi en positiv signifikant sammenheng på ti prosent nivå i modell (1) for totalkompensasjon, modell (4) for andel langtidsinsentiver, og i modell (5) for andel aksjer. For de resterende lønnskomentene indikeres det at sammenhengen positiv, men den er ikke signifikant.

Når vi kontrollerer for bransjer, får vi at modell (1), modell (2), modell (4) og modell (5) inkluderer *kjønnssfordeling* som en positiv forklaringsvariabel. Tabell 16 viser at det bare er modell (5) som får en signifikant påvirkning av kjønnssfordeling, og denne er innenfor ti prosent nivå.

Vi ser av tabell 18 at *kjønnsfordeling* er positiv signifikant i modell (1) og modell (4) når vi ikke kontrollerer for bransjer. I modell (5) er variabelen signifikant i alle regresjonsmodellene.



Figur 11 - Langtidsinsentiver ved kjønnsfordeling

Figur 11 viser hvordan bruk av langtidsinsentiver varierer etter kjønnsfordeling i ledelsen. 0 prosent betyr at det er 100 prosent kvinner, og 100 prosent betyr at det er 100 prosent menn i ledergruppen. Tallene i parentes ved hver kategori, viser antall selskaper som er inkludert. Langs y-aksen måles langtidskompensasjonene i tusen kroner. Fra figuren ser vi at det er lite eller ingen bruk av aksjer og opsjoner når ledelsen består av 50 prosent kvinner eller mer. I 2017 hadde ledergruppen i Nordic Nanovector, som består av mer enn 63 prosent kvinner, ingen avlønning i form av langtidsinsentiver. Det hadde derimot ledelsen i Tomra Systems, som består av 90 prosent menn. De fikk i gjennomsnitt 522 000 i aksjebasert kompensasjon, som tilsvarer 14 prosent av deres total kompensasjon. Langtidsinsentiver som kompensasjonselement er mest utbredt når der er flere menn enn kvinner i ledelsen. Bruken av langtidsinsentiver stagnerer når det er mer enn 80 prosent menn i ledelsen, men den holder fremdeles et høyere nivå enn når det er et flertall av kvinner i ledelsen.

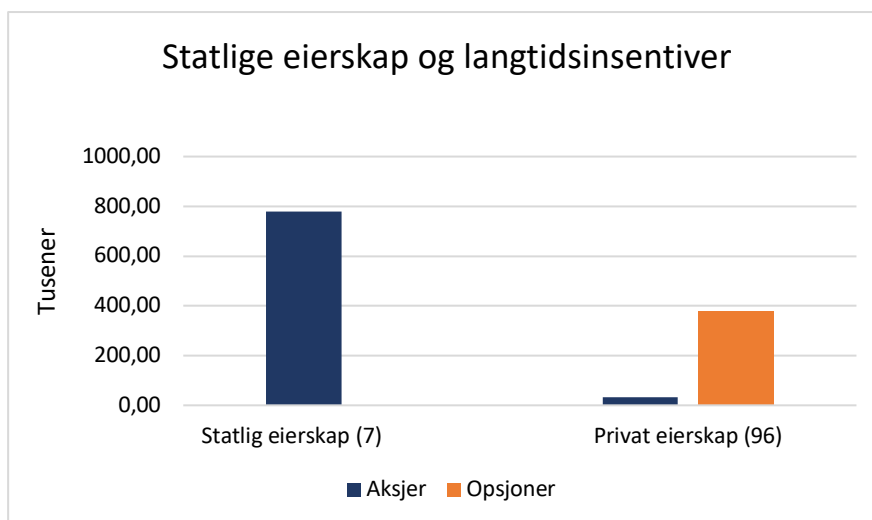
### 5.3.5 Statlig eierskap

I tabell 6 ser vi at *statlig eierskap* varierer mellom 0 og 1. Dette er skyldes at variabelen er en dummyvariabel, som tar verdien 1 dersom selskapet er statligeid, og 0 for private selskaper. Medianen er 1 mens gjennomsnittet er 0,06. I utvalget er det kun syv selskaper som er statligeid. Dette er Telenor, DNB, Yara International, Norsk Hydro, Entra, Kongsberg Gruppen og Equinor.

Når vi ikke kontrollerer for bransjer viser tabell 15 at *statlig eierskap* tas med i regresjonene for modell (1) for totalkompensasjon, modell (3) for andel bonus, modell (5) for andel aksjer og modell (6) for andel opsjoner. Av modellene er det bare modell (6) som får en negativ effekt av *statlig eierskap*. Regresjonsmodellene viser at variabelen er positiv signifikant på fem prosent nivå i modell (1) og i modell (5). I modell (3) og modell (6) er den ikke signifikant.

Når det er kontrollert for bransjer, blir variabelen *statlig eierskap* inkludert i regresjonene for modell (1), modell (2), modell (3) og modell (5). Alle lønnskomponentene i disse modellene har en positiv sammenheng, men modell (1) og modell (5) er de eneste som er signifikante, på henholdsvis fem og ett prosent nivå.

Som vi ser av tabell 18 er *statlig eierskap* positiv signifikant i korrelasjonsmatrisen i modell (1). *Statlig eierskap* er også signifikant i alle regresjonsmodellene for modell (1) og modell (5).



Figur 12 - Statlig eierskap og langtidsinsentiver

Figur 12 viser forholdet mellom *statligeide selskaper* og langtidsinsentiver. Y-aksen viser langtidsinsentiver i tusene kroner. Det er 7 selskaper med statlig eierskap og 96 selskaper som er privateid. Vi ser at *statligeide selskaper* har en høyere andel langtidsinsentiver enn private selskaper. Bruk av opsjoner er ikke brukt i *statlige selskaper*, på grunn av lover og reguleringer som er utarbeidet for *statligeide selskaper*, som nevnt i kapittel 3.3.

### 5.3.6 Ln selskapsalder

Ln alder representerer den naturlige logaritmen til selskapsalderen. Tabell 6 viser at selskapsalder varierer fra 2 til 197 år med et gjennomsnitt på 35 år. Det eldste selskapet er DNB og det yngste selskapet er Fjordkraft Holding.

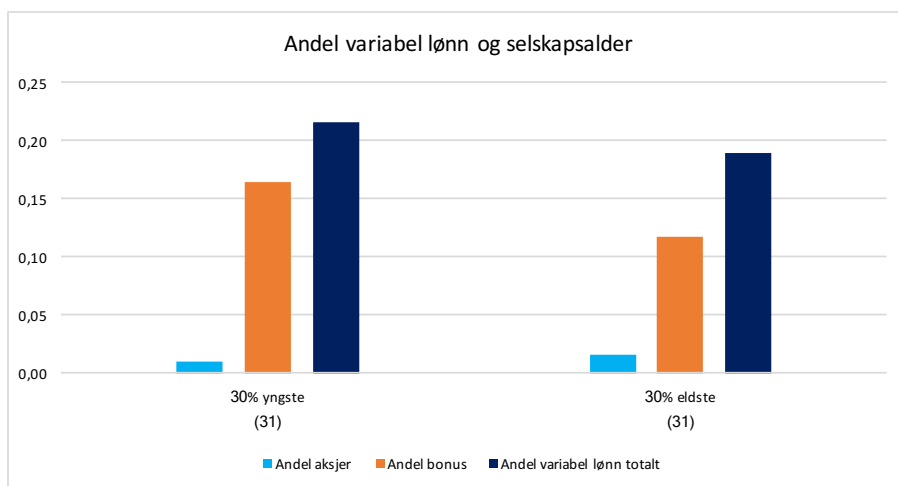
Når vi ikke kontrollerer for bransjer inkluderes *Ln selskapsalder* i regresjonsmodellene for modell (1) for totalkompensasjon, modell (2) for andel variabel lønn, modell (3) for andel bonus, og modell (5) for andel aksjer. For disse lønnskomponentene er *ln selskapsalder* negativ signifikant innenfor fem og ett prosent nivå i modell (2) og modell (3). *Selskapets alder* og de resterende lønnskomponentene er ikke signifikante.

Når vi kontrollerer for bransjer er det bare modell (3) og modell (5) som inkluderer *ln selskapsalder*, og denne er bare signifikant i modell (5), på ti prosent nivå.

Vi ser av tabell 18 at *selskapsalder* er negativ signifikant i modell (2) og modell (3) i regresjonene når vi ikke kontrollerer for bransjer. I modell (5) er variabelen signifikant i regresjonsanalysene når vi kontrollerer for bransjer.

Forholdet mellom *ln selskapsalder* og de variable lønnskomponentene fremstilles i figur 13 og i tabell 17. Langs y-aksen måles lønnskomponentene i andeler. Siden *selskapsalder* ikke er inkludert i modellen for andel opsjoner, er ikke opsjoner med i figuren. Figuren sammenligner de 30 prosent yngste selskapene og de 30 prosent eldste selskapene. Tallene i parentes forteller at det er 31 selskaper i hver kategori. For de 30 prosent yngste har vi selskaper i alder fra 1 til 14 år, og de eldste 30 prosent er selskaper som er mellom 32 og 197 år.

Fra regresjonsanalysene fikk vi at *selskapsalder* har en negativ effekt på de variable lønnskomponentene, og som vi ser av figuren under har ledergruppene i de yngste selskapene en høyere andel bonus enn ledergruppene i de største selskapene. Dette kan vi se ved å sammenligne bonusutbetalingene i Crayon Group Holding og Arendal Fossekompani. Disse er henholdsvis 8 og 123 år gamle, og plasseres dermed i hver sin kategori i figuren. Crayon Group Holdings ledergruppe fikk i 2017 en gjennomsnittlig bonus på kr 1,1 millioner, og motsatt fikk ledelsen i Arendal Fossekompani kr 243 000 i gjennomsnittlig bonus. I andeler tilsvarer dette 0,28 og 0,1 av totalkompensasjonen.



Figur 13 - Andel variabel lønn og selskapsalder

Tabell 17 viser sammenhengen ytterligere, i form av tall i både kroner og i andeler. Som vi ser gir de yngste selskapene omlag 250 000 mer i bonus enn de eldste selskapene. Motsatt ser vi at de eldste selskapene gir mer avlønning i form av langtidsinsentiver, enn de yngre selskapene. Ved å se på andeler, ser vi at ledergruppen i de eldste selskapenes totalkompensasjon består av 2 prosent aksjer og 6 prosent opsjoner, kontra de yngste hvor totalkompensasjonen består av 1 prosent og 4 prosent i henholdsvis aksjer og opsjoner.

	Totallønn	Fastlønn	Bonus	Aksjer	Opsjoner
30% yngste i kroner	3 218 548	2 355 955	1 000 812	258 084	394 666
30% eldste i kroner	3 339 545	2 438 185	743 948	465 069	1 175 921
30% yngste i andeler	1,00	0,78	0,16	0,01	0,04
30% eldste i andeler	1,00	0,81	0,12	0,02	0,06

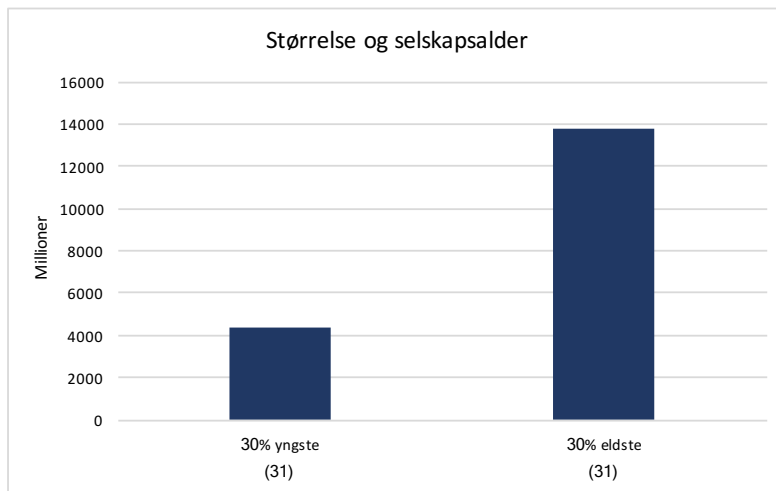
Tabell 17 - Selskapsalder og lønnskomponenter

Som sett i regresjonsmodellene reduseres andelen variabel lønn, herunder bonus og aksjer, når selskapet blir eldre. Figuren og tabellen over viser at *selskapsalder* har motsatt effekt på andel aksjer. Dette samsvarer med at variabelen har positivt fortegn for aksjebasert avlønning (uten at den er signifikant) i korrelasjonsmatrisen i kapittel 5.1.2. I regresjonsanalysene kontrollerer vi også for andre variabler. Spesielt størrelse er det viktig å kontrollere for, og det kan forklare at fortegnet skifter.

I vårt utvalg er de 30 prosent yngste selskapene betydelig mindre i størrelse enn de 30 prosent eldste selskapene. Dette belyses i figur 14. Langs y-aksen måles omsetning i millioner kroner.



Vi definerer størrelse i omsetning, og vi ser av figuren at de eldste selskapene er nesten 300 prosent større enn de minste.



Figur 14 - Størrelse og selskapsalder

### 5.3.7 Gjeldsgrad

*Gjeldsgraden* reflekterer forholdet mellom egenkapital og gjeld, og viser hvor stor andel av egenkapital som er knyttet opp mot selskapets gjeld og blir regnet ut på følgende måte:

$$Gjeldsgrad = \frac{Sum\ gjeld}{Sum\ egenkapital}$$

Tabell 6 viser at gjeldsgraden varierer fra 0 til 19,7. I gjennomsnitt har selskapene i utvalget en gjeldsgrad på 1,34, mens medianen er 0,4.

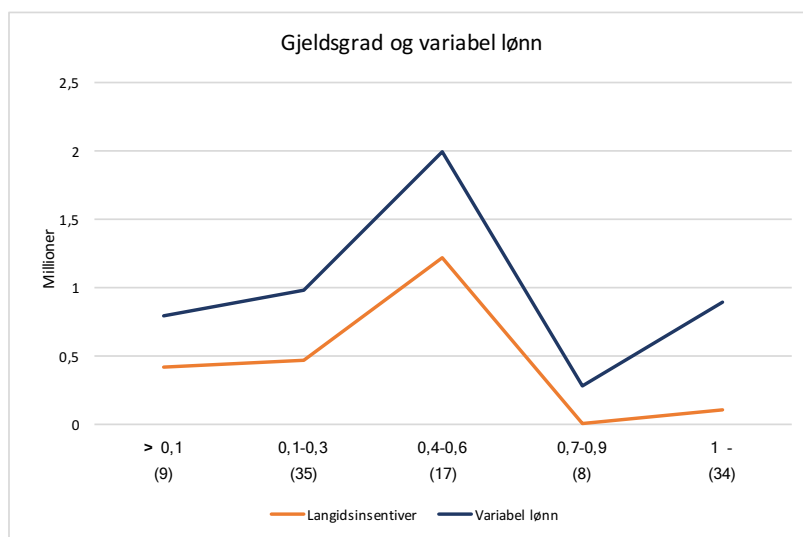
I regresjonene uten å kontrollere for bransjer i tabell 15 ser vi at *gjeldsgrad* inkluderes i alle modeller, utenom modell (3) for andel bonus. Variabelen har en negativ signifikant påvirkning på ett prosent nivå i modell (4) for andel langtidsinsentiver, fem prosent nivå i modell (6) for andel opsjoner, og ti prosent nivå for modell (2) og modell (5) for andel bonus og andel aksjer. I modell (1) for totalkompensasjon får vi ingen signifikant sammenheng.

Når vi kontrollerer for bransjer, viser tabell 16 at *gjeldsgrad* fremdeles inkluderes i alle modeller, utenom modell (3). Av signifikante sammenhenger, er det kun modell (4) og modell

(5) som er innenfor et ti og fem prosent nivå. De resterende modellene finner ingen signifikant sammenheng mellom lønnskomponentene og gjeldsgrad.

Vi ser av tabell 18 at *gjeldsgrad* er negativ signifikant i regresjonsanalysene for modell (2) og modell (6). Modell (4) og modell (5) er negativ signifikant i alle regresjonene for *gjeldsgrad*.

I modell (5), både når vi kontrollerer og ikke kontrollerer for bransjer, vil eksempelvis andel aksjer reduseres med 0,35 prosentpoeng, når gjeldsgrad øker med 1. Norwegian Air Shuttle er selskapet i vårt utvalg med høyest gjeldsgrad og betaler ikke variabel avlønning til ledergruppen. Norsk Hydro har en gjeldsgrad på 0,01 og kompenserer sine ledere med kr 450 000 i aksjer, og utbetaler en totalkompensasjon på kr 4,8 millioner. Både aksjekompensasjonen og totalkompensasjonen ligger på et høyere nivå i dette selskapet enn hva gjennomsnittet i utvalget gjør, som vist i tabell 6.



Figur 15 - Gjeldsgrad og variabel lønn

Forholdet mellom gjeldsgrad og variabel lønn belyses ytterligere i figur 15. Tallene i parentes ved hver kategori, viser antall selskaper som er inkludert. Langs y-aksen måles variabel lønn i millioner kroner, og langs x-aksen vises gjeldsgraden. I figuren fremstiller vi gjennomsnittlig variabel lønn og langtidsinsentiver. Fra regresjonsmodellene fikk vi at variabel lønn og langtidsinsentiver synker når gjeldsgraden blir høy, noe vi også ser i figuren 15. Når gjeldsgrad blir over 0,6 stagnerer langtidsinsentiver og andel variabel lønn. Ved gjeldsgrad på 0,9 er det ingen ledergrupper som tildeles langtidsinsentiver. Variabel lønn tar seg opp når gjeldsgraden stiger igjen.

### 5.3.8 Totalkapitalrentabilitet

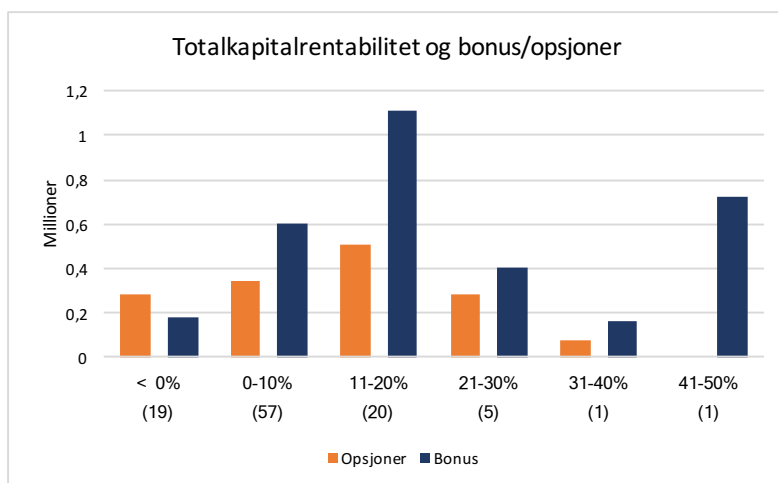
Vi bruker *totalkapitalrentabilitet* som måltall for hvordan toppledelsen presterer. Av tabell 6 ser vi at laveste *totalkapitalrentabilitet* er minus 86 prosent og høyeste er 45 prosent.

Gjennomsnittlig *totalkapitalrentabilitet* for selskapene i utvalget er 4,8 prosent.

Når vi ikke kontrollerer for bransjer viser tabell 15 at *totalkapitalrentabilitet* er tatt med i alle regresjonsmodeller, utenom modell (2) for andel variabel lønn. I modell (1) for totalkompensasjon, og i modell (4), modell (5) og modell (6), for langtidsinsentiver har variabelen en negativ effekt. For bonus derimot, ser vi at variabelen har en positiv effekt, og er signifikant på et ti prosent nivå.

Når vi kontrollerer for bransjer ser vi av tabell 16 at *totalkapitalrentabilitet* er inkludert i regresjoner for modell (1), modell (3), modell (4) og i modell (6). Variabelen er negativ signifikant på andelen langtidsinsentiver, på et fem prosent nivå. For de resterende modellene finner vi ingen signifikant sammenheng.

Tabell 18 viser at *totalkapitalrentabilitet* er av signifikant betydning i korrelasjonsmatrisen for modell (3). I regresjonsanalyse for utvalgte variabler er *totalkapitalrentabilitet* negativ signifikant i modell (3) når vi ikke kontrollerer for bransjer. I modell (4) er variabelen negativ signifikant i regresjonene når vi kontrollerer for bransjer.



Figur 16 - Totalkapitalrentabilitet og bonus/opsjoner

Forholdet mellom *total kapitalrentabilitet* og variabel lønn, her i form av bonus og opsjoner, presenteres i figur 16. Tallene i parentes ved hver kategori, viser antall selskaper som er inkludert. Langs y-aksen vises bonus og opsjoner i millioner kroner, og langs x-aksen vises *total kapitalrentabiliteten*. Figuren viser at selskaper som går dårlig gir lavere bonus, enn selskaper som presterer bra, med unntak av de selskaper som har høyest *total kapitalrentabilitet*. For *total kapitalrentabilitet* over 20 prosent er sammenhengen motsatt når det gjelder bonus, men det er ikke så mange observasjoner med så høy *total kapitalrentabilitet*. Motsatt ser vi at bruk av opsjoner er mer utbredt i selskaper som presterer dårlig, og avtar når selskapene har en *total kapitalrentabilitet* på over 20 prosent, med unntak av det ene selskapet som har en *total kapitalrentabilitet* på over 50 prosent. For eksempel har Bergen Group en *total kapitalrentabilitet* på minus 2 prosent, og tildelte i snitt kr 1 millioner i opsjoner, og kr 150 000 i bonus til toppledelsen. Motsatt hadde Europris en positiv *total kapitalrentabilitet* på 30 prosent, og utbetalte ingen lønn i form av opsjoner, men en gjennomsnittlig bonus på kr 500 000.

#### **5.4 Oppsummering**

Avslutningsvis vil vi oppsummere dette kapittelet med en tabell som illustrerer alle signifikante funn fra korrelasjonsmatrisen og de ulike regresjonene. Tabell 18 viser hvilke uavhengige variabler som har signifikant påvirkning på lønnskomponentene. Plusstegnet viser til økning av komponenten, og minustegnet viser til reduksjon.

Uavhengige variabler	Totalkompensasjon (1)	Variabel lønn (2)	Bonus (3)	Langtidsinsentiver (4)	Aksjer (5)	Opsjoner (6)
<b>Omsetning(Ln)</b>						
Korrelasjon	+ *	+ *	+ *	+ *		+ *
Regresjon alle variabler uten kontrollere for bransjer	+ ***	+ ***	+ **	+ **	+ **	+ *
Regresjon alle variabler kontrollere for bransjer	+ ***	+ ***	+ **		+ *	
Regresjon utvalgte variabler uten kontrollere for bransjer	+ ***	+ ***	+ ***	+ **	+ *	+ *
Regresjon utvalgte variabler kontrollere for bransjer	+ ***	+ ***	+ **	+ *	+ *	
<b>Tre største eiere</b>						
Korrelasjon		- *				
Regresjon alle variabler uten kontrollere for bransjer						
Regresjon alle variabler kontrollere for bransjer						
Regresjon utvalgte variabler uten kontrollere for bransjer		- *				
Regresjon utvalgte variabler kontrollere for bransjer		- *				
<b>Antall ledere</b>						
Korrelasjon		+ *		+ *		
Regresjon alle variabler uten kontrollere for bransjer						
Regresjon alle variabler kontrollere for bransjer					+ **	
Regresjon utvalgte variabler uten kontrollere for bransjer				+ *	+ **	
Regresjon utvalgte variabler kontrollere for bransjer					+ **	
<b>Statlig eierskap</b>						
Korrelasjon	+ *					
Regresjon alle variabler uten kontrollere for bransjer	+ **				+ **	
Regresjon alle variabler kontrollere for bransjer	+ **				+ ***	
Regresjon utvalgte variabler uten kontrollere for bransjer	+ **				+ **	
Regresjon utvalgte variabler kontrollere for bransjer	+ **				+ ***	
<b>Gjeldsgrad</b>						
Korrelasjon						
Regresjon alle variabler uten kontrollere for bransjer		- *		- ***	- *	- **
Regresjon alle variabler kontrollere for bransjer				- *	- **	
Regresjon utvalgte variabler uten kontrollere for bransjer		- *		- ***	- *	- **
Regresjon utvalgte variabler kontrollere for bransjer				- *	- **	
<b>Selskapsalder(Ln)</b>						
Korrelasjon						
Regresjon alle variabler uten kontrollere for bransjer		- **	- ***			
Regresjon alle variabler kontrollere for bransjer					- *	
Regresjon utvalgte variabler uten kontrollere for bransjer		- **	- ***			
Regresjon utvalgte variabler kontrollere for bransjer					- *	
<b>Kjønnsfordeling</b>						
Korrelasjon						
Regresjon alle variabler uten kontrollere for bransjer	+ *			+ *	+ *	
Regresjon alle variabler kontrollere for bransjer					+ *	
Regresjon utvalgte variabler uten kontrollere for bransjer	+ *			+ *	+ *	
Regresjon utvalgte variabler kontrollere for bransjer					+ *	
<b>Totalkapitalrentabilitet</b>						
Korrelasjon			+ *			
Regresjon alle variabler uten kontrollere for bransjer						
Regresjon alle variabler kontrollere for bransjer				- *		
Regresjon utvalgte variabler uten kontrollere for bransjer			+ *			
Regresjon utvalgte variabler kontrollere for bransjer				- **		

\*\*\*: p < 0,01. \*\*: p < 0,05. \*: p < 0,10

Tabell 18 - Signifikante sammenhenger fra korrelasjon- og regresjonsanalyse

## 6.0 Diskusjon

I dette kapittelet vil vi diskutere funnene fra kapittel 5. Vi vil gjennomgå hver uavhengig variabel som er brukt i analysene, og knytte disse opp mot økonomisk teori og empiri.

### 6.1 Ln omsetning

Som mål på selskapsstørrelse bruker vi logaritmen til selskapets omsetning. Som nevnt i kapittel 5.3.1, viser våre analyser at virksomhetens størrelse har en stor betydning for alle de ulike lønnskomponentene. Totalkompensasjonen, andelen variabel lønn, andelen bonus, andelen langtidsinsentiver, andelen aksjer og andelen opsjoner øker når selskapene blir større.

Både nasjonalt og internasjonalt har betydningen av selskapets omsetning for lederlønn blitt mye diskutert i litteraturen. Som presentert i kapittel 2.2 er det ifølge ledelsesmaktteori en sammenheng mellom kompensasjonsnivå og størrelse, som skyldes at toppleder har mer makt desto større selskapet er. Større makt til leder fører til høyere lønn. Humankapitalteori derimot forklarer sammenhengen med at større selskap har mer ressurser, som gir mulighet til å tiltrekke seg de beste topplederne gjennom attraktive lønnspakker.

At lederlønn og selskapsstørrelse er positivt korrelert ble også funnet i Randøy og Skalpe (2007) sin studie av norske topplederlønninger i norske børsnoterte selskap, og i Oetomo og Swan (2002) sin studie om toppledere i rundt 2000 amerikanske selskap<sup>2</sup>. De fant at dette kan henge sammen med forventinger om at store selskaper utarbeider attraktive lønnspakker for å tiltrekke seg de mest kompetente ledertalentene. Studien viste at lederne i selskaper som presterer bra, har større tendenser for å forflytte seg til større selskaper, for å oppnå et høyere lønnsnivå. At den variable delen av lønnskompensasjonen øker med selskapsstørrelse, kan også begrunnes av kompleksiteten bak denne type lønnsstruktur. Større selskap har mer ressurser til å utarbeide og administrere kompliserte lønnsystemer.

I figur 6 i kapittel 5.3.1 så vi at variabel avlønning var høyest i de største selskapene i kategori 4, deretter i kategori 1, og minst i kategori 2 og kategori 3. Fra Prinsipal-agentteori kan eierne redusere agentproblemer gjennom optimale insentivkontrakter. Fra figur 6 ser vi at de største selskapene er de som gir høyest lønn i form av langtidsinsentiver, som vil kunne påvirke

---

<sup>2</sup> En rekke andre studier har funnet det samme, se for eksempel Baker og Hall (2004)

lederne til å yte høy innsats. På denne måten vil det å yte høy innsats bli i toppledelsens egeninteresse, fordi de gjennom aksje- og opsjonsprogrammer får direkte eierskap i selskapet. Det blir da i begge parters egeninteresse å maksimere selskapets verdi. Resultatene støtter altså opp under at store selskaper reduserer agentproblemer gjennom høyere variabel, resultatbasert lederkompensasjon.

De minste selskapene bruker mer variabel avlønning enn de i kategori 2 og kategori 3 (se figur 6 og 7). Dette kan være på grunn av at de minste selskapene ikke har nok ressurser til å overvåke ledelsen for å redusere agentproblemer, men reduserer problemet gjennom insentivbasert avlønning, som ikke er kontantbasert. En annen forklaring kan være at det foreligger dårligere eierstyring hos de minste selskapene. Fra figur 7 i kapittel 5.3.1 så vi nærmere på forholdet mellom størrelse og variabel lønn, samt hvordan eierkonsentrasjon kan forklare avlønning i de to kategoriene. Figuren viser at når det er flere, små aksjonærer, vil variabel avlønning gå opp. Dette kan forklares ved at ledelsen utnytter situasjonen og oppnår høyere variabel avlønning, fordi mindre profesjonelle eiere kan ha vanskeligheter med å forstå omfanget av variable lønnslementer. Figuren indikerer dermed at de litt større selskapene, hvor de tre største aksjonærene eier mer, har lavere variabel avlønning fordi eierne driver mer aktivt eierskap.

Resultatene våre, med hensyn på størrelse gir altså støtte til de økonomiske teoriene fra kapittel 2.

### **6.1.2 Tre største eiere**

Som nevnt i kapittel 5.3.2 fant vi at de tre største eierne har en sterk negativ påvirkning på variabel lønn. Dette betyr at store aksjonærer forbindes med lavere variabel avlønning. Variabelen er også inkludert i modellene for totalkompensasjon, andel bonus og andel opsjoner, men den er ikke signifikant i disse modellene. Resultatene antyder likevel at en økning i konsentrert eierskap, også vil redusere lederens totalkompensasjon, samt andel bonus og andel opsjoner.

I denne oppgaven ansees konsentrasjonen i eierskap å reflektere maktforholdet mellom toppledelsen og de største eierne. Vi kan derfor begrunne den negative sammenhengen med ledelsesmaktteori. Ifølge teorien vil ledergruppens makt til å influere økning i egen kompensasjon avta når graden av dominans i eierskap øker. Få, store aksjonærer vil ha større påvirkning på lønnsfastsettelse, og kan dermed holde lederlønninger lave for å øke egen

fortjeneste. Dette gjelder spesielt for private eiere, som vi også ser i figur 8 i kapittel 5.3.2. Figuren illustrerer tydelig at selskapene med lavest grad av konsentrert eierskap gir toppledelsen mer variabel lønn enn selskapene som har svært konsentrert lederskap.

Fra prinsipal-agentteori kan dominans i eierskap føre til mer overvåkning av ledelsen, og således vil eierne gi lavere variabel lønn til lederne. Med bakgrunn i agentteori forventet vi at resultatene skulle vise en negativ sammenheng mellom eierskapet til de tre største eierne og alle lønnskomponentene innenfor variabel lønn. Dette støttes av Randøy og Skaple (2007), som peker på at selskaper med dominert eierskap ikke har behov for å tildele høye lederlønninger. Det kan derfor være interessant å diskutere hvorvidt aksjonærene er institusjonelle eller private eiere, og om aksjonærene faktisk utøver aktivt eierskap. Private aksjonærer vil ha direkte insentiver til å begrense lederlønnsnivået for å øke egen fortjeneste. Institusjonelle eiere vil derimot kunne ha andre insentiver som påvirker lederlønningene, som for eksempel interesser i konkurrerende organisasjoner eller hos leverandører. De institusjonelle eierne har gjerne et annet perspektiv på hvor i verdikjeden det er ønskelig med verdiskapning. I selskaper med statlig eierdominans vil lønnsnivået kunne påvirkes av statens perspektiver knyttet til samfunnsøkonomisk vekst. Vi må derfor ta hensyn til dette aspektet når vi analyserer faktorer for fastsettelse av topplederlønningene.

Bebchuk, Fried og Walker (2002) utarbeidet en artikkel som ser på ledelsesmaktteoriens virkninger, opp mot prinsipal-agentteoriens bruk av optimale kontrakter. Prosessene ved lønnsforhandlinger ble analysert i utvalgte selskaper, og de kom frem til at faktiske forhold differensierer seg fra implikasjonene til agentteorien. De hevdet at topplederne virket å ha avgjørende forhandlingsmakt, som førte til kapring av ufortjent store utbetalinger, i stedet for at forhandlingene ble gjort ved å ta utgangspunkt i armlengdeprinsippet. Deres resultater viser at drivkreftene for fastsettelse av kompensasjon, slik ledelsesmaktteorien forklarer, henger i tråd med hvordan fastsettelsen skjer i praksis. Grunnen til at de mener at optimale kontrakter ikke fungerer på en god nok måte i praksis, er at markedskreftene er for svake. Når disse ikke fungerer som ønskelig, kan det oppstå forhandlinger som fører til at sterke ledere vil kunne påvirke svakere styre til å øke egen kompensasjon. I tråd med våre resultater, vil ledelsen ha større makt til å påvirke lønnsforhandlinger når selskapets eiere består av mange, små aksjonærer. Våre analyser samsvarer med tidligere undersøkelser på området (Randøy & Skaple (2007); Hagen & Weltz (2014), som begge dokumenterer en negativ relasjon mellom nivå på topplederlønninger og grad av eierkonsentrasjon.



### 6.1.3 Ln antall ledere

Fra kapittel 5.3.3 fant vi at variabelen antall ledere er inkludert i regresjonsmodellene for totalkompensasjon, andel langtidsinsentiver og andel aksjer. Variabelen har en negativ påvirkning på totalkompensasjonen. Antall ledere er positivt signifikant med andel aksjer, som betyr at bruk av aksjeprogrammer er mer utbredt i selskaper med store ledergrupper.

Funnene våre indikerer at større ledergrupper fører til økning i andel aksjer. For å trekke frem et eksempel beskriver Equinor at målsetting ved å bruke langtidsinsentiver skal: «styrke det langsiktige interessefellesskapet mellom selskapets øverste ledere og aksjonærer, samt beholde ansatte i nøkkelstillinger». Equinors ledergruppe består av 11 ledere og utøver et aksjeprogram med en gjennomsnittlig utbetaling på kr 425 000 per leder. Å styrke et langsiktig interessefellesskap kan være viktig for Equinor da de har en stor ledergruppe, og desto viktigere er det å tilrettelegge for at ledelsen jobber mot felles mål sammen med aksjonærene, slik at selskapet kan levere gode resultater. Dette er i tråd med prinsippal-agentperspektivet der eierne kan sørge for høy innsats ved å innføre optimale, insentivkontrakter i form av for eksempel aksjebasert avlønning. Å utarbeide kompliserte lønnspakker kan være svært tidskrevende og krever mye ressurser, og synes derfor å være mer aktuelt å utarbeide når ledergruppen er stor.

Totalkompensasjon og antall ledere har ikke en signifikant sammenheng, men resultatene våre viser en svak antydning på at totalkompensasjonen reduseres når antall ledere i selskapet øker. Dette kan vi se i figur 10 i kapittel 5.3.3, som viser hvordan kurven til totalkompensasjonen beveger seg når antall i ledergrupper blir større. Kurvens toppunkt er i kategori 3, hvor ledergruppen består av 11-15 personer. Ledelsesmaktteori tar for seg maktforholdet mellom toppledelsen og eierne, hvor mer makt til ledelsen kan føre til høyere lønnskompensasjoner. Vi finner denne teorien interessant i forhold til størrelse på ledergruppen. Kurven stiger fra kategori 1 til kategori 3, som kan ha en sammenheng med ledelsesmaktteori, i form av at store ledergrupper får mer makt til å påvirke egen totalkompensasjon. Ledergrupper med veldig få personer, kan ha problemer med å dominere maktforholdet. Fra regresjonsanalysene fant vi at totalkompensasjonen reduseres når antall ledere er høyt, og dette kan reflekteres i figuren hvor kurven får en bratt, negativ helning, når ledergruppen går fra kategori 3 til kategori 4. I kategori 4 har vi ledergrupper på 16 - 20 personer. Resultatene våre antyder derfor at de største ledergruppene i utvalget har lavere totalkompensasjon, enn ledelsen innenfor kategori 2. Dette kan forklares av at når det er store ledergrupper, vil ikke alle lederne være like viktige

for selskapet, som gjør at gjennomsnittlig lønnsnivå synker. Dette samsvarer med våre forventninger.

#### **6.1.4 Kjønnfordeling**

Kjønnfordeling viser hvor mange menn som er i toppledelsen. Som nevnt i kapittel 5.3.4, fant vi at kjønnfordeling er inkludert i alle regresjonsmodellene, utenom modellen for andel bonus når vi ikke kontrollerer for bransjer. Variabelen er signifikant med andel langtidssinsentiver, andel aksjer og totalkompensasjonen når det ikke kontrolleres for bransjer. Når vi kontrollerer for bransjer, er andel bonus og andel opsjoner utelatt. Variabelen er bare positiv signifikant med andel aksjer når vi kontrollerer for bransjer. En potensiell effekt av å kontrollere for bransjer er at vi ikke kan vurdere variabelens betydning. Når vi kontrollerer for bransjer, får kjønnfordeling lavere forklaringskraft. Dette kan komme av at noen bransjer er mer mannsdominerte enn andre, slik at bransjevariabelen fanger opp forskjellene i kjønnfordeling. Resultatene viser altså at toppledelser som består av flere menn enn kvinner, har høyere bruk av langtidssinsentiver i form av aksjer.

Analysene våre viser at kvinner er dårlig representert i ledergruppen på selskaper på Oslo Børs. Mye av dette kan skyldes at kvinner historisk sett velger yrker innenfor sosialfag som sykepleiere og lærere istedenfor de mannsdominerende yrkene, som nevnt i kapittel 3.2. Kvinner som har valgt yrker innenfor andre fagfelt stagnerer gjerne karrieremessig, med tanke på forfremmelser grunnet prioriteringer av familie og andre omsorgsoppgaver. En annen faktor som kan ha innvirkning, er at menn kan være mer villig til å bytte jobb. Ved å bytte jobb følger normalt også et lønnsløft. Analysen viser som nevnt i kapittel 5.3.4 at kvinnene som er inkludert i vårt datasett blir lite kompensert med aksjer og opsjoner. Som nevnt i kapittel 5.2.3, viste studien til Mazei et al., (2015) at menn i snitt oppnå bedre økonomiske resultater i forhandlinger, enn kvinner. Dette kan tyde på at menn er mer forhandlingsorienterte på egne vegner enn kvinner, og ønsker å bruke aksjer og opsjoner for å få høyere lønn. Bransjer med mannsdominerte ledergrupper er mer utsatt for ledere som ønsker å forhandle seg til høyere kompensasjon. Ved å forhandle for bruk av langtidssinsentiver kan ledere argumentere for insentiveffekter istedenfor lønnsnivå. Kvinner kan være svakere i forhandling på egne vegner, fordi de er mer styrt av følelser og styrer under usikkerhet, noe som kan føre til et ønske om sikker fastlønn i stedet for avlønning som er resultatbasert.

Våre analyser viser at toppledelser som er mannsdominert tenderer å anvende mer aksjeprogram. Kjønnfordeling har som nevnt ikke en signifikant sammenheng med andel langtidsinsentiver når vi kontrollerer for bransjer, og dette kan også forklares ved at det er relativt få selskaper som anvender disse insentivprogrammene ved fastsettelse av kompensasjon (se tabell 8).

### **6.1.5 Statlig eierskap**

Statlig eierskap har som vist i kapittel 5.3.5, en sterk sammenheng med totalkompensasjon og andel aksjer i regresjonsanalysene, både når vi kontrollerer og ikke kontrollerer for bransjer. Resultatene våre slår dermed fast at totalkompensasjonen og andel aksjer øker når staten er betydelig eier. Selv om sammenhengen ikke er signifikant, ser vi en svak tendens til at andel variabel lønn, andel bonus og andel langtidsinsentiver går opp i statligeide selskaper, og at andel opsjoner reduseres. Vi har tidligere i kapittel 3.3, nevnt retningslinjene tilknyttet lederlønninger i selskaper som er eid av staten. I disse retningslinjene legges det til rette for bruk av aksjeprogrammer, men forbud mot bruk av opsjonsbasert avlønning. Resultatene tilknyttet langtidsinsentiver samsvarer dermed med det som i forkant av analysene var forventet.

Som nevnt i kapittel 5.2.5 topper lederne i statligeide selskaper lønnsstatistikken (Gitmark, 2015). Bakgrunnen for dette kan stamme fra flere forklaringer som for eksempel selskapsstørrelse. De største selskapene på Oslo Børs er de hvor staten har betydelig eierandel. Derfor kan det være vanskelig å vurdere om statlig eierskap er av stor betydning ved høy avlønning, da disse selskapene kan tenkes å tilby store lønnspakker fordi de er store, og ikke fordi de er statlige. De statlige retningslinjene for lønn kan også ha bidratt til å stimulere bruk av variabel lønnskompensasjon, og på denne måten gjort utbredelsen av bonus- og aksjebasert avlønning mer akseptable. På denne måten kan staten ha bidratt til å standardisere bruken av variabel avlønning på et høyere nivå enn hva det muligens ellers ville bli lagt. Eksempler på statligeide selskaper er Yara, Norsk Hydro og DNB. Disse er både av de største selskapene i vårt utvalg, samtidig som de ligger i toppen ved variabel avlønning og totalkompensasjon. Vi må derfor ta forbehold om at det kan foreligge andre faktorer enn statlig eierskap som påvirker fastsettelse av topplederlønningene.

### 6.1.6 Ln selskapsalder

Ln selskapsalder har som nevnt i kapittel 5.3.6, en sterk negativ sammenheng med andel variabel lønn og andel bonus i regresjonsanalysene hvor vi ikke kontrollerer for bransjer. Når vi kontrollerer for bransjer ser vi en sterk negativ sammenheng med andel aksjer. Analysene våre predikerer derfor at yngre selskaper har høyere andel variable lønnelementer, enn eldre selskaper.

For variabel avlønning kan det være interessant å diskutere hvordan yngre selskaper utarbeider lønnsstrukturer. Unge selskaper i oppbygningsfasen kan finne det gunstig å bruke bonus som en betydelig del av totallønnen, fordi dette gir selskapet fleksibilitet etter hvert som selskapet utvikler seg. Det kan foreligge et behov for sterke insentiver i oppstartsfasen, samt tilpasning etter hvordan selskapet utvikler seg. Totalt sett innebærer bruk av resultatbasert bonus mindre risiko for selskapet. Vi finner det derfor holdbart at andelen variabel lønn går opp i yngre selskaper. Bragelien (2003) peker på populariteten av aksjer og opsjoner som avlønning i selskaper som er under oppbyggingsfasen. Disse selskapene bruker langtidsinsentivprogrammer for å trekke til seg kompetent arbeidskraft, samtidig som de unngår å utbetale høy lønn i oppstartsårene.

Våre forventninger tilknyttet selskapsalder samsvarer med resultatene våre, til dels på grunn av at vi i forkant antok at de yngste selskapene skulle være mindre i størrelse, enn de eldste selskapene. I figur 13 i kapittel 5.3.6, fremstilles nettopp dette. Av figuren ser vi at de 30 prosent yngste selskapene er omlag 300 prosent mindre enn de 30 prosent eldste, målt i omsetning. Tabell 9 i kapittel 5.1.2, viser også en positiv korrelasjon mellom størrelse og selskapsalder. Dette støtter vår diskusjon om at yngre, små selskaper kan ha insentiver til å utforme en lønnsstruktur med en høyere andel variabel lønn, enn veletablerte selskaper som er store og gamle. Unge, mindre selskaper har ikke like mye ressurser som de eldre, store selskapene, og derfor ser vi at det vil være gunstig for de yngste selskapene å anvende høyere andel variabel lønn i totalkompensasjon.

Bragelien (2018) viser til at utforming av bonusordninger er et relativt nytt fenomen, som ble innført i Norge først på 1990-tallet. De 30 prosent eldste selskapene i utvalget ble stiftet før 1990, og vi antar dermed at majoriteten av disse ikke hadde noen form for resultatbasert, variabel avlønning i sine første leveår. At disse selskapene har en lavere andel bonus i dag, i forhold til yngre selskaper kan bety at de har hatt en velfungerende lønnsstruktur, som ikke

har hatt behov for store endringer. På bakgrunn av dette har de beholdt gamle vaner, som de har tatt med seg inn i nyere tider. Yngre selskaper kan derimot ha tendenser til å eksperimentere med ulike lønnelementer, for å prøve ut hva som fungerer og ikke fungerer i deres virksomhet.

### **6.1.7 Gjeldsgrad**

Gjeldsgrad presenterer forholdet mellom egenkapital og gjeld, og viser hvor stor andel av egenkapital som er knyttet opp mot selskapets gjeld. Fra kapittel 5.3.7 ser vi at variabelen gjeldsgrad er inkludert i alle modeller, foruten modellen for andel bonus. Resultatene våre viser at det er en sterk, negativ sammenheng mellom nivå på gjeldsgrad og andel variabel lønn og andel langtidsinsentiver (både andel opsjoner og andel aksjer), når vi ikke kontrollerer for bransjer. For andel langtidsinsentiver og andel aksjer, gjelder dette også nå vi kontrollerer for bransjer. Videre antydes det en svak, negativ ikke-signifikant påvirkning på totalkompensasjonen, andelen variabel lønn og andelen opsjoner, når det kontrolleres for bransjer. Vi ser derfor at når vi kontrollerer for bransjer, får gjeldsgrad lavere forklaringskraft. En potensiell effekt av å kontrollere for bransjer er at vi ikke kan vurdere variabelens betydning. Dette kan komme av at noen bransjer har høyere gjeldsgrad enn andre, slik at bransjevariabelen fanger opp forskjellene i gjeldsgrad.

Når gjeldsgraden er øker, reduseres lønnen til toppledelsen. Vi finner lite empiri på hvorfor bruken av langtidsinsentiver reduseres når gjeldsgraden øker, men antar at store långivere eller store lån begrenser bruken av denne type avlønning. En forklaring kan være at banker bruker lånerestriksjoner, som kan medføre at selskaper blir tvunget til å redusere bruken av for eksempel aksjeprogram. Videre kan reduksjon i lønnskomponentene være et resultat av at større, faste utbetalinger til låneinstitusjoner, vil gjøre kontantstrømmen som er tilgjengelig for toppledelsen mindre (Kochhar, 1996). Selskaper med høy gjeldsgrad kan dermed argumentere for dette ved fastsettelse av lønn, spesielt med tanke på at høy gjeld vil kunne føre til en høyere risikoprofil for selskapet. Funnene våre indikerer derfor at ledere i selskaper med mer lånebasert finansiering får lavere lønn, og som følge av at gjeldsgraden gjør det vanskeligere for ledelsen å kapre store utbetalinger fra selskapet. Vi ser av figur 15 at variabel lønn stiger når gjeldsgraden er over 0,9. Dette er selskaper som blant annet DNB, Norwegian Finans Holding og Gjensidige Forsikring, som alle ligger under bransjen finans, i tillegg til at de tilhører kategorien for de største selskapene i utvalget. Ifølge Levine (2004) er bankers og finansinstitusjoners forretningsdrift typisk karakterisert av høy gjeldsandel. Det kan derfor

tyde på at store selskaper, spesielt innen finans har gitt store utslag i analysene i forhold til bonusutbetaling.

### **6.1.8 Totalkapitalrentabilitet**

Vi bruker totalkapitalrentabilitet som måltall for hvordan toppledelsen presterer. Fra kapittel 5.3.8 finner vi at totalkapitalrentabilitet er inkludert i alle regresjonsmodeller, utenom modellen for andel variabel lønn. Når vi kontrollerer for bransjer, ekskluderes variabelen i modellen for andel aksjer. Resultatene våre viser en sterk, negativ sammenheng mellom totalkapitalrentabilitet og andel bonus, når analysene ikke er kontrollert for bransjer. Når vi kontrollerer for bransjer finner vi en signifikant sammenheng mellom totalkapitalrentabilitet og andel langtidsinsentiver.

Fra prinsippal-agentteori har vi at eierne tilbyr optimale insentivkontrakter for å sørge for høy innsats. Dette forventer vi vil påvirke selskapenes prestasjoner i en positiv retning. Resultatene våre viser at andel bonus stiger ved økning i totalkapitalrentabilitet. Våre funn samsvarer med det vi forventet som følge av agentteorien, der variabel lønn avhenger av prestasjoner, og hvilke resultater ledelsen skaper for selskapet og eierne. Analysene våre indikerer dermed at selskaper som gjør det bra, utbetaler mer resultatbasert lønn i form av bonus.

Resultatene våre viser også en negativ, signifikant sammenheng mellom bruk av langtidsinsentiver og størrelsen på totalkapitalrentabilitet. Dette er kun gjeldene når vi kontrollerer for bransjer. Dette indikerer at selskaper med dårlige resultater, gir mer variabel lønn i form av langtidsinsentivprogrammer, enn i bonus. Funnene er i tråd med våre forventninger om at selskaper med negative resultater, har det vanskeligere for å utbetale kontantbaserte ytelser som bonus. I stedet kan selskapene tildele ledergruppen opsjoner som kan øke i verdi, dersom ledernes prestasjoner fører til bedre lønnsomhet for selskapet i fremtiden. Dette vil øke aksjekursen, som igjen øker opsjonsverdien. Dette forholdet relateres til klassisk agentteori, hvor hensikten med insentivbasert kompensasjon, er at lederen skal handle i tråd med aksjonærenes interesser.

Fra et ledelsesmaktperspektiv vil lederens makt være vesentlig for avlønning. Ledere som har stor makt, kan i større grad kapre høyere avlønning i form av å påvirke for eksempel tildelingsverdi av opsjoner, eller selvet taket på langtidsinsentivprogrammet. Om en leder har stor nok makt, kan han eller hun påvirke styret i en retning som gir eksempelvis 50 prosent

flere opsjoner, enn en leder med lav grad av makt. I dette tilfellet er det bare behov for at lederen oppnår halvparten av aksjeavkastningen, for å fremdeles få samme gevinst som lederen med lav makt og færre opsjoner (Hagen & Weltz, 2014)

Av teorien som omhandler variabel lønn forventes det at lønn påvirkes av prestasjoner. Utover det vi har sett på i teorien, viser funn fra tidligere empiriske studier likheter med våre resultater. Randøy og Skalpe (2007) fant i sin undersøkelse at lønnskompensasjon blant annet kunne forklares av selskapets resultater, og at dette gjaldt spesielt for nivået på bonus og aksjeopsjoner. Hagen og Weltz (2014) sin studie om toppleder kompensasjon fant, i likhet med våre resultater, ingen signifikant støtte for at total kapitalrentabilitet har en påvirkning på total kompensasjonen, men de fant derimot at total kapitalrentabilitet kunne forklare resultat kompensasjon, som i vår studie tilsvarer andel bonus. Ke, Petroni og Sadieddins (1999) forskningsstudie forklarer forholdet mellom topplederlønninger og selskapets finansielle prestasjoner. Deres funn viste en klar sammenheng mellom avkastning på total kapitalrentabiliteten og nivået på lønnskompensasjon for børsnoterte selskaper.

## 6.2 Oppsummering

I dette kapittelet har vi diskutert funnene fra kapittel 5, og knyttet disse opp mot økonomisk teori og empiri. Selskapsstørrelse er faktoren som er av størst betydning for alle lønnskomponentene i vårt utvalg, noe som samsvarer med andre studier, både nasjonalt og internasjonalt (Randøy & Skalpe, 2010; Oetomo & Swan, 2002). Dette knyttes til ledelsesmaktteori i form av at leder har mer makt til å påvirke egen avlønning, i større selskaper. Fra et prinsippal-agentperspektiv har selskapsstørrelse påvirkning på andel langtidsinsentiver, i form av at insentivkontrakter fører til høy innsats hos leder. Større selskaper gi mer langtidsinsentiver. Fra humankapitalteori skyldes sammenhengen mellom nivået på lønnskomponentene og selskapsstørrelse, at store selskaper mer ressurser til å utarbeide lønns pakker som å tiltrekke talentfulle ledere.

De tre største eierne har negativ effekt på variabel lønn, som betyr at konsentrert eierskap (få, store aksjonærer) reduserer variabel avlønning. Dette ser vi også en svak tendens av for total kompensasjonen. Fra et ledelsesmakt perspektiv skyldes dette at høy grad av eierkonsentrasjon betyr mer makt til eierne. At variabel avlønning reduseres kan tolkes i lys av prinsippal-agent teoriens perspektiver, hvor dominans i eierskap kan øke grad av overvåkning, slik at behovet for variabel avlønning avtar. Når antall ledere har en sterk positiv

påvirkning på andelen langtidsinsentiver og andelen aksjer. Å utarbeide kompliserte lønnsstrukturer kan derfor synes å være mer aktuelt å bruke ressurser på når ledergruppen er tilstrekkelig stor. Når det er mange menn i ledergruppen, viser kjønnsfordeling at totalkompensasjonen, andel langtidsinsentiver og andel aksjer går opp. Sammenhengen kan forklare av Mazei et al., (2015) sine resultater der menn oppnår bedre økonomiske resultater i forhandlingssituasjoner enn kvinner.

Når selskapet er eid av staten stiger totalkompensasjon og andel aksjer, og sammenhengen vil i stor grad skyldes at de statligeide selskapene gir høy lønn fordi de er store. Grunnen til at statlig eierskap har betydning for andel aksjer, kan komme av forbudet mot bruk av opsjoner for disse selskapene. Videre indikerer resultatene våre at yngre selskaper bruker mer variabel avlønning enn eldre selskaper. Selskaper i oppstartsfasen kan ha behov for å eksperimentere hvilken lønnsstruktur som fungerer og ikke. Vi må også ta høyde for at størrelse kan påvirke effekten av denne variabelen. Selskaper med høy gjeldsgrad reduserer samtlige lønnskomponenter (ingen effekt på andel bonus) som inkluderer variabelen. Høy gjeldsgrad kan tyde på lånerestriksjoner fra store lånerådgivere, og at høy gjeld minimerer tilgjengelig kontantstrøm til leder. Selskaper som presterer dårlig (lav total kapitalrentabilitet) bruker mer langtidsinsentiver, som fra et ledelsesmaktperspektiv kan tyde på at lederne i disse selskapene har stor nok makt til å sikre seg stort antall opsjoner, slik at han eller hun ikke er avhengig av å sørge for best mulig resultater i selskapet for å oppnå store gevinster i opsjonsbasert lønn. Motsatt vil selskaper som presterer bra gi høyere avlønning i form av bonus, i likhet med våre forventinger, samt tidligere studier (Hagen & Welzt, 2014; Randøy & Skalpe (2007).

I neste kapittel avslutter vi utredningen med en konklusjon som besvarer problemstillingen, samt forslag til videre forskning.



## 7.0 Avslutning

Dette kapittelet tar for seg utredningens konklusjon og forslag til videre forskning. I konklusjonen trekker vi frem hvilke faktorer som påvirker de ulike lønnskomponentene for å svare på utredningens problemstilling.

### 7.1 Konklusjon

Utredningens formål var å kartlegge hvilke faktorer som påvirker lønnsstrukturer til ledende ansatte i børsnoterte selskaper. Datamaterialet består av 103 selskaper, med utgangspunkt i 14 forklaringsvariabler, hvor ln omsetning, tre største eiere, antall ledere, statlig eierskap, gjeldsgrad, ln selskapsalder, kjønnsfordeling og totalkapitalrentabilitet ble valgt ut i videre analyser.

Vi har presentert økonomisk teori og empiri, som sammen med resultatene våre kan besvare oppgavens problemstilling:

*«Hva er de viktigste faktorene for fastsettelse av topplederkompensasjon for norske børsnoterte selskaper?»*

For å svare på problemstillingen presenteres de ulike lønnskomponentene hver for seg, hvor vi beskriver hvilke faktorer som forklarer bruken av lønnskomponenten. Vi starter med å forklare hva som påvirker andelen variabel lønn, etterfulgt av andelen bonus og andelen langtidsinsentiver. Videre forklares bruk andelen aksjer og andelen opsjoner. Avslutningsvis forklares totalkompensasjonen.

*Andel variabel lønn*

*Selskapsstørrelse* har positiv signifikant påvirkning på andel variabel lønn, og *eierkonsentrasjon* har negativ påvirkning. Omsetning er brukt som mål på selskapets størrelse, og vi ser tydelig fra våre analyser at bruken av variabel lønn er mer anvendt i selskaper vi har definert som store. Disse selskapene er mer ressurssterke enn mindre selskaper, som kan tillate dem å utarbeide mer kompliserte lønnsstrukturer. I tråd med ledelsesmaktteori har ledere større makt i store selskaper, som fører til høyere utbetalinger til ledergruppen. Fra et prinsippal-agentperspektiv vil variabel avlønning øke, fordi effekten av optimale kontrakter forsterkes i store selskaper. Når de *tre største aksjonærene* i et selskap eier mye, reduseres bruken av variabel avlønning. Negativ signifikant påvirkning ved dominert eierskap, kan

forklares av at et konsentrert eierskap bremser store utbetalinger. Ifølge ledelsesmaktteori vil få, store eiere ha dominerende makt over lederne, og har følgelig større påvirkning i fastsettelse av lederkompensasjon. Store eiere vil ha insentiver til å holde lederlønnene på et relativt lavt nivå for å øke egen profitt. Fra et prinsipal-agentteoretisk perspektiv vil store aksjonærer kunne overvåke ledelsen i større grad, som igjen kan resultere i redusert variabel lønn for ledergruppen. *Størrelse og dominans i eierskap* viser en sterk sammenheng med andelen variabel lønn.

*Gjeldsgrad* og *selskapsalder* har sterk påvirkning på andel variabel lønn, når vi ikke kontrollerer for bransjer. Økt *gjeldsgrad* reduserer andel variabel lønn, som kan komme av at store utbetalinger til låneinstitusjoner minimerer tilgjengelig kontantstrøm for ledergruppen. Resultatene våre viser at eldre selskaper har mindre variabel avlønning. Unge selskaper under oppbyggingsfase kan ha behov for fleksibilitet, samt å eksperimentere med ulike lønnsstrukturer. Selskapsalder slår sterkt ut, som kan ha bakgrunn i at variabelen korrelerer med størrelse, som er en svært viktig faktor for andel variabel lønn.

#### *Andel bonus*

Selskapets *omsetning* har en positiv signifikant påvirkning på andel bonus. Diskusjonen ved andel variabel lønn og omsetning gjelder her også, så den vil ikke bli repetert. Modellen for andel bonus predikerer at høyere *selskapsalder* reduserer bruken av bonus når vi ikke kontrollerer for bransjer. Bonusordninger er et relativt nytt fenomen, som kan begrunne hvorfor vi ser mer bonus i de yngste selskapene, kontra de eldste. Eldre selskaper hadde ikke bonusordninger før 1990-tallet, og resultatene våre tyder dermed på at disse selskapene bærer preg av å holde på gamle lønnsstrukturer, og har en lavere andel bonus enn yngre selskaper. *Totalkapitalrentabilitet* måler selskapets resultater. Variabelen har en positiv effekt på andel bonus. Fra agentteori har vi at eierne utarbeider resultatbaserte lønnsvilkår, for å stimulere til høy innsats. Andel bonus går derfor opp når ledelsen leverer gode resultater. Fra et ledelsesmaktperspektiv, tyder resultatene våre på at ledere som er sterke i lønnsforhandlinger har hatt innflytelse på fastsettelsen av bonus, og kan ha argumentert for større bonus på grunn av insentiveffekter og motivasjon for å lede selskapet på en best mulig måte.

#### *Andel langtidsinsentiver*

Langtidsinsentiver inkluderer aksjer og opsjoner. *Omsetning* har sterk påvirkning på andel langtidsinsentiver, og vi viser til forklaringen ved andel variabel lønn. Andel

langtidsinsentiver øker når det er flere ledere i ledergruppen, når vi ikke kontrollerer for bransjer. Andel langtidsinsentiver øker når *antall ledere* går opp, som kan forklares av at det er ønskelig å skape et felles mål for både ledelsen og eierne, for å øke selskapets verdiøkning. Når lederen tildeles aksjebasert avlønning forventes det basert på agentteori, at leder og eier får sammenfallende interesser. Dette kan være spesielt viktig når ledergruppen er stor. Å inkludere langtidsinsentiver i lønnsstrukturen krever en del ressurser, og kan derfor være mer hensiktsmessig å bruke tid på i større ledergrupper.

Selskaper med høy *gjeldsgrad* reduserer bruk av langtidsinsentiver, som kan tyde på at långivere kan ha restriksjoner som gjelder bruk av aksjer og opsjoner, eller at tilgjengelig kontantstrøm er for liten. *Kjønnsfordeling* har en sterk påvirkning på andel langtidsinsentiver. Mannsdominerte ledergrupper får mer langtidsinsentiver, som kan komme av at menn er mer forhandlingsorienterte enn kvinner. Dette kan føre til at menn kaprer høyere avlønning i form av langtidsinsentiver. Kvinneandelen i utvalget er relativt liten, og det er derfor vanskelig å fastslå effekten av antall menn i ledelsen.

#### *Andel aksjer*

Andel aksjer har en sterk sammenheng med *omsetning*, *antall ledere*, *gjeldsgrad* og *kjønnsfordeling*. Forklaringer knyttet til disse variablene er presentert ved andelen variabel lønn, og ved andelen langtidsinsentiver. Vi vil derfor ikke presentere dette ytterligere her. Videre viser våre resultater at *statlig eierskap* har en sterk positiv effekt på andel aksjer. Dette betyr at i selskaper hvor staten er betydelig eier, er bruken av aksjer større. Retningslinjene som er satt for kompensasjonen til ledere i selskaper som er eid av staten, forbyr bruk av opsjoner, men legger til rette for aksjeprogrammer. *Statligeide selskaper* bruker ikke opsjonsprogrammer, som kan forklare hvorfor variabelen får sterke utslag. En annen viktig faktor er at de fleste statligeide selskaper i vårt utvalg er kategorisert som store selskaper. Størrelse vil ha vesentlig betydning for lønnsnivå, og vi ønsker derfor ikke å konkludere med at statlig eierskap er en avgjørende faktor andel aksjer. *Selskapets alder* har en sterk, negativ sammenheng med andel aksjer. Presentasjonen rundt bruk av aksjer og selskapsalder, er lik forklaringen for andel bonus.

#### *Andel opsjoner*

Variablene *omsetning* og *gjeldsgrad* har sterk betydning for andel opsjoner. Store selskaper har mer bruk av opsjoner i lønnsstrukturen, og selskaper med høy gjeldsgrad reduserer andel

opsjoner. Disse variablene er allerede presentert tidligere i konklusjonen, under andel variabel lønn og andel langtidsinsentiver. Når vi kontrollerer for bransjer finner vi ingen signifikante sammenhenger, som gjør det vanskelig å konkludere for hvilke faktorer som påvirker bruk av opsjonsprogrammer.

### *Totalkompensasjon*

Totalkompensasjon er sterkt påvirket av *omsetning, statlig eierskap og kjønnsfordeling*. Desto større selskapet er, jo større totale utbetalinger får lederne. Dette henger i tråd med resultatene som viser til at selskapsstørrelse øker andelen variabel lønn, andelen bonus, andelen langtidsinsentiver, andelen aksjer og andelen opsjoner. Store selskaper er svært ressurssterke, som muliggjør både kompliserte og generøse lønnsmodeller. At variabel lønn øker når selskaper er stort, stemmer overens med prinsippal-agentteori. Videre forklarer ledelsesmaktteori at ledere med makt kan forhandle seg til at lønn tilknyttes størrelse, fremfor resultater. Dersom ledere lykkes med dette, kan selskapsstørrelse forklare høy avlønning. Fra humankapitalteori, har vi at selskaper bruker lønn for å tiltrekke og beholde kompetente og talentfulle ledere. De største selskapene har derfor mulighet til å tilby de mest attraktive lønnsprogrammene, fordi de har store nok ressurser til å gi høy lønn, i tillegg til kompliserte lønnsstrukturer. At selskaper som er eid av staten gir høyere totalkompensasjon antar vi at er fordi disse selskapene er av de største i utvalget, og ikke fordi de er statlige. Vi vil derfor ikke konkludere med at statlig eierskap har stor betydning for totalkompensasjonen.

Kjønnsfordeling forklarer at totalkompensasjonen øker i mannsdominerte selskaper. Dette knytter vi til ledelsesmaktteorien, som viser til maktbalansen mellom eier og leder. Som nevnt er menn mer forhandlingsorientert enn kvinner, noe som kan forklare forholdet mellom kjønnsfordeling og totalkompensasjon.

Våre empiriske analyser avdekker flere viktige funn om hvilke faktorer som påvirke de ulike lønnskompensasjonene i topplederlønningene i børsnoterte selskaper. Vi håper at utredningen kan bidra ytterligere til å kunne forklare ulike faktorer som har betydning for utforming av lønnsstrukturer til toppledelsen i selskaper på Oslo Børs.

## **7.2 Forslag til videre forskning**

Utrednings tema er bredt, og kan analyseres på mange måter. Vi fokuserer på hvordan kompensasjonspakken utarbeides, og tar ikke hensyn til hvordan den fungerer. Det er mangfoldige variabler som kan analyseres ved problemstillinger knyttet til

topplederkompensasjon. I videre forskning kan det være interessant å samle inn informasjon om flere forklaringsvariabler, for å undersøke om det er andre faktorer som har større betydning for fastsettelse av lønn til toppledelsen. En kan også inkludere pensjon og naturallytelser i total kompensasjonen.

Det kan også være interessant å inkludere våre resultater i en longitudinell studie i årene fremover, for å analysere utvikling og endring i hva som bestemmer utarbeidelsen av lønnsstrukturen. I 2017 var langtidsinsentiver brukt i relativt liten grad i vårt utvalg, og det hadde vært særlig spennende å følge med på utvikling av akkurat denne typen avlønning. Videre vil det være spennende å undersøke om det finnes forskjeller i lederlønninger hos børsnoterte selskaper og selskaper som ikke er børsnotert.

## 8.0 Litteraturliste

Adams, J.S., L. Berkowitz, E. Hatfield & E. Walster (1976). *Equity theory: Toward a general theory of social interaction?* New York, NY: Academic Press.

Allmennaksjeloven (2007). Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven). Kapittel 6. Selskapets ledelse. Hentet fra:  
[https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45/KAPITTEL\\_6-2#KAPITTEL\\_6-2](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45/KAPITTEL_6-2#KAPITTEL_6-2)

Asche, A. L., Solberg, E. R. (2017). *Topplederlønn i Norge. Siviløkonomiutredning*. Norges Handelshøyskole, Bergen. Hentet fra: <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/2486413/master2017.PDF?sequence=1&isAllowed=y>

Baker, G., & Hall, B. (2004). CEO Incentives and Firm Size. *Journal of Labor Economics*, 22(4), 767-7

Berle, Ø., Belsom, E., Strønen F., H. (2009). Er opsjonslønn for ledere bra for eierne i norske selskaper? *Magma*

Bakken, I., J. (2009) *Multipel lineær regresjon*. Enhet for anvendt klinisk forskning, NTNU. Avdeling for forebyggende helsearbeid, SINTEF. Trondheim

Bebchuck, L., Fried J., Walker, D. (2002) *Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation*. Harvard Law School. Paper 366.

Bebchuk, L., & Fried, J. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.

Bebchuk, L., & Fried, J. (2004). Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. *European Business Organization Law Review*, 7(3), 753-763.

Becker, G. (1962). Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis. *Journal of Political Economy*, 70(5, Part 2), 9-49

Bognanno, M. L. (2014). Efficient markets, managerial power, and CEO compensation. IZA World of Labor.

Bragelien, I. (u.d) forelesningsplansjer

Bragelien, I. (2003). Bruk av lønn som styringsinstrument: Hvorfor så mange mislykkes. *Magma*.

Bragelien, I. (2005). 10 bonustabber - Hvordan lære av teori og praksis? *Praktisk økonomi & finans*, 21(2), ss. 25-35 Hentet fra  
[https://www.idunn.no/pof/2005/02/1\\_bonustabber\\_hvordan\\_lere\\_av\\_teori\\_og\\_praksis](https://www.idunn.no/pof/2005/02/1_bonustabber_hvordan_lere_av_teori_og_praksis)

Bragelien, I. (2009). Lønn som belønning – i nedgangstider og etterpå. *NHH Bulletin*. Hentet fra:  
<https://openaccess.nhh.no/nhh->

[xmlui/bitstream/handle/11250/2463139/NHH%20Bulletin%202009%203.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://xmlui/bitstream/handle/11250/2463139/NHH%20Bulletin%202009%203.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

Bragelien, I. (2016). *Insentiver*. Kap. 15 i Hoff, K.G. (Red). Strategisk økonomistyring. Universitetsforlaget.

Bragelien, I. (2018). Utskjelt bonuslønn fortsatt utbredt - fordi den virker? *Magma* Hentet fra:

Cappelen A. W & Tungodden, B (2012). Insentiver og innsats. *Magma*.

Christophersen, K., (2009). *Databehandling og statistisk analyse med SPSS*, 4 utgave. Unipub forl.

Dalen, Monica (2004). Validitet og Reliabilitet i kvalitativ forskning. Hentet fra: <http://www.uio.no/studier/emner/uv/isp/SPED4010/h08/undervisningsmateriale/ValiditetReliabilitetKvalitativForskning.ppt>

Danske Bank (2011). Informasjon om aksjeopsjoner. København. Hentet fra: <https://danskebank.no/PDF/Business/MiFid/08aksjeopsjoner.pdf>

Deci, E., Koestner, R., Ryan, R., & Eisenberg, Nancy. (1999). A Meta-Analytic Review of Experiments Examining the Effects of Extrinsic Rewards on Intrinsic Motivation. *Psychological Bulletin*, 125(6), 627-668.

Ellingsen, Tore, E., & Kristiansen, Eirik Gaard, K. (2012). *Paying for staying : Managerial contracts and the retention motive*. Norwegian School of Economics, Department of Economics.

Ernst & Young (2013). Evaluering av lederlønnserklæringer for selskaper notert på OSBEX-listen på Oslo Børs, Oslo. Hentet fra: <http://wpstatic.idium.no/nues.no/2017/06/Evalueringavlederlønnerklaringerv01FINAL.pdf>

Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO Compensation. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 77. Hentet fra: SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1582232>

Gabaix, X., & Landier, A. (2007). Why has CEO pay increased so much? *Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.

Gitmark, H. (2015). Topplederlønn. Tankesmien Agenda. Hentet fra: <http://www.tankesmienagenda.no/wp-content/uploads/Policynotat-Tankesmien-Agenda-Topplederlonn.compressed-21.pdf>

Gneezy, U., & Rustichini, A. (2000). A Fine is a Price. *The Journal of Legal Studies*, 29(1), 1-17.

Greve, A. (1995). *Organisasjonsteori: Nyere perspektiver*. Oslo: Universitetsforl.

- Hagen, H., & Weltz, H. v. K. (2014). *Sammenhengen mellom topplederkompensasjon og avkastning* (Masteroppgave). Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Hall, B., & Murphy, K. (2003). The Trouble with Stock Options. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 49-70.
- Holmström, B., & Kaplan, S. N. (2001). Corporate Governance and Merger Activity. *Journal of Economic Perspectives*.
- Hull, J. C. (2015). *Options, Futures and Other Derivatives* (9. utg., s. 869). USA: Pearson.
- Jacobsen, K., Bang H. P., & Norby, R. (2005). Ledelse, måling og rapportering av intellektuell kapital. *Magma*.
- Jensen, & Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). CEO incentives-its not how much you pay, but how. *Harvard Business Review*, 68(3), 138-49.
- Johannessen, Asbjørn (2009) *Introduksjon til SPSS; 4 utgave*. Abstrakt forlag, Oslo.
- Kaufmann, A & G, Kaufmann (2015). *Psykologi i organisasjon og ledelse*. Fagbokforlaget.
- Ke, Petroni, & Safieddine. (1999). Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting performance measures: Evidence from publicly and privately-held insurance companies. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 185-209.
- Kochhar, R. (1996). Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 17(9), 713-728.
- Kristoffersen, S. (2016). Lønnsforskjeller mellom kvinner og menn vedvarer. Hentet fra: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/artikler-og-publikasjoner/lonnsforskjellene-mellom-kvinner-og-menn-vedvarer--331542>
- Lambert, R., Larcker, D., & Weigelt, K. (1993). The Structure of Organizational Incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38(3), 438.
- Lazear, E & Gibbs, M. (2007). *Personnel economics for managers*. Wiley.
- Levine, R. (2004). The Corporate Governance of Banks - a concise discussion of concepts and evidence. 3404.
- Mazei, J., Hüffmeier, J., Freund, P.A., Stuhlmacher, A.F., Bilke, L. & Hertel, G. (2015). A meta-analysis on gender differences in negotiation outcomes and their moderators. *Psychological Bulletin*, 141, 85–104.
- Murphy, K. J. (2012). Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There. Forthcoming in Handbook of the Economics of Finance.
- Murphy, K. J., & Zábojník, J. (2006). Managerial Capital and the Market for CEOs. *Queen's Economics Department Working Paper No. 1110*.



NUES (2018). Den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse. Hentet fra: [http://wpstatic.idium.no/nues.no/2018/10/NUES\\_nor\\_web\\_okt2018\\_2.pdf](http://wpstatic.idium.no/nues.no/2018/10/NUES_nor_web_okt2018_2.pdf)

Oetomo, T. & Swan, P., L. (2002) Can managerial superiority explain high executive pay in large firms? Evidence supportive of Rosen's 'cloning'hypothesis. The University of Sydney and the University of New South Wales

Oslo børs (u.d). Aksjer. Hentet fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/shares/quotelist/ose/30/all/false>

Oslo Børs (2013). Alt du trenger å vite om opsjoner, forwards & futures. Oslo. Hentet fra: <https://docplayer.me/243382-Derivater-alt-du-trenger-a-vite-om-opsjoner-forwards-futures.html>

Pindyck, R., & Rubinfeld, D. (2013). *Microeconomics* (8th ed.). Boston, Mass: Pearson.

Prendergast, C. (2002). The tenuous trade-off between risk and incentives. *Journal of Political Economy*, 110(5), 1071-1102.

Randøy, T., & Skalpe, O. (2007). Hva forklarer lederlønn i norske børsselskap? *Praktisk økonomi og Finans*.

Randøy, T., & Skalpe, O. (2007). Lederlønnsutvikling i Norge 1996-2005, FoU rapport 2/2007 Agderforskning.

Randøy, T., & Skalpe, O. (2010). Effekten av lederlønnregulering i Norge (num. FoUrapport nr.2). Agderforskning.

Regjeringen (2015). Retningslinjer for lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte i foretak og selskaper med statlig eierandel. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/1be46247e4e741c59d98bbc54e1b1d21/retningslinjer-for-lonn-og-annen-godtgjorelse.pdf>

Regjeringen ved nærings og fiskeridepartementet (2017) Statens eierberetning. Oslo. Hentet fra: [https://www.regjeringen.no/contentassets/fdcde06c8da8492a8170a61519ff5edc/eierberetning\\_2017\\_uu\\_ny\\_korrigert.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/fdcde06c8da8492a8170a61519ff5edc/eierberetning_2017_uu_ny_korrigert.pdf)

Statistisk Sentralbyrå (2018). *Kjønnsfordeling blant ledere (20-66 år) 2017*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/likestilling>

Statistisk Sentralbyrå (2019) Hentet fra: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/lonnansatt/aar>

Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., & Gomez-Mejia, L. R. (2000). How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, XXVI(2), 301-339.

Verdipapirhandelloven. (2007). Lov om verdipapirhandel av 29 juni 2007. Hentet fra: [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL\\_1-2#KAPITTEL\\_1-2](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL_1-2#KAPITTEL_1-2).

Visma (2017). IFRS. Hentet fra:  
<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/i/ifrs/>

Vormestrand, Ø. (2006). *Opsjonsprising*. (Masteroppgave). Norges Handelshøyskole, Bergen.  
Hentet fra:  
<https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/167517/Vormestrand%20Oystein%202006.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Quinlan, C., Zikmund, W., Babin, B., Carr, J., & Griffin, M. (2019). *Business research methods* (Second ed.). Andover.

## 9.0 Vedlegg

Utvalg av variabler. Tar ut en og en variabel helt til alle variabler har en p-verdi på under 0,4.

### Ikke kontrollerer for bransjer

#### Totalkompensasjon

Totkomp	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNOms17	671597.6	112163.3	5.99	0.000	421682.2	921513.1
ln_Antalled	-396609.3	420499.5	-0.94	0.368	-1333540	540321.9
ln_alder	-141862.8	120454.4	-1.18	0.266	-410251.9	126526.3
Kjønnsfordeling	1841936	937535.3	1.96	0.078	-247022.6	3930895
Trestorste	-1193432	1037393	-1.15	0.277	-3504888	1118025
Gjeldsgrad	-100647.6	57450.71	-1.75	0.110	-228655.7	27360.6
TKR	-1382410	1327740	-1.04	0.322	-4340799	1575980
Eierskap	1947378	737900.7	2.64	0.025	303233.3	3591524
VekstO	-220131.8	366844.2	-0.60	0.562	-1037512	597248.1
_cons	-1.09e+07	1985569	-5.49	0.000	-1.53e+07	-6486529

Tabell 19 - Utvalg av variabler Totalkompensasjon ikke kontrollerer (1)

Totkomp	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNOms17	681096	117215.8	5.81	0.000	419922.9	942269.1
ln_Antalled	-425686.4	437660.3	-0.97	0.354	-1400854	549481.6
ln_alder	-132949.4	109113.3	-1.22	0.251	-376069	110170.3
Kjønnsfordeling	1813625	975673.9	1.86	0.093	-360312.3	3987561
Trestorste	-1167480	1014546	-1.15	0.277	-3428029	1093070
Gjeldsgrad	-100288	57055.91	-1.76	0.109	-227416.5	26840.52
TKR	-1501916	1224590	-1.23	0.248	-4230472	1226640
Eierskap	1938727	732987.2	2.64	0.025	305529.8	3571924
_cons	-1.11e+07	1832589	-6.06	0.000	-1.52e+07	-7019749

Tabell 20 - Utvalg av variabler Totalkompensasjon ikke kontrollerer (2)

## Andel variabel lønn

andel_Variabe~n	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNoms17	.048611	.0138715	3.50	0.006	.0177033	.0795186
Vekst0	.0178441	.0780988	0.23	0.824	-.1561709	.1918591
ln_Antalled	.0367275	.0425764	0.86	0.409	-.0581385	.1315935
ln_alder	-.0278124	.0099785	-2.79	0.019	-.0500459	-.005579
Kjønnsfordeling	.1785619	.1124477	1.59	0.143	-.0719872	.429111
Trestorste	-.1496729	.0993498	-1.51	0.163	-.371038	.0716922
Gjeldsgrad	-.0149956	.0078088	-1.92	0.084	-.0323948	.0024035
TKR	-.1076458	.1514627	-0.71	0.494	-.4451258	.2298342
Eierskap	.041774	.0811971	0.51	0.618	-.1391443	.2226924
_cons	-.861305	.2884974	-2.99	0.014	-1.504117	-.2184926

Tabell 21 - Utvalg av variabler andel variabel lønn ikke kontrollerer (1)

andel_Variabe~n	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNoms17	.047841	.0139296	3.43	0.006	.016804	.078878
ln_Antalled	.0390845	.0434983	0.90	0.390	-.0578357	.1360047
ln_alder	-.028535	.0111005	-2.57	0.028	-.0532685	-.0038014
Kjønnsfordeling	.1808569	.1167815	1.55	0.153	-.0793486	.4410623
Trestorste	-.1517766	.0915365	-1.66	0.128	-.3557327	.0521794
Gjeldsgrad	-.0150248	.0077118	-1.95	0.080	-.0322077	.0021581
TKR	-.0979585	.1397746	-0.70	0.499	-.4093957	.2134787
Eierskap	.0424753	.0812233	0.52	0.612	-.1385015	.2234521
_cons	-.8457121	.2751491	-3.07	0.012	-1.458783	-.2326418

Tabell 22 - Utvalg av variabler andel variabel lønn ikke kontrollerer (2)

andel_Variabe~n	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNoms17	.0491021	.0121797	4.03	0.002	.0219639	.0762402
ln_Antalled	.0419834	.0415786	1.01	0.336	-.0506595	.1346264
ln_alder	-.0279866	.0107351	-2.61	0.026	-.0519058	-.0040674
Kjønnsfordeling	.1697263	.1105374	1.54	0.156	-.0765663	.4160188
Trestorste	-.1503203	.0909407	-1.65	0.129	-.3529489	.0523083
Gjeldsgrad	-.0149401	.0080594	-1.85	0.093	-.0328977	.0030174
TKR	-.1000282	.1362561	-0.73	0.480	-.4036258	.2035694
_cons	-.8680981	.2495972	-3.48	0.006	-1.424235	-.311961

Tabell 23 - Utvalg av variabler andel variabel lønn ikke kontrollerer (3)

andel_Variabeln	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
LNoms17	.0451738	.0104227	4.33	0.001	.0219506	.0683971	
ln_Antalled	.0437105	.0447243	0.98	0.351	-.0559416	.1433625	
ln_alder	-.0272406	.011391	-2.39	0.038	-.0526214	-.0018599	
Kjønnsfordeling	.1602482	.1022819	1.57	0.148	-.06765	.3881464	
Trestorste	-.1592815	.0889061	-1.79	0.103	-.3573767	.0388137	
Gjeldsgrad	-.0146854	.0077952	-1.88	0.089	-.0320542	.0026833	
_cons	-.7816198	.1431004	-5.46	0.000	-1.100467	-.4627723	

Tabell 24 - Utvalg av variabler andel variabel lønn ikke kontrollerer (4)

### Andel bonus

andel_bonus	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
LNoms17	.0235307	.0079919	2.94	0.015	.0057236	.0413378	
VekstO	.0027901	.0480433	0.06	0.955	-.1042571	.1098374	
ln_Antalled	.0006147	.0313963	0.02	0.985	-.0693405	.0705699	
ln_alder	-.025232	.0063075	-4.00	0.003	-.039286	-.0111779	
Kjønnsfordeling	.0192796	.0856434	0.23	0.826	-.1715458	.2101051	
Trestorste	-.0864379	.0675483	-1.28	0.230	-.2369448	.0640691	
Gjeldsgrad	-.0014717	.008044	-0.18	0.858	-.0193948	.0164514	
TKR	.1002866	.0790067	1.27	0.233	-.0757512	.2763244	
Eierskap	.040389	.0480042	0.84	0.420	-.0665711	.147349	
_cons	-.2697212	.1335099	-2.02	0.071	-.5671998	.0277574	

Tabell 25 - Utvalg av variabler andel bonus ikke kontrollerer (1)

andel_bonus	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
LNoms17	.0236023	.0058171	4.06	0.002	.0106409	.0365636	
VekstO	.0030269	.0447061	0.07	0.947	-.0965844	.1026383	
ln_alder	-.0252404	.006127	-4.12	0.002	-.0388921	-.0115886	
Kjønnsfordeling	.0188821	.0812742	0.23	0.821	-.1622082	.1999723	
Trestorste	-.0867736	.0637393	-1.36	0.203	-.2287935	.0552463	
Gjeldsgrad	-.0014606	.0083153	-0.18	0.864	-.0199882	.017067	
TKR	.1000301	.0734788	1.36	0.203	-.0636908	.263751	
Eierskap	.0406303	.0467231	0.87	0.405	-.0634753	.1447359	
_cons	-.2697518	.1327032	-2.03	0.069	-.565433	.0259295	

Tabell 26 - Utvalg av variabler andel bonus ikke kontrollerer (2)

andel_bonus	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
LNOms17	.0231058	.0050952	4.53	0.001	.011753	.0344586	
ln_alder	-.0250784	.0075282	-3.33	0.008	-.0418524	-.0083044	
Kjønnsfordeling	.0184795	.0832654	0.22	0.829	-.1670473	.2040064	
Trestorste	-.0867728	.0544293	-1.59	0.142	-.2080488	.0345032	
TKR	.1029076	.0571179	1.80	0.102	-.0243589	.2301741	
Eierskap	.0402255	.0469163	0.86	0.411	-.0643105	.1447614	
_cons	-.2609247	.1134745	-2.30	0.044	-.5137616	-.0080877	

Tabell 27 - Utvalg av variabler andel bonus ikke kontrollerer (3)

andel_bonus	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
LNOms17	.0228204	.0055913	4.08	0.002	.0103623	.0352785	
ln_alder	-.0252688	.0076355	-3.31	0.008	-.0422817	-.0082558	
Trestorste	-.0872161	.0524332	-1.66	0.127	-.2040446	.0296124	
TKR	.1051546	.0539667	1.95	0.080	-.0150908	.2253999	
Eierskap	.037069	.0356917	1.04	0.323	-.0424571	.116595	
_cons	-.2380356	.1238085	-1.92	0.083	-.513898	.0378269	

Tabell 28 - Utvalg av variabler andel bonus ikke kontrollerer (4)

### Andel langtidssinsentiver

andel_LTI	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
LNOms17	.0250803	.0099872	2.51	0.031	.0028274	.0473331	
VekstO	.015054	.0358118	0.42	0.683	-.0647396	.0948476	
ln_Antalled	.0361128	.0208678	1.73	0.114	-.0103837	.0826092	
ln_alder	-.0025804	.0073291	-0.35	0.732	-.0189107	.0137498	
Kjønnsfordeling	.1592823	.0727807	2.19	0.053	-.0028832	.3214477	
Trestorste	-.0632351	.0627575	-1.01	0.337	-.2030674	.0765973	
Gjeldsgrad	-.0135239	.0036133	-3.74	0.004	-.021575	-.0054729	
TKR	-.2079324	.1457218	-1.43	0.184	-.5326209	.1167561	
Eierskap	.0013851	.0486349	0.03	0.978	-.1069803	.1097505	
_cons	-.5915839	.2273677	-2.60	0.026	-1.098191	-.0849772	

Tabell 29 - Utvalg av variabler andel langtidssinsentiver ikke kontrollerer (1)

andel_LTI	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNoms17	.0251225	.009035	2.78	0.019	.0049912	.0452538
VekstO	.0150805	.0355057	0.42	0.680	-.0640312	.0941922
ln_Antalled	.0362037	.0195118	1.86	0.093	-.0072713	.0796788
ln_alder	-.0025615	.0072178	-0.35	0.730	-.0186438	.0135208
Kjønnsfordeling	.1589162	.0743458	2.14	0.058	-.0067366	.324569
Trestorste	-.0631845	.0632739	-1.00	0.342	-.2041676	.0777986
Gjeldsgrad	-.0135211	.0036434	-3.71	0.004	-.0216392	-.005403
TKR	-.2080142	.1430653	-1.45	0.177	-.5267836	.1107551
_cons	-.5923365	.2119108	-2.80	0.019	-1.064503	-.1201699

Tabell 30 - Utvalg av variabler andel langtidssinsentiver ikke kontrollerer (2)

andel_LTI	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNoms17	.0248415	.0088236	2.82	0.018	.0051813	.0445017
VekstO	.0158987	.0353024	0.45	0.662	-.06276	.0945574
ln_Antalled	.0362616	.019319	1.88	0.090	-.0067839	.079307
Kjønnsfordeling	.1598374	.0725345	2.20	0.052	-.0017795	.3214544
Trestorste	-.0629227	.0622655	-1.01	0.336	-.2016589	.0758134
Gjeldsgrad	-.0134666	.0036594	-3.68	0.004	-.0216202	-.005313
TKR	-.2077655	.1419656	-1.46	0.174	-.5240845	.1085536
_cons	-.595503	.2094995	-2.84	0.017	-1.062297	-.128709

Tabell 31 - Utvalg av variabler andel langtidssinsentiver ikke kontrollerer (3)

andel_LTI	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNoms17	.0240948	.0087444	2.76	0.020	.004611	.0435787
ln_Antalled	.0384465	.0205178	1.87	0.090	-.0072701	.0841631
Kjønnsfordeling	.1619744	.0745378	2.17	0.055	-.0041062	.328055
Trestorste	-.0647339	.0593542	-1.09	0.301	-.1969832	.0675155
Gjeldsgrad	-.0134779	.0036047	-3.74	0.004	-.0215096	-.0054462
TKR	-.1989909	.1420791	-1.40	0.192	-.515563	.1175811
_cons	-.58256	.2044637	-2.85	0.017	-1.038133	-.1269865

Tabell 32 - Utvalg av variabler andel langtidssinsentiver ikke kontrollerer (4)

## Andel aksjer

andel_aksjer	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNoms17	.0048356	.0021883	2.21	0.052	-.0000403	.0097114
VekstO	.0005165	.0121765	0.04	0.967	-.0266145	.0276475
ln_Antalled	.0090269	.0054598	1.65	0.129	-.0031384	.0211921
ln_alder	-.0048446	.0050136	-0.97	0.357	-.0160155	.0063263
Kjønnsfordeling	.0389555	.019936	1.95	0.079	-.0054647	.0833757
Trestorste	.0097431	.0178197	0.55	0.597	-.0299617	.0494478
Gjeldsgrad	-.0035015	.0018715	-1.87	0.091	-.0076713	.0006684
TKR	-.0339494	.019918	-1.70	0.119	-.0783293	.0104306
Eierskap	.1059808	.0469537	2.26	0.048	.0013613	.2106002
_cons	-.1279012	.0534081	-2.39	0.038	-.2469018	-.0089005

Tabell 33 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (1)

andel_aksjer	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
LNoms17	.0048133	.0023989	2.01	0.073	-.0005318	.0101584
ln_Antalled	.0090951	.0040088	2.27	0.047	.0001629	.0180273
ln_alder	-.0048655	.0045964	-1.06	0.315	-.0151068	.0053758
Kjønnsfordeling	.0390219	.0197436	1.98	0.076	-.0049695	.0830133
Trestorste	.0096822	.0187083	0.52	0.616	-.0320026	.0513669
Gjeldsgrad	-.0035023	.001852	-1.89	0.088	-.0076287	.0006241
TKR	-.033669	.0202785	-1.66	0.128	-.0788523	.0115144
Eierskap	.1060011	.0464815	2.28	0.046	.0024337	.2095684
_cons	-.1274498	.0573135	-2.22	0.050	-.2551523	.0002527

Tabell 34 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (2)



andel_aksjer	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
LNoms17	.0048985	.0025098	1.95	0.080	-.0006938	.0104907	
ln_Antalled	.0082554	.0036857	2.24	0.049	.0000433	.0164676	
ln_alder	-.0049029	.0045919	-1.07	0.311	-.0151343	.0053285	
Kjønnsfordeling	.0381406	.0192186	1.98	0.075	-.0046811	.0809622	
Gjeldsgrad	-.0035109	.0018574	-1.89	0.088	-.0076494	.0006276	
TKR	-.0319758	.0186244	-1.72	0.117	-.0734736	.009522	
Eierskap	.1062918	.0468515	2.27	0.047	.0019002	.2106834	
_cons	-.1226226	.0527959	-2.32	0.043	-.2402592	-.004986	

Tabell 35 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (3)

### Andel opsjoner

andel_opsj	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
LNoms17	.0202447	.0104643	1.93	0.082	-.0030712	.0435606	
Vekst0	.0145375	.0299629	0.49	0.638	-.052224	.0812989	
ln_Antalled	.0270859	.0198614	1.36	0.203	-.017168	.0713398	
ln_alder	.0022642	.0062975	0.36	0.727	-.0117675	.0162958	
Kjønnsfordeling	.1203268	.0689329	1.75	0.111	-.0332653	.2739189	
Trestorste	-.0729781	.06275	-1.16	0.272	-.2127938	.0668376	
Gjeldsgrad	-.0100225	.0034027	-2.95	0.015	-.0176042	-.0024408	
TKR	-.173983	.1593205	-1.09	0.300	-.5289712	.1810052	
Eierskap	-.1045957	.0602851	-1.74	0.113	-.2389192	.0297278	
_cons	-.4636827	.2277875	-2.04	0.069	-.971225	.0438595	

Tabell 36 - Utvalg av variabler andel opsjoner ikke kontrollerer (1)

andel_opsj	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
LNoms17	.0196174	.0100359	1.95	0.079	-.0027439	.0419788	
ln_Antalled	.0290061	.0212942	1.36	0.203	-.0184404	.0764527	
ln_alder	.0016755	.0065089	0.26	0.802	-.0128272	.0161782	
Kjønnsfordeling	.1221965	.0708191	1.73	0.115	-.0355983	.2799913	
Trestorste	-.074692	.0604557	-1.24	0.245	-.2093958	.0600118	
Gjeldsgrad	-.0100462	.003382	-2.97	0.014	-.0175819	-.0025106	
TKR	-.1660909	.1557259	-1.07	0.311	-.5130697	.180888	
Eierskap	-.1040243	.0595616	-1.75	0.111	-.2367358	.0286871	
_cons	-.4509794	.2167034	-2.08	0.064	-.9338247	.031866	

Tabell 37 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (2)

andel_opsj	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNOms17	.0198152	.0099843	1.98	0.075	-.0024312	.0420615
ln_Antalled	.0288706	.0212746	1.36	0.205	-.0185322	.0762735
Kjønnsfordeling	.1216176	.0696484	1.75	0.111	-.0335686	.2768038
Trestorste	-.0748142	.0606557	-1.23	0.246	-.2099636	.0603351
Gjeldsgrad	-.0100821	.0034278	-2.94	0.015	-.0177197	-.0024446
TKR	-.1665303	.155513	-1.07	0.309	-.5130348	.1799742
Eierskap	-.1036665	.059634	-1.74	0.113	-.2365392	.0292063
_cons	-.4491597	.2154901	-2.08	0.064	-.9293015	.0309821

Tabell 38 - Utvalg av variabler andel aksjer ikke kontrollerer (3)

## Kontrollerer for bransjer

### Totalkompensasjon

Totkomp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNOms17	714720.4	134672.8	5.31	0.000	446861.6	982579.3
ln_Antalled	-414717.2	318834.8	-1.30	0.197	-1048867	219432.3
ln_alder	-53331.39	192849.8	-0.28	0.783	-436901.9	330239.1
Kjønnsfordeling	1498432	1066138	1.41	0.164	-622073.9	3618938
Trestorste	-1207652	881026.1	-1.37	0.174	-2959978	544673.4
Gjeldsgrad	-97064.71	64068.26	-1.52	0.134	-224493.9	30364.49
TKR	-1556048	1169886	-1.33	0.187	-3882903	770807.4
Eierskap	2051627	849908.8	2.41	0.018	361193	3742062
VekstO	-85664.32	557388.4	-0.15	0.878	-1194287	1022959
_cons	-1.18e+07	3051658	-3.87	0.000	-1.79e+07	-5733474

Tabell 39- Utvalg av variabler totalkompensasjon kontrollerer (1)

Totkomp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNOms17	720413.2	128724.1	5.60	0.000	464431.1	976395.2
ln_Antalled	-424672.7	310365.4	-1.37	0.175	-1041868	192522.9
ln_alder	-50057.2	190552.3	-0.26	0.793	-428991.3	328876.9
Kjønnsfordeling	1494368	1059598	1.41	0.162	-612758.6	3601494
Trestorste	-1189887	868319.6	-1.37	0.174	-2916636	536861.6
Gjeldsgrad	-96931.27	63688.97	-1.52	0.132	-223583.8	29721.24
TKR	-1602633	1123349	-1.43	0.157	-3836536	631269.7
Eierskap	2040509	841888.3	2.42	0.018	366321.8	3714696
_cons	-1.19e+07	2917698	-4.09	0.000	-1.77e+07	-6129479

Tabell 40- Utvalg av variabler totalkompensasjon kontrollerer (2)

Totkomp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	713642.4	125424.8	5.69	0.000	464264.3	963020.6
ln_Antalled	-421309.7	308398.3	-1.37	0.176	-1034488	191868.8
Kjønnsfordeling	1503988	1053149	1.43	0.157	-589954.9	3597931
Trestorste	-1205491	861528.2	-1.40	0.165	-2918440	507457.3
Gjeldsgrad	-96175.49	63274.57	-1.52	0.132	-221982.3	29631.3
TKR	-1594221	1116726	-1.43	0.157	-3814572	626129.8
Eierskap	2042854	837218	2.44	0.017	378240.3	3707468
_cons	-1.20e+07	2900758	-4.12	0.000	-1.77e+07	-6183430

Tabell 41- Utvalg av variabler totalkompensasjon kontrollerer (3)

### Andel variabel lønn

andel_Variabe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0436518	.0157291	2.78	0.007	.0123674	.0749363
VekstO	.0292784	.0651	0.45	0.654	-.1002028	.1587596
ln_Antalled	.0367747	.0372382	0.99	0.326	-.0372905	.1108399
ln_alder	-.0159405	.0225238	-0.71	0.481	-.0607395	.0288584
Kjønnsfordeling	.1310415	.1245192	1.05	0.296	-.1166221	.3787051
Trestorste	-.1517884	.1028991	-1.48	0.144	-.3564506	.0528738
Gjeldsgrad	-.0122247	.0074828	-1.63	0.106	-.0271078	.0026583
TKR	-.1025682	.1366363	-0.75	0.455	-.3743323	.169196
Eierskap	.0822725	.0992648	0.83	0.410	-.1151611	.2797061
_cons	-.7577452	.3564171	-2.13	0.036	-1.466645	-.0488459

Tabell 42- Utvalg av variabler andel variabel lønn kontrollerer (1)

andel_Variabe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0417062	.0150504	2.77	0.007	.0117767	.0716356
ln_Antalled	.0401773	.036288	1.11	0.271	-.0319853	.1123399
ln_alder	-.0170596	.0222794	-0.77	0.446	-.0613646	.0272455
Kjønnsfordeling	.1324306	.1238884	1.07	0.288	-.113935	.3787962
Trestorste	-.1578601	.1015241	-1.55	0.124	-.3597519	.0440317
Gjeldsgrad	-.0122703	.0074465	-1.65	0.103	-.0270786	.0025379
TKR	-.0866462	.1313422	-0.66	0.511	-.3478345	.1745421
Eierskap	.0860726	.0984337	0.87	0.384	-.1096737	.2818189
_cons	-.7138118	.3411378	-2.09	0.039	-1.392202	-.0354218

Tabell 43- Utvalg av variabler andel variabel lønn kontrollerer (2)

andel_Variabe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0379502	.0138856	2.73	0.008	.0103419	.0655585
ln_Antalled	.0423612	.0360164	1.18	0.243	-.0292491	.1139715
ln_alder	-.0166406	.0221962	-0.75	0.456	-.0607727	.0274915
Kjønnsfordeling	.124374	.1228747	1.01	0.314	-.1199338	.3686818
Trestorste	-.1658532	.1004631	-1.65	0.102	-.3656006	.0338943
Gjeldsgrad	-.0119814	.0074089	-1.62	0.110	-.0267122	.0027495
Eierskap	.0854715	.098102	0.87	0.386	-.1095814	.2805245
_cons	-.6318256	.3166374	-2.00	0.049	-1.261386	-.0022656

Tabell 44- Utvalg av variabler andel variabel lønn kontrollerer (3)

andel_Variabe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0358188	.0135568	2.64	0.010	.0088688	.0627689
ln_Antalled	.0434095	.0358975	1.21	0.230	-.0279523	.1147714
Kjønnsfordeling	.127835	.1224749	1.04	0.300	-.115637	.371307
Trestorste	-.1707866	.0999917	-1.71	0.091	-.3695636	.0279904
Gjeldsgrad	-.0117392	.007383	-1.59	0.115	-.0264161	.0029376
Eierskap	.0862711	.0978461	0.88	0.380	-.1082404	.2807827
_cons	-.6408859	.3156	-2.03	0.045	-1.268278	-.0134938

Tabell 45- Utvalg av variabler andel variabel lønn kontrollerer (4)

## Andel bonus

andel_bonus	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.024973	.0114771	2.18	0.032	.0021454	.0478005
VekstO	.020329	.047502	0.43	0.670	-.0741506	.1148085
ln_Antalled	.0038403	.0271719	0.14	0.888	-.0502035	.057884
ln_alder	-.0212977	.0164351	-1.30	0.199	-.0539865	.0113911
Kjønnsfordeling	.0100914	.0908589	0.11	0.912	-.1706232	.190806
Trestorste	-.0910038	.0750832	-1.21	0.229	-.2403412	.0583336
Gjeldsgrad	-.0023245	.0054601	-0.43	0.671	-.0131843	.0085353
TKR	.0872844	.0997005	0.88	0.384	-.1110158	.2855846
Eierskap	.0562056	.0724313	0.78	0.440	-.0878573	.2002685
_cons	-.3098193	.2600696	-1.19	0.237	-.8270874	.2074487

Tabell 46- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (1)

andel_bonus	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0248703	.0113724	2.19	0.032	.002255	.0474855
VekstO	.0204598	.0472074	0.43	0.666	-.0734172	.1143369
ln_Antalled	.003303	.0265802	0.12	0.901	-.0495547	.0561608
ln_alder	-.0213553	.0163301	-1.31	0.195	-.0538295	.0111188
Trestorste	-.0919549	.0741534	-1.24	0.218	-.239417	.0555072
Gjeldsgrad	-.0023115	.0054266	-0.43	0.671	-.013103	.0084799
TKR	.0882672	.0987215	0.89	0.374	-.1080512	.2845857
Eierskap	.0553128	.0715594	0.77	0.442	-.086991	.1976165
_cons	-.29745	.2336318	-1.27	0.206	-.7620524	.1671525

Tabell 47- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (2)

andel_bonus	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0253216	.0107141	2.36	0.020	.004019	.0466242
VekstO	.0216451	.0459653	0.47	0.639	-.0697462	.1130363
ln_alder	-.0213802	.016234	-1.32	0.191	-.0536578	.0108973
Trestorste	-.0930111	.0732368	-1.27	0.208	-.2386255	.0526033
Gjeldsgrad	-.0022402	.0053648	-0.42	0.677	-.012907	.0084265
TKR	.0863308	.0969176	0.89	0.376	-.1063674	.279029
Eierskap	.057538	.0688803	0.84	0.406	-.0794144	.1944904
_cons	-.301326	.2301955	-1.31	0.194	-.7590162	.1563643

Tabell 48- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (3)

andel_bonus	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0245069	.0104843	2.34	0.022	.0036648	.045349
VekstO	.0214808	.0457424	0.47	0.640	-.0694522	.1124137
ln_alder	-.0210503	.0161367	-1.30	0.196	-.053129	.0110285
Trestorste	-.0902458	.0725859	-1.24	0.217	-.2345418	.0540501
TKR	.0891462	.0962176	0.93	0.357	-.1021281	.2804204
Eierskap	.0571757	.0685434	0.83	0.407	-.079084	.1934355
_cons	-.2891873	.2272539	-1.27	0.207	-.740953	.1625785

Tabell 49- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (4)

andel_bonus	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0233628	.0101515	2.30	0.024	.0031856	.0435401
ln_alder	-.0219353	.0159543	-1.37	0.173	-.0536463	.0097757
Trestorste	-.0958347	.0712821	-1.34	0.182	-.2375155	.0458462
TKR	.0999161	.0930248	1.07	0.286	-.0849808	.284813
Eierskap	.0617102	.0675552	0.91	0.364	-.0725629	.1959834
_cons	-.2573625	.2159399	-1.19	0.237	-.6865664	.1718415

Tabell 50- Utvalg av variabler andel bonus kontrollerer (5)

### Andel langtidsinsentiver

andel_LTI	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0186789	.0120644	1.55	0.125	-.0053167	.0426745
VekstO	.0089494	.0499326	0.18	0.858	-.0903644	.1082633
ln_Antalled	.0329345	.0285622	1.15	0.252	-.0238746	.0897435
ln_alder	.0053571	.0172761	0.31	0.757	-.0290043	.0397186
Kjønnsfordeling	.1209501	.0955079	1.27	0.209	-.0690113	.3109116
Trestorste	-.0607846	.078925	-0.77	0.443	-.2177634	.0961941
Gjeldsgrad	-.0099002	.0057394	-1.72	0.088	-.0213157	.0015153
TKR	-.1898526	.1048019	-1.81	0.074	-.3982995	.0185943
Eierskap	.0260669	.0761374	0.34	0.733	-.1253674	.1775013
_cons	-.447926	.2733769	-1.64	0.105	-.9916616	.0958097

Tabell 51- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (1)

andel_LTI	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0180842	.0115321	1.57	0.121	-.0048487	.041017
ln_Antalled	.0339745	.0278049	1.22	0.225	-.0213186	.0892676
ln_alder	.0050151	.0170711	0.29	0.770	-.0289327	.0389629
Kjønnsfordeling	.1213747	.0949269	1.28	0.205	-.0673978	.3101472
Trestorste	-.0626406	.0777907	-0.81	0.423	-.2173359	.0920548
Gjeldsgrad	-.0099141	.0057057	-1.74	0.086	-.0212607	.0014324
TKR	-.1849858	.1006382	-1.84	0.070	-.3851159	.0151444
Eierskap	.0272285	.0754228	0.36	0.719	-.1227581	.177215
_cons	-.434497	.2613898	-1.66	0.100	-.9542992	.0853052

Tabell 52- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (2)

andel_LTI	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0187625	.0112377	1.67	0.099	-.003581	.041106
ln_Antalled	.0336376	.0276315	1.22	0.227	-.0213013	.0885765
Kjønnsfordeling	.1204109	.0943589	1.28	0.205	-.0671999	.3080216
Trestorste	-.0610772	.0771902	-0.79	0.431	-.2145521	.0923977
Gjeldsgrad	-.0099899	.0056692	-1.76	0.082	-.0212618	.001282
TKR	-.1858286	.1000552	-1.86	0.067	-.3847651	.013108
Eierskap	.0269935	.0750121	0.36	0.720	-.1221507	.1761377
_cons	-.4325661	.2598989	-1.66	0.100	-.9493147	.0841825

Tabell 53- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (3)

andel_LTI	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0197539	.0108394	1.82	0.072	-.0017941	.041302
ln_Antalled	.0361133	.0266256	1.36	0.179	-.0168165	.0890432
Kjønnsfordeling	.1167096	.0933207	1.25	0.214	-.0688059	.3022251
Trestorste	-.0601827	.0767587	-0.78	0.435	-.212774	.0924087
Gjeldsgrad	-.0100156	.00564	-1.78	0.079	-.0212275	.0011963
TKR	-.1854843	.099543	-1.86	0.066	-.3833691	.0124006
_cons	-.4537101	.2518854	-1.80	0.075	-.9544418	.0470215

Tabell 54- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (4)

andel_LTI	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0197362	.0108154	1.82	0.071	-.0017605	.041233
ln_Antalled	.0395455	.026205	1.51	0.135	-.0125398	.0916308
Kjønnsfordeling	.1258857	.0923787	1.36	0.176	-.057727	.3094985
Gjeldsgrad	-.0096755	.0056108	-1.72	0.088	-.0208277	.0014766
TKR	-.1947009	.0986273	-1.97	0.052	-.3907334	.0013316
_cons	-.4947264	.245847	-2.01	0.047	-.9833739	-.006079

Tabell 55- Utvalg av variabler andel langtidsinsentiver kontrollerer (5)

Andel aksjer

andel_aksjer	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0063205	.0032592	1.94	0.056	-.000162	.012803
VekstO	.0033255	.0134895	0.25	0.806	-.0235045	.0301555
ln_Antalled	.0151271	.0077162	1.96	0.053	-.0002201	.0304743
ln_alder	-.0078471	.0046672	-1.68	0.096	-.01713	.0014357
Kjønnsfordeling	.0501246	.0258018	1.94	0.055	-.0011941	.1014434
Trestorste	.017984	.0213219	0.84	0.401	-.0244244	.0603924
Gjeldsgrad	-.0034903	.0015505	-2.25	0.027	-.0065742	-.0004063
TKR	-.0254871	.0283126	-0.90	0.371	-.0817998	.0308256
Eierskap	.0694144	.0205688	3.37	0.001	.0285038	.1103249
_cons	-.1727342	.0738538	-2.34	0.022	-.3196263	-.025842

Tabell 56- Utvalg av variabler andel aksjer kontrollerer (1)

andel_aksjer	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0060995	.003116	1.96	0.054	-.000097	.0122959
ln_Antalled	.0155136	.0075129	2.06	0.042	.0005734	.0304538
ln_alder	-.0079742	.0046126	-1.73	0.088	-.0171469	.0011985
Kjønnsfordeling	.0502824	.0256493	1.96	0.053	-.000724	.1012888
Trestorste	.0172944	.0210191	0.82	0.413	-.0245044	.0590931
Gjeldsgrad	-.0034955	.0015417	-2.27	0.026	-.0065613	-.0004296
TKR	-.0236787	.0271925	-0.87	0.386	-.0777539	.0303965
Eierskap	.069846	.0203793	3.43	0.001	.0293196	.1103724
_cons	-.1677442	.0706276	-2.38	0.020	-.3081948	-.0272935

Tabell 57- Utvalg av variabler andel aksjer kontrollerer (2)

andel_aksjer	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNoms17	.0060496	.0031095	1.95	0.055	-.0001328	.0122321
ln_Antalled	.014501	.0073973	1.96	0.053	-.0002069	.0292088
ln_alder	-.0077146	.0045931	-1.68	0.097	-.0168468	.0014177
Kjønnsfordeling	.0477843	.0254205	1.88	0.064	-.0027584	.0983271
Gjeldsgrad	-.0035882	.0015346	-2.34	0.022	-.0066395	-.0005369
TKR	-.0210085	.0269468	-0.78	0.438	-.0745859	.0325689
Eierskap	.0703968	.0203295	3.46	0.001	.0299763	.1108174
_cons	-.1557029	.0689633	-2.26	0.027	-.2928204	-.0185853

Tabell 58- Utvalg av variabler andel aksjer kontrollerer (3)



andel_aksjer	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNOms17	.0051314	.0028712	1.79	0.077	-.0005764	.0108393
ln_Antalled	.0151532	.0073331	2.07	0.042	.0005756	.0297309
ln_alder	-.0076411	.0045816	-1.67	0.099	-.016749	.0014669
Kjønnsfordeling	.0460867	.0252693	1.82	0.072	-.004147	.0963203
Gjeldsgrad	-.0035066	.0015276	-2.30	0.024	-.0065433	-.0004698
Eierskap	.0701864	.0202813	3.46	0.001	.0298684	.1105043
_cons	-.1369059	.064464	-2.12	0.037	-.265056	-.0087558

Tabell 59- Utvalg av variabler andel aksjer kontrollerer (4)

## Andel opsjoner

andel_opsj	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNOms17	.0123584	.0121818	1.01	0.313	-.0118706	.0365875
VekstO	.005624	.0504183	0.11	0.911	-.0946559	.1059038
ln_Antalled	.0178074	.02884	0.62	0.539	-.0395543	.075169
ln_alder	.0132042	.0174441	0.76	0.451	-.0214914	.0478999
Kjønnsfordeling	.0708255	.0964369	0.73	0.465	-.1209837	.2626347
Trestorste	-.0787686	.0796927	-0.99	0.326	-.2372743	.079737
Gjeldsgrad	-.0064099	.0057953	-1.11	0.272	-.0179365	.0051166
TKR	-.1643655	.1058213	-1.55	0.124	-.3748399	.0461089
Eierskap	-.0433474	.076878	-0.56	0.574	-.1962547	.1095599
_cons	-.2751918	.276036	-1.00	0.322	-.8242162	.2738327

Tabell 60- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (1)

andel_opsj	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNOms17	.0119847	.0116429	1.03	0.306	-.0111685	.0351378
ln_Antalled	.0184609	.028072	0.66	0.513	-.0373634	.0742853
ln_alder	.0129893	.0172351	0.75	0.453	-.0212847	.0472633
Kjønnsfordeling	.0710923	.0958389	0.74	0.460	-.1194938	.2616784
Trestorste	-.0799349	.0785381	-1.02	0.312	-.2361165	.0762466
Gjeldsgrad	-.0064187	.0057606	-1.11	0.268	-.0178742	.0050368
TKR	-.1613071	.1016051	-1.59	0.116	-.3633599	.0407457
Eierskap	-.0426175	.0761474	-0.56	0.577	-.194045	.10881
_cons	-.2667528	.263901	-1.01	0.315	-.7915488	.2580432

Tabell 61- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (2)

andel_opsj	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNOms17	.0104058	.0112502	0.92	0.358	-.0119626	.0327741
ln_Antalled	.0145595	.0270827	0.54	0.592	-.0392881	.0684072
ln_alder	.0130916	.0171644	0.76	0.448	-.0210359	.047219
Kjønnsfordeling	.0769549	.0948791	0.81	0.420	-.1116901	.2655999
Trestorste	-.0813789	.0781779	-1.04	0.301	-.2368176	.0740597
Gjeldsgrad	-.0063766	.0057368	-1.11	0.269	-.0177828	.0050296
TKR	-.1618334	.1011894	-1.60	0.113	-.3630251	.0393583
_cons	-.2334136	.2560492	-0.91	0.365	-.742508	.2756808

Tabell 62- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (3)

andel_opsj	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNOms17	.0124545	.0105412	1.18	0.241	-.0085007	.0334097
ln_alder	.0126735	.0170758	0.74	0.460	-.0212719	.046619
Kjønnsfordeling	.0661563	.0923443	0.72	0.476	-.1174181	.2497307
Trestorste	-.088136	.0768413	-1.15	0.255	-.2408914	.0646195
Gjeldsgrad	-.0060451	.0056799	-1.06	0.290	-.0173364	.0052462
TKR	-.1668277	.1003447	-1.66	0.100	-.3663063	.032651
_cons	-.239546	.2547354	-0.94	0.350	-.7459432	.2668513

Tabell 63- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (4)

andel_opsj	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNOms17	.0108659	.0102765	1.06	0.293	-.0095597	.0312915
ln_alder	.0123726	.0170228	0.73	0.469	-.021462	.0462072
Trestorste	-.0931993	.0763012	-1.22	0.225	-.2448563	.0584576
Gjeldsgrad	-.0060455	.005664	-1.07	0.289	-.0173033	.0052123
TKR	-.1581413	.0993304	-1.59	0.115	-.3555713	.0392887
_cons	-.1456818	.2178458	-0.67	0.505	-.578674	.2873103

Tabell 64- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (5)

andel_opsj	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
LNoms17	.0124373	.0100195	1.24	0.218	-.0074744 .0323489
Trestorste	-.0888138	.0758581	-1.17	0.245	-.2395659 .0619383
Gjeldsgrad	-.0062525	.0056417	-1.11	0.271	-.0174641 .0049591
TKR	-.1601455	.0990257	-1.62	0.109	-.3569382 .0366472
_cons	-.1424134	.2172149	-0.66	0.514	-.5740823 .2892556

Tabell 65- Utvalg av variabler andel opsjoner kontrollerer (6)