

Lederlønningene - rettferdige eller ikke?

Av

Alf Petter Wilhelmsen

&

Morten Rye Pedersen



Masteroppgave i økonomi og administrasjon

Studieretning bedriftsøkonomi

(30 stp.)

Institutt for økonomi

Norges fiskerihøgskole

Universitetet Tromsø

Mai 2007

Forord

Årsaken til at vi valgte å skrive en avsluttende masteroppgave innen temaet corporate governance, stammer fra den mye omtalte opsjonssaken i 2006 hvor Telenor-sjef Jon Fredrik Baksaas mottok en opsjonsgevinst på mange millioner kroner. Saken var daglig omtalt i media over flere uker, og fikk blant andre statsministeren og finansministeren til å uttale seg om nivået på lederlønninger i Norge. Den heftige debatten som utviklet seg fattet vår interesse, og vi bestemte oss for å skrive en masteroppgave som tok for seg ledelsens lønninger, samt forholdet mellom eierne og ledelsen i et selskap.

I og med at oppgaven har corporate governance som tema, fikk vi som veileder tildelt skolens nestor innenfor dette feltet – amanuensis Geir Finne. Vi vil benytte anledningen til å takke Geir Finne for meget god veiledning under hele prosessen. Han har alltid hatt tid til å hjelpe oss, både når det gjelder tips om litteratur, tilbakemelding på det vi har skrevet underveis, samt at han har kopiert artikler til oss som han har kommet over når han har lest ulike aviser og tidsskrifter. Vi kunne ikke fått en bedre veileder med tanke på engasjement i forhold til oppgaven, og som i tillegg alltid har tatt seg tid til oss. Takk Geir Finne!

Videre vil vi takke Professor Terje Vassdal for nyttige innspill i startfasen av oppgaven – han var med på å hjelpe oss i gang i forhold til innlevering av forprosjektet.

Alf Petter Wilhelmsen ønsker å takke sin medforfatter til denne oppgaven, Morten Rye Pedersen, og Morten vil takke Alf Petter, for et godt samarbeid gjennom hele prosessen.

Sammen har vi fått frem en oppgave som vi er fornøyde med – en oppgave som er et resultat av nyttige diskusjoner oss imellom, mye god litteratur, samt god veiledning fra Geir Finne.

Tromsø, 15. mai 2007

Alf Petter Wilhelmsen

Morten Rye Pedersen

Sammendrag

Stadig flere artikler i store, anerkjente internasjonale aviser som Financial Times og tidsskrifter som The Economist, tar for seg problemstillinger rundt lederlønninger og de økende forskjellene mellom fattig og rik. I Norge verserte det en debatt i media rundt årsskiftet 2006/2007 angående de raskt økende lønningene til toppsjefene. De store børsnoterte selskapene, spesielt der staten er storaksjonær, har blitt kritisert for å ha altfor gunstige belønningssystemer til topplederne.

Utgangspunktet for denne oppgaven er diskusjonene rundt lederlønningene i Norge. Formålet med oppgaven er derfor å diskutere rettferdigheten av lederlønningene ved hjelp av økonomisk teori. Dessuten ønsker vi å få frem årsaker til økningen i lederlønningene, samt argumentere for og imot avlønningen som gir store gevinster til enkeltpersoner.

Problemformuleringen for oppgaven er som følger: *Er dagens lederlønninger rettferdige?*

Oppgaven tar videre for seg en del problemstillinger rundt eierstyring av store bedrifter, og vi ser på en del problemer som kan oppstå dersom den feiler. Det er dette som danner grunnlag for at det er behov for corporate governance, som kort fortalt betyr eierstyring og ledelse. I oppgaven har vi brukt teorier innenfor corporate governance for å forklare samspillet mellom eiere, styret og ledelsen. Klassisk teori om at toppledelsen og eier er samme person er ikke lenger gjeldende. Av den grunn er forholdet mellom eiere, styret og ledelsen sentralt. Styrets arbeid som bindeleddet mellom kontroll og eierfunksjonene er viktigere enn noen gang tidligere.

Videre er det beskrevet ulike typer insentiver som finnes for ledelsen i et selskap – økonomiske, sosiale og psykologiske insentiver. Når det gjelder selve avlønningen har vårt fokus vært på tre variabler; makt, prestisje og lønn. I forhold til den store økningen i lederlønninger de siste årene og årsaker og problemer i forhold til disse, har vi benyttet oss av en artikkel fra Financial Times, en survey fra The Economist, samt en forskningsrapport utført av Agderforskning.

Eierskapstypene i norske børsnoterte selskaper er også diskutert i oppgaven. Disse er offentlig eierskap, institusjonelt eierskap, utenlandsk eierskap og privat eierskap. Vi har sett på hvordan

disse er med på å påvirke og bestemme toppledelsens avlønning i et selskap. I tillegg er unoterte selskaper nevnt for å belyse forskjellene i forhold til børsnoterte selskaper.

Når det gjelder avlønning av toppledelsen i en bedrift har vi sett på om den kompensasjonen de mottar står i forhold til bedriftens prestasjoner. Det er vanskelig å finne et ja/nei svar på et slikt spørsmål fordi bevisene er sammensatte. Humankapitalen, det vil si den individuelle kompetansen i en bedrift, er brukt som utgangspunkt for å måle dette forholdet. På grunn av måleproblemer i forhold til å fastslå om en bedrifts fremgang skyldes ledelsens dyktighet eller tilfeldigheter/flaks, er det vanskelig å finne et bastant svar på om dagens ledere har gjort seg fortjent til de høye lønningene, som ofte innebærer bonuser og opsjoner i tillegg til grunnlønn. Det en likevel kan konkludere med er at dersom lønningene ikke holdes høye eller fortsetter å øke, kan gode ledere gå tapt og forsvinne til konkurrerende selskaper. Dette er et forhold som spesielt vil gjelde for Norge sin del, dersom finansminister Kristin Halvorsen får sitt ønske oppfylt i form av et lønnstak for toppledere på linje med statsministerens lønn. Men offentlig sektor har åpenbart ikke et enhetlig syn på saken.

Innholdsfortegnelse

FORORD	I
SAMMENDRAG	II
1 INNLEDNING	1
1.1 FORMÅL MED OPPGAVEN	2
1.2 PROBLEMSTILLING	2
1.3 OPPGAVENS OPPBYGNING	4
1.4 METODE	5
2 GRUNNLEGGENDE TEORI	7
2.1 SKILLE MELLOM EIERSKAP OG KONTROLL	7
2.2 CORPORATE GOVERNANCE	10
2.3 AGENTTEORI	13
2.4 HUMANKAPITALTEORI	20
2.5 LEDELSESMAKTTEORI	20
2.6 "SOCIAL COMPARISON THEORY"	22
3 INSENTIVER	23
3.1 ULIKE INSENTIVER OG MOTIVASJON	23
3.2 ØKONOMISKE INSENTIVER	25
3.3 SOSIALE OG PSYKOLOGISKE INSENTIVER	26
3.4 MAKT SOM INSENTIV	26
3.5 OPSJONER SOM INSENTIV	27
3.5 TEORETISK RAMMEVERK	31
4 LØNNSNIVÅET I VEKST	34
4.1 ÅRSAKENE TIL AT LEDERLØNNINGENE HAR STEGET:	34
4.2 PROBLEMENE MED ØKTE LØNNINGER	36
4.3 LEDERLØNNSUTVIKLINGEN I NORGE	42
5 EIERE, STYRET OG LEDELSEN	43
5.1 AKSJONÆRENE ROLLE	43
5.1.1 Aksjonærenes muligheter	43
5.1.2 Den fraværende aksjonæren	46
5.2 STYRET	47
5.2.1 Sterke innsidere i styret	49
5.3 LEDELSEN	49
6 EIERSKAP I NORSKE BØRSNOTERTE SELSKAPER	51
6.1 OFFENTLIG EIERSKAP	54
6.1.1 LEDERLØNN I SELSKAPER MED STOR OFFENTLIG EIERANDEL	55
6.2 INSTITUSJONELT EIERSKAP	57
6.3 UTENLANDSK EIERSKAP	59
6.4 PRIVAT EIERSKAP	61
7 UNOTERTE SELSKAPER	62
7.1 RISIKO OG BELØNNING	63
8 MÅLEPROBLEMER – STRATEGISKE SPØRSMÅL	64
8.1 HUMANKAPITAL OG MÅLEPROBLEMER	64
8.2 ETISKE BETRAKTNINGER – ER LEDELSESKOMPENSASJON RETTFERDIG?	67
8.2.1 Tiltrekke og beholde topledere	67
8.2.2 Inntektsforskjeller	68
8.2.3 Permittering av ansatte som ikke innehar lederstillinger	69
8.3 AGENTER MED OG UTEN PRINSIPALER	69
8.3.1 Belønnes topledere for flaks?	69
8.3.2 Er aksjeopsjoner rene gavepakker?	70
9 KONKLUSJON	71
REFERANSELISTE	76

1 Innledning

Teorien om forholdet mellom eier og ledelse i en bedrift, kan trekke assosiasjoner til Georg Wilhelm Friedrich Hegels alogi om Herrschaft und Knecht fra hans verk *Phänomeneologie des Geistes* (1807). Hegel (1770-1831), beskrevet som en av vår tids største filosofer, la særlig vekt på dynamisk menneskesyn og dialektisk metode. Hans teori om Herrschaft und Knecht, på norsk kalt herre og trell, handler om hvorledes den parten i et forhold som tidligere underkastet seg og ble foraktet, senere blir hersker og får aktelse for seg selv. Det er en analyse av begrepet anerkjennelse, og kan anses for å være en mislykket anerkjennelsesprosess, der gjensidig respekt og anerkjennelse mellom to likeverdige skapninger ikke blir oppnådd. Hegel sier at herren og trelen, de to rivaliserende selvbevissthetene, utkjemper en kamp på liv og død. Dersom den ene blir drept oppnås ingenting, og av den grunn vil taperen spares og gjøres til trell for vinneren. Trelen har da valgt å leve et liv uten frihet fremfor å ofre sitt liv. Herren vil så forholde seg til tingene i verden gjennom trellens arbeid. Det vil ifølge Hegel oppstå en ustabil situasjon dersom herren blir en konsument og slaven gjør herrens arbeid. Herren vil da gjøre seg stadig mer avhengig av slaven, samtidig som sistnevnte lærer i økende grad ved å gjøre det reelle arbeidet for herren. Som et resultat vil trellens ferdigheter stadig vokse og det er han som omformer verden gjennom sitt arbeid. Trelen erverver kompetanse, og lærer seg til å bli flink. Herren på sin side blir kun opptatt av nytelsen av trellens ytelser, og mister dermed det operative grepet om tingene. Hegel mener at disiplinen som frykten og arbeidet pålegger trelen er vesentlig for selvbevisstheten, og dette lærer trelen å styre selv.

Denne teorien av Hegel kan i overført betydning gjelde i dagens samfunn, hvor bedrifters eiere blir satt mer på sidelinjen i forhold til ledelsen. Dersom god eierstyring er fraværende, vil ledelsen, som i Hegels teori er trelen, få stadig mer kontroll over foretaket, noe som igjen medfører at eierne på sin side, kalt herren i Hegels teori, mister mer av kontrollen over selskapet. Trelen, som bygger seg opp til å bli den nye herren, følger sine egne interesser fremfor sin tidligere herres interesser. Stadig større skille mellom kontroll og eierskap fører til at alogien Herrschaft und Knecht blir stadig mer gjeldende. Spørsmålet er hvordan herren skal hindre trelen i å få utfolde seg, slik at han vil kunne opprettholde sin posisjon som herre. Herren må klare å bryte med Hegels dynamiske syn, og opprettholde sin status som herre over trelen (Hegel, 1999).

1.1 Formål med oppgaven

Utgangspunktet for oppgaven er diskusjonene rundt lederlønningene i Norge. Formålet med denne oppgaven er derfor, ved hjelp av økonomisk teori, å diskutere rettferdigheten av lederlønningene. Dessuten ønsker vi å få frem årsaker til økningen i lederlønningene, samt argumentere for og imot avlønningen som gir store gevinster til enkeltpersoner.

1.2 Problemstilling

Rundt årsskiftet 2006/2007 verserte det en debatt i media angående de stadig økende lønningene til toppsjefene i Norge. De store børsnoterte selskapene, spesielt der staten er storaksjonær, har blitt kritisert for å ha altfor gunstige belønningssystemer for topplederne. Telenor og Hydro, med Baksaa og Reiten i spissen, har blitt kritisert, til dels personlig, for å realisere de opsjonene de har opparbeidet seg som toppledere i de største norske bedriftene. Næringsminister Dag Terje Andersen (Ap), karakteriserte opsjongsgevinstene som "...veldig uheldig," (Linderud, 2006) og varsler at det vil bli slutt på opsjonspakker som insentivordning i de delvis statseide selskapene. Finansminister Kristin Halvorsen mener at næringslivstopper har meldt seg ut av den "kollektive fornuften" (Myklemyr, 2007).

Stadig flere artikler i store, anerkjente internasjonale aviser som Financial Times og tidsskrifter som The Economist, tar for seg problemstillinger rundt lederlønninger og de økende forskjellene mellom fattig og rik. Det har vært en del store skandaler i den internasjonale økonomien de siste 6-7 årene, her snakker vi særlig om Enron og Worldcom i USA, samt Parmalat i Italia i 2001 og 2002. Årsakene til disse skandalene er komplekse, men det var i utgangspunktet ledelsen i firmaene det ble satt størst fokus på. Uttrykket corporate governance ble i kjølvannet av disse stadig mer populært, og dårlig corporate governance er blitt forklart som en av hovedårsakene til kollapsen i Worldcom og Parmalat. Det viser at det er stort potensial for ledelsen i forhold til å gjøre skade i store offentlige selskaper, hvor dårlig corporate governance kan føre til at ledelsen søker å dekke egne interesser fremfor selskapets interesser.

I Norge har vi opplevd tildels lignende gjennom skandalene i Finance Credit og Sponsorservice. Det har ledet oss til en debatt om corporate governance også her hjemme. Tillit er særdeles viktig i et marked preget av global kapitalisme. Det tar lang tid å bygge opp en slik tillit, men den kan derimot fort brytes ned igjen.

Særlig har det som nevnt vært mye kritikk av insentivordningene, og det meste av kritikken vi har sett i media har vært negativ, hvilket kan være med på å bryte ned tilliten til de norske selskapene. Men det er alltid flere sider av samme sak. Som finansminister Kristin Halvorsen i den sittende regjeringen uttalte: "Norske lederlønninger bør ikke være høyere enn lønningen til statsministeren" (Blindheim, 2006). Men igjen kan en spørre seg om det er fortjent at toppledelsen sitter på store lønnspakker? Kan gode resultater ses på som en konsekvens av deres virke? Hvis ikke; hvorfor skal de oppnå disse gevinstene?

All økonomisk teori baserer seg på insentivene får den enkelte til å strekke seg lengre og yte mer. Det videre problemet med insentiver er deres sammensetning og hvilken betydning denne har. Det er heller ikke tvil om at den enkelte ikke bare strekker seg etter insentiver, men også har en tendens til å male sin egen kake. Av den grunn er det behov for kontroll, men også her er det spørsmål om de konkrete kontrollordningenes sammensetning, og hvordan kontroll og insentiver passer sammen på en god måte. Spørsmålet om lederlønningers rettferdighet lar seg ikke enkelt besvare, delvis fordi lederlønningene også kan være et spørsmål om makt mellom eier, styret og ledelse.

Oppsummert har vi følgende problemstillinger:

1. Er lederlønningene et resultat av ledelsens dyktighet, eller kan en bedrifts fremgang skyldes tilfeldigheter/flaks?
2. Hvordan er insentivenes sammensetning og hvilken betydning har denne?
3. Hvordan er de konkrete kontrollordningenes sammensetning?
4. Hvordan passer kontroll og insentivene sammen på en god måte?

I forhold til å finne svar på disse problemstillingene ønsker vi å besvare følgende problemformulering:

Er dagens lederlønninger rettferdige?

1.3 Oppgavens oppbygning

Oppgaven vil videre ta for seg en del problemstillinger rundt eierstyring av store bedrifter, og se på en del problemer som kan oppstå dersom den feiler. Berle og Means var tidlig ute med sin bok "The modern corporation and private property." Denne boken tar for seg utviklingen av det vi i dag kjenner som corporate governance, og da særlig skillet mellom eierskap og kontroll i selskaper og hvilke problemer dette medfører. Det er nettopp dette som danner grunnlag for at det er behov for corporate governance. I oppgaven har vi brukt teorier som corporate governance for å forklare samspillet mellom eiere, styret og ledelsen. Klassisk teori som tar utgangspunkt i at eier og leder er samme person, er ikke lenger gjeldende. Av den grunn er forholdet mellom eiere, styret og ledelsen sentralt. Styrets arbeid som bindeleddet mellom kontroll og eierfunksjonene er viktigere enn noen gang tidligere.

Kapittel 1 består av innledning til oppgaven, og har til hensikt å sette leseren inn i oppgavens formål, oppbygging og problemstillinger.

Kapittel 2 tar først for seg skillet mellom eierskap og kontroll, samt at vi tar for oss Teknostrukturen slik den er beskrevet av Galbraith i "The new industrial state." Dette gjør vi for å sette leseren inn i årsakene til oppblomstringen av corporate governance og bruken av insentivordninger. Videre tar vi for oss den grunnleggende teorien i corporate governance og lederlønnsteorier.

Kapittel 3 beskriver ulike insentiver til lederne. Her beskrives den ytre og indre motivasjon. Videre legges det vekt på at det ikke kun finnes økonomiske insentiver, men også sosiale og psykologiske insentiver. De tre variablene vi fokuserer på i avlønningene er makt, prestisje og lønn. Kapittelet tar også for seg opsjoner som insentiv.

Kapittel 4 tar for seg en omfattende artikkel fra "Financial times," og et survey fra "The economist." Disse tar i all hovedsak for seg problematikken rundt de høye lederlønningene, fortrinnsvis i USA. Videre listes årsakene til lederlønnøkningen opp og deretter problemene som oppstår som følge av denne økningen. I tillegg brukes en norsk rapport om lederlønnutviklingen i Norge 1996-2005 for å gi en oversikt over lederlønnnivået i Norge.

Kapittel 5 diskuterer eiere, styret og ledelsen og deres oppgaver. Disse knyttes opp imot rapporten som er nevnt i kapittel 3, samt lederlønnsteoriene nevnt i kapittel 1, og beskriver hvordan disse forskjellige aktørene i et selskap har innvirkning på lederlønnsdannelsen.

Kapittel 6 tar opp eierskapet i norske børsnoterte selskap. Eierskapstypene som diskuteres er offentlig eierskap, institusjonelt eierskap, utenlandsk eierskap og privat eierskap. Det forklares hvordan disse eierstrukturene er med på å påvirke og bestemme toppledelsens avlønning i et selskap.

Kapittel 7 tar for seg unoterte selskaper.

I kapittel 8 er måleproblemet av humankapitalen diskutert. Dette er et tema som nevnes flere steder i oppgaven. Vi ønsker i dette kapitlet å diskutere hvordan man kan få evaluert prestasjonene til ledelsen. Videre tar kapitlet for seg agenter med og uten prinspal, samt rettferdigheten av lederlønningene.

Kapittel 9 tar for seg hovedpunktene i oppgaven, og konkluderer i forhold til spørsmålsstillingene og spørsmålsformuleringen beskrevet i innledningen.

1.4 Metode

I denne oppgaven har vi benyttet oss av et eksplorerende design for å besvare vår problemstilling. Årsaken til at vi har brukt et eksplorerende design er at vi ikke visste så mye om temaet corporate governance på forhånd, og vi ønsket å sette oss bedre inn i det. Videre har vi benyttet oss av sekundærdata. Det vil si at vi ikke har samlet inn informasjon direkte fra en kilde (primærdata), men istedenfor basert oss på opplysninger som er samlet inn av andre. Sekundærdata innebærer at informasjonen ofte er samlet inn til et annet formål/en annen problemstilling enn den forskeren ønsker å belyse (Jacobsen, 2000). Den informasjonen vi har samlet inn er nøye gjennomgått, og selv om vi har lest mange artikler og bøker som ikke har vært like relevante, har vi funnet mye litteratur som har vært til god hjelp i forhold til å belyse og besvare vår problemstilling.

Når det gjelder innsamling av sekundærdata er det viktig at en er bevisst på utvalget av kilder til dataene. Hvor dataene kommer fra, hvem som har samlet dem inn og lignende forhold, er med på å avgjøre hvor troverdige kildene er, samt hvilke feil som eventuelt hefter ved dem. Vi har i oppgaven benyttet oss av den internasjonalt anerkjente avisen Financial Times og tidsskriften The Economist, ulike forskningsrapporter utført av fremtredende forskere, samt klassiske forfattere innen økonomi, blant andre Galbraith og Berle & Means. Vi anser derfor kildene våre for å være troverdige og nyttige.

Vi er klar over at det ofte vil være et ideal å bruke ulike typer data, både primær- og sekundærdata. Årsaken til det er at de ulike typene kan brukes til å kontrollere hverandre, de kan støtte opp om hverandre og dermed styrke de resultatene en kommer frem til, samt at de kan benyttes for å kontrastere ulike opplysninger (Jacobsen, 2000). Årsaken til at vi kun har benyttet oss av sekundærdata i vår oppgave, er den knappe tidsfaktoren for oppgaven. Dersom vi skulle utført egne empiriske undersøkelser for å besvare vår problemstilling, ville det vært en meget tidkrevende prosess, noe vi ikke følte vi hadde tid og ressurser til. Det ville i tillegg vært en fare for at vi hadde fått en for lav svarprosent på en undersøkelse, noe som ville medført upålitelige, ikke-valide data. I og med at vi har funnet mye relevant litteratur innenfor det temaet vi ønsker å ta for oss, og mener den er tilstrekkelig for å besvare vår problemstilling, ser vi heller ikke noe behov for å samle inn primærdata.

2 Grunnleggende teori

2.1 Skille mellom eierskap og kontroll

Fra Adam Smith på 1700-tallet, til Berle and Means på 1930-tallet og frem til i dag, har skillet mellom eierskap og kontroll i selskapene vært et omstridt tema. Berle og Means tese om at spredt eierskap fører til svake aksjonærer og sterke ledere, har dominert store deler av corporate governance litteraturen. Skillet mellom eierskap og kontroll er et naturlig trekk ved moderne aksjeselskaper. Organisasjonene har vokst seg større og utviklet et "corporate system" der det tidligere var feudalsystem. Fordelingen av makt og kontroll har endret seg, hvilket har frembrakt nye problemstillinger i organisasjonene. Eierne har i stadig større grad overgitt kontroll av selskapene til lederne, og samtidig overgitt kontroll over sin formue (Berle & Means, 1932). Selskapenes aktører er bundet sammen gjennom kontrakter, skrevne og uskrevne, som skal sikre forholdet mellom aktørene. Agentproblemer oppstår dersom disse kontraktene er dårlig formulerte eller påtvungede.

Atskillelsen mellom eierskap og kontroll reiser en del nye problemer. Fordelingen av profitten i selskapet kommer i fokus. Tradisjonelt sett, er det eierne av selskapet som har rett til å disponere profitten. Det vil si at aksjonærene fullt ut kan høste fruktene av sine investeringer, og disponere overskuddet helt og holdent. Men i de moderne selskapene er ikke fordelingen av profitt like logisk. Den nye fordelingen av profitt kan forklares i tre perspektiver (Randøy, 2004):

1. Legale
2. Økonomiske
3. Sosiale

Den legale fordelingen er den tradisjonelle og logiske retten til profitt. Basisen for denne tankegangen er gitt gjennom lover og reguleringer som bestemmer investorrettighetene. Her er aksjeloven det umiddelbare rettslige grunnlaget. Hele lovens system er bygd på det faktum at det er aksjonærenes interesser som først og fremst skal ivaretas, etter at kreditorene er betalt. Det er aksjonærene som har rett til profitten. Tidligere stod den legale retten høyt ettersom skille mellom eierskap og kontroll av selskapene ikke var klart. I og med at det nå

ofte er mange flere interessenter involvert, kan man ikke ta for gitt at eierne fordeler all profitt. Ledelsen overtar stadig mer kontroll over selskapene.

Samtidig er eierstrukturen i store selskaper preget av mange små aksjonærer. Bare unntaksvis har vi også noen store eiere, slik som staten. Det har ført til at de økonomiske og sosiale perspektivene forbundet med fordelingen av profitten står sterkere. Ledelsen i selskapene må kompenseres for sin ytelse i selskapene gjennom belønninger og insentiver. Det skaper lojalitet og, ved riktig bruk av insentiver, målkongruens mellom ledere og eiere. Eiere var tidligere vanligvis knyttet opp imot den daglige driften i selskapet. Denne tilknytningen er nå mer eller mindre utvasket. Det har ført til at det i mange situasjoner oppstår mangel på kompetanse og kyndighet hos eierne i forhold til tidligere. Det vil dermed være naturlig at ikke like mye av profitten går til eierskapet som tidligere. Dette støttes opp av Galbraith's teori om teknostrukturen som vi kommer nærmere inn på senere i oppgaven. Det er ingen grunn til at ledelsen vil yte maksimalt for å tilfredsstille eierne, personer de ikke engang kjenner, uten å få betalt for det. Dette forutsetter midlertidig at ledelsen oppfattes som en knapp faktor.

I tillegg til den legale og økonomiske fordelingen av profitt, har vi den sosiale fordelingen av profitt. Samfunnets krav til selskapene blir større, og selskapene må ta mer hensyn til samfunnsøkonomiske konsekvenser. Samfunnet krever stadig mer av de store bedriftene, og selskapene må ta hensyn til ansatte og lokalmiljø, så vel som globalt miljø. Samfunnets pålagte kostnader til rensing, miljøforebyggende tiltak og HMS på arbeidsplassen blir større. Med høyere kostnader reduseres resultatet, og dermed overskuddet. Samfunnet tar dermed en større del av profitten som tidligere var tilegnet eierne.

Det er ikke klart hvordan profitten i selskapene skal fordeles, men det er sikkert at profitten som før tilfalt eierne, nå deles med ledelsen i selskapene, samt til omgivelsene rundt. Problemer som oppstår ved fordeling av profitten vil være å finne en god målestokk for hvordan den bør fordeles – vi har med andre ord et måleproblem. Ledelsens ytelse kan være vanskelig å måle, noe selskapets sosiale virkninger også vil være. Berle og Means konkluderer i sin bok med at dersom profitten må deles mellom eiere og ledelsen, bør kun en rettferdig del tilfalle eierne som avkastning på investert kapital, mens resten bør tilfalle ledelsen som insentiv til å gjøre en best mulig jobb (Berle & Means, 1932). Selskapet vil da finansielt være styrt av ledelsen som sitter med kontrollen, mens eierne vil sitte igjen med en

rettferdig avkastning på innskutt kapital, samt kompensasjon for risiko. Dette leder videre til en ekstrem hypotese fremført av Galbraith i boken ”The new industrial state.” Han påpeker at profitten ikke trenger å være maksimal fordi den utenforstående eieren ikke vet hva maksimum profitt er. Profitten i selskapet trenger med andre ord kun å være over et visst minimum. Han sier altså at ledelsen vil søke å minimere akseptabel avkastning i selskapet. Så lenge selskapet tjener penger, og eierne er fornøyde, finnes det ikke insentiver for ledelsen å maksimere profitten (Galbraith, 1971).

Videre beskriver Galbraith i samme bok selskapenes overgang fra autonomi til sammensatte organisasjoner. Det kan ses i sammenheng med skillet mellom eierskap og kontroll – disse er to sider av samme sak. Han mener at en organisasjon er overlegen et enkeltindivid når det gjelder å løse sosiale oppgaver. Etersom selskapene blir større og det må foretas mange, raske avgjørelser der alle er like viktige, er det behov for en mer sammensatt organisasjonsstruktur. Spesielt når det kommer til nyere teknologi og kravet til å inneha mer kunnskap om denne, er det begrenset hvor mye enkeltindividet kan inneha av kunnskap.

”No individual genius arranged the flights to the moon. It was the work of organization – bureaucracy.” (Galbraith, 1976, s. 61)

Moderne foretak består av mange individer som engasjerer seg i å erverve informasjon, samt bruke og utveksle denne. Det gjøres best gjennom et sammensatt og organisert utvalg. Koordinasjonen består av å sette de rette individene inn i de rette utvalgene. De nye organisasjonene består av mange enkeltpersoner med forskjellig kompetanse som alle er en del av organisasjonene. Dette er av Galbraith forklart som den eneste effektive prosedyren i en organisasjon. Han kaller den nye oppbyggingen av selskapene for teknostrukturen, og legger vekt på at dersom teknostrukturen skal fungere er det viktig med en god virksomhetsform, eller ”corporate form.” Galbraith beskriver teknostrukturen som en naturlig utvikling av de store aksjeselskapene (Galbraith, 1971).

2.2 Corporate governance

Corporate governance er ikke et nytt fenomen, men selve begrepet er av nyere dato. Så tidlig som i 1776 advarte Adam Smith om bruken av aksjeselskap som selskapsform - han mente at denne formen for selskap ikke tilhørte fremtiden (Smith, 1776). Det har vist seg i ettertid å ikke være helt korrekt, men hans teori om at atskillelsen av kontroll og eierskap ikke ville fungere ettersom en leder som forvalter andres penger ikke vil forvalte dem som om de var hans egne, er fortsatt til en viss grad gjeldene. Corporate governance som begrep ble først populært på nittitallet, og har frem til i dag mest vært av mer akademisk interesse. Den siste tiden har begrepet blitt mer aktuelt i forretningsverdenen.

Det er gjort forsøk på å oversette eller benytte et norsk begrep for corporate governance. Virksomhetsstyring, eierstyring og selskapsledelse har vært nevnt, men ingen av disse er fullt ut dekkende ord. OECD publiserte i 1999 en definisjon på corporate governance:

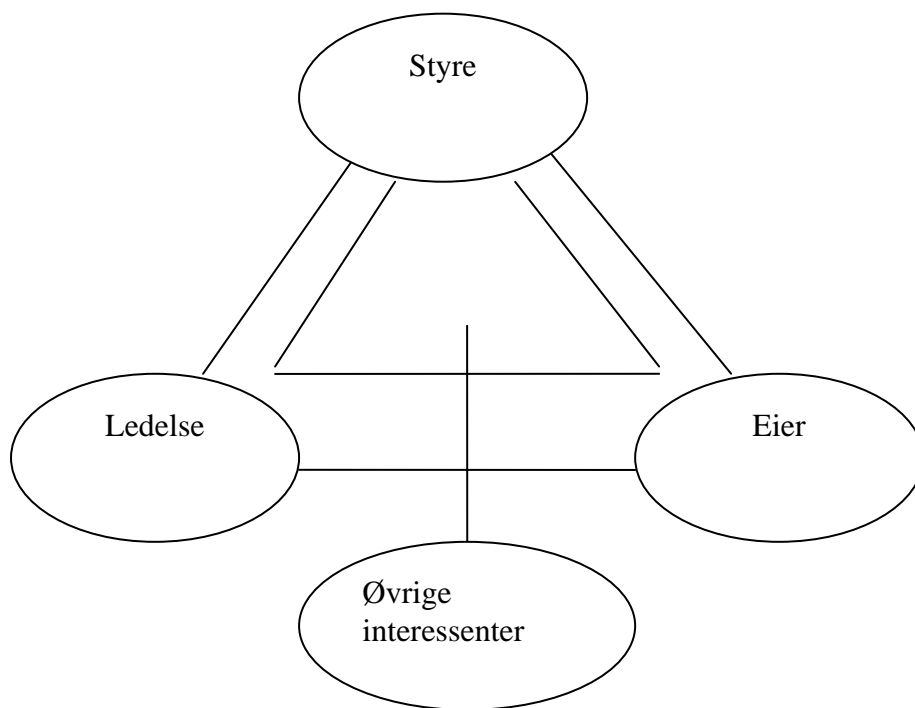
” Corporate Governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders... (and)... provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined.”

Altså involverer begrepet samspillet og samhörigheten mellom:

- Selskapets eiere
- Selskapets styre
- Selskapets ledelse
- Øvrige interessenter

Figur 1.1 viser samspillet mellom eierne, styret og ledelsen, samt andre interessenter. Dersom disse er uenige om målsetninger for selskapet, samt ikke er klar over samspillet dem imellom, kan det vanskeliggjøre, og i ekstreme tilfeller, umuliggjøre en driftssituasjon. Alle må være klar over sin posisjon, og åpenhet og informasjonsflyt mellom deltakerne er viktig. Corporate governance fremhever at styret bør være bindeleddet mellom eierne og den daglige ledelsen. God eierstyring innebærer en atskilt rolle, med positiv spenning mellom deltakerne. Videre vil

godt samspill deltakerne imellom redusere interessekonflikter som kan oppstå mellom eiere og ledelse. Hovedformålet med corporate governance er at det skal være et verktøy for eierne som skal sørge for langsiktig kontroll og styring av selskapet (Øyvind Thorsby, 2004).



Figur 2.1, Samspillet mellom de forskjellige deltakerne, (Øyvind Thorsby, 2004, s. 19).

Tre perspektiver på eierstyring:

	Dårlig eierstyring 1: Administrasjonsstyring	God eierstyring	Dårlig eierstyring 2: Interessentstyring
Hovedformål for bedriften	Maksimere ledelsens ønsker	Langsiktig avkastning til eierne	”Gjøre alle til lags”
Hovedaktør(er)	Ledelsen	Eierne, styret og ledelsen i samspill	Interne og eksterne interessenter
Hovedutfordringer	Eiere er ikke interessert i å drifte og bygge bedriften, og ledelsen overtar denne rollen	Få ledere til å tenke som eiere	Interessentene har ”like” rettigheter - gir stor frihetsgrad til ledelsen og media

Figur 2.2, (Randøy, 2004, s. 10).

Figur 2.2 viser tre forskjellige perspektiver på eierstyring, hvorav to er kjennetegnet av dårlig eierstyring. God eierstyring fører til at selskapet kan unngå ledelsesstyring og interessentstyring. Økonomisk forskning fremhever at maksimering av eierne langsiktige avkastning er forenlig med et samfunns mål om høy samfunnsmessig verdiskapning. Det forutsetter at bedriften ikke påfører andre interessenter spesielle kostnader eller utnytter markedsrett, som for eksempel monopol.

God eierstyring har tre hovedelementer:

1. fokus på høy, langsiktig avkastning til eierne
2. aktivt eierskap
3. tar hensyn til kostnader bedriften påfører interessentene

Administrasjonsstyring, nevnt som dårlig eierstyring 1, innebærer at bedriftens eiere er fraværende fra bedriftens styrende organer, herunder ledelsen, styret og generalforsamlingen. Det skaper et eiervakuum som vil gi mulighet for opportunistisk lederatferd, og det kan igjen føre til høye lederlønninger og gylne fallskjermer til toppledelsen.

Interessentstyring, nevnt som dårlig eierstyring 2, innebærer at bedriften prøver å tilfredsstille alle interessentene. Bedrifter med betydelig offentlig eierskap er gjerne preget av en slik styring, hvilket medfører at andre interessenter overtar den reelle styringen i selskapet. Det vil begrense selskapets muligheter til å foreta fornuftige, langsiktige valg for eierne, ettersom slike valg vil være en trussel mot andre interessenter. Eksempler på slike avgjørelser kan være kostnadsreduksjoner eller endring av strategi. Det blir dermed ikke selskapets samlede verdiskapning som står i fokus, men nytten til de enkelte interessentene. Det har vist seg at en interessentstyring fort fører til at enkeltgrupper allierer seg med den daglige ledelsen, noe som vil føre til at ledelsen gis stor frihetsgrad til å definere hva som er selskapets interesser. Under begge de to sistnevnte formene for eierstyring vil ledelsen få frie tøyler, og vil prøve å unngå vanskelige og upopulære avgjørelser.

At corporate governance står stadig sterkere i bedrifter i Norge, bekreftes ved at Oslo Børs nå stiller krav til bedriftene notert på børsen i forhold til corporate governance. Retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse er utarbeidet av Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES), der blant annet Oslo Børs, Den Norske Revisorforeningen og NHO er deltakere (NUES, 2006). En slik anbefaling er laget med det formål å styrke tilliten til selskapene, samt

sørge for best mulig verdiskapning over tid for eiere, ansatte og andre interessenter. Som børsdirektør fra 2003, Sven Arild Andersen uttalte: ”Vi må ivareta investorens behov for trygghet” (Øyvind Thorsby, 2004, s. 329). Som børsdirektør er det naturlig at han legger vekt på at det er investoren som står i hovedfokus. Han mener at kjernen i debatten er hvordan man skal behandle mennesker som har vist deg tillit og er villig til å satse penger på deg. Vi har den siste tiden sett at tilliten til mange store norske selskaper har sunket, ettersom det har vært rettet sterk kritikk mot ledelsen i disse selskapene. Når selskaper som Telenor, Hydro, Statoil og Orkla deler ut noe som av flere, blant annet Hans Thrane Nielsen (aksjeforvalter i Storebrand), er beskrevet som rene gavepakker istedenfor insentiver til ledelsen, skulle det vel bare mangle at eierne gir lyd fra seg (Bjørklund, Finstad, & Haugli, 2006).

Årsrapporter fra alle de store selskapene på den norske børsen omtaler corporate governance. Orkla har i sin årsoppgave et eget avsnitt om corporate governance, og på sin hjemmeside har de en egen side med eierstyring og selskapsledelse. Det viser en bevissthet på corporate governance, og som Atle Vereide (finansanalytiker i Orkla Enskilda Securities) uttalte: ”Markedet vil merke seg selskapets holdning til corporate governance.” (Øyvind Thorsby, 2004, s. 337). Videre understreker OECD at corporate governance i hovedsak fokuserer på problemer som oppstår som følge av delingen mellom eierskap og kontroll, slik Adam Smith hevdet for over 200 år siden.

2.3 Agentteori¹

Agentteorien trekkes inn for å belyse betydningen av skillet mellom eierskap og ledelse, og styrets kontrollfunksjon. Når eiere overlater til ansatte ledere å drive bedriften for seg, gir de også fra seg muligheten til å utøve daglig styring og kontroll. Et spørsmål en kan stille seg i denne sammenhengen er som følger: Hvordan kan eierne være sikre på at lederen forvalter bedriften på beste måte og ikke sløser med eiernes ressurser, når eierne rent faktisk gir fra seg den daglige styringen og kontrollen?

¹ Refererer til følgende internettside:
<http://www.iscogroup.no/kunder/isco/isco.nsf/0/590F0B54D54ADCDC1256EBB004B8408#PERSPEKTIV>

Samspillprosessen – samspill eller motspill

I en organisasjon vil medlemmene stå i kontinuerlig interaksjon med hverandre. Dette kan utvikle seg i to retninger – samspill eller motspill. Samspill innebærer at det skjer en åpen interaksjon hvor enighet og uenighet kommer frem, og det arbeides bevisst for å tilfredsstille alle interessentene. Dersom konfliktene derimot fører til intriger og taktiske utspill, oppstår en situasjon preget av motspill. Personer og grupper kan varetta sine interesser i det skjulte og skaper et miljø hvor mistenkeliggjøring og destruktive følelser kan ta overhånd. I en slik situasjon vil ledelsesprosessen rammes. Målene som diskuteres er ikke reelle, prosessen med å løse problemene preges av underliggende interesser.

Problemene knyttet til motspill kan analyseres ved hjelp av agentteori. I denne teorien foretas en analyse av forholdet mellom en prinsipal og en agent. Et eksempel på et prinsipal-agent forhold vil være forholdet mellom en overordnet (prinsipal) og en underordnet (agent). Prinsipalen innehar med andre ord en maktposisjon som agenten til en viss grad må akseptere for å bli værende i organisasjonen. Samtidig er prinsipalen avhengig av de handlingene som utføres av agenten (Busch & Vanebo, 2000).

Det er tre hovedårsaker til at agentrelasjoner er problematiske i en organisasjon: (Busch & Vanebo, 2000, s. 334-336)

1 – Ulik målstruktur hos prinsipal og agent.

Dersom prinsipal og agent har ulik målstruktur, vil det alltid foreligge en mulighet for at agenten utøver en lederatferd som ikke er optimal ut fra prinsipalens synspunkt. Av den grunn er det viktig at målene klargjøres og konkretiseres i en aktiv samspillprosess mellom prinsipal og agent. I tillegg vil det være essensielt å skape målaksept og målorientering. Kontraktene mellom prinsipal og agent er i likhet med andre kontrakter ufullstendige, noe som gir agenten rom til å ivareta en selvstendig lederatferd. Problemene oppstår dersom agenten utnytter denne friheten til å jobbe i det skjulte mot mål som ikke er avklart med prinsipalen – agenten opptrer med andre ord opportunistisk. Personlige mål kan for eksempel prioriteres urimelig høyt i forhold til organisasjonens øvrige interesser.

Forutsetningen om opportunisme er på ingen måte uproblematisk. Innenfor agentteorien heter det at opportunistisk atferd ”kan forekomme”, hvilket betyr at opportunisme ikke er en

menneskelig egenskap, men en atferd som kan oppstå i visse situasjoner. Den viktigste årsaken til opportunistisk atferd er at samspillet mellom eierne og ledelsen ikke fungerer. Det kan for eksempel skyldes vanskeligheter i forhold til å komme frem til en forpliktende kontrakt om hvilke mål det er legitimt å legge til grunn, eller det kan rett og slett skyldes dårlig personkjemi. Dersom en slik situasjon oppstår kan samspillet gli over til motspill. Opportunistisk atferd betraktes vanligvis som et negativt fenomen, spesielt ut fra prinsipalens synspunkt. Det finnes likevel situasjoner hvor opportunisme kan forsvares ut fra en vurdering av hvilke konsekvenser det har for organisasjonens interesser. Et eksempel her vil være en situasjon hvor agenten presses til å arbeide mot prinsipalens personlige mål på bekostning av andre interesser, eller at prinsipalen fullstendig neglisjerer mål som er essensielle for agenten. Dersom agenten står i en avmaktssituasjon i forhold til prinsipalen, kan opportunistisk atferd i slike situasjoner langt på vei betraktes som legitimt ut fra en mer allmenngyldig synsvinkel.

Opportunisme kan trekkes inn i en teori på to måter. For det første kan det legges en forutsetning om opportunisme til grunn for hvordan en mener en organisasjon bør organiseres og ledes – et normativt utgangspunkt. Det innebærer at det iverksettes tiltak for å hindre opportunistisk atferd.

For det andre kan en forutsette at opportunisme er lagt til grunn for mange av de kontroll- og belønningssystemer som er utviklet. Teorier om opportunistisk atferd kan da benyttes til å forklare og beskrive en organisasjon på en bedre måte, altså et deskriptivt utgangspunkt. En kan altså skaffe seg større innsikt i hvordan en organisasjon fungerer ved å benytte begrepet opportunisme.

2 – Asymmetrisk informasjon

Prinsipal og agent ivaretar ulike oppgaver, og de har ulik kontaktflate med organisasjonens interesser. Det medfører at de hver for seg mottar en særegen informasjon, eller at informasjonen er asymmetrisk fordelt dem imellom. Av den grunn kan ikke prinsipalen vite om agenten utøver en atferd som er i samsvar med de inngåtte kontraktene. Det er dette forholdet som muliggjør opportunistisk atferd – prinsipalen har begrenset mulighet til å kontrollere agentens aktivitet.

Med asymmetrisk informasjon menes at agenten og prinsipalen har ulik tilgang på informasjon som har avgjørende betydning for selskapets drift. Det skilles gjerne mellom skjult informasjon og skjulte handlinger når vi snakker om asymmetrisk informasjon. Med skjult informasjon menes at bedriftens ledelse vet mer om dens fremtidige muligheter enn den utenforstående eieren. Med skjult mener vi ikke at informasjonen nødvendigvis er bevisst holdt tilbake, men at teknostrukturen i selskapet innehar så mye kompetanse og høy grad av spesialisering at informasjonen den fremskaffer ikke helt lar seg forstå i hele sitt omfang av prinsipalen. Informasjonen kan altså bli så omfangsrik, kompleks og spesialisert at den for prinsipalen fremstår som skjult. Galbraiths hypotese om ledelsens søk etter å minimere akseptabel avkastning som vi har nevnt tidligere i kapitlet, er et problem som oppstår når vi har skjult informasjon. Dette kan igjen gi selskapsledelsen for høy frihetsgrad, noe som bør forhindres. Noen vil til enhver tid vite mer enn andre i en bedrift. Ledelsen vil gjennom sine posisjoner og funksjoner kunne skaffe seg, og kontrollere, ulike former for informasjon.

I tillegg har vi det som kalles skjult handling. Med skjulte handlinger menes at bedriftsledelsen ikke kan dokumentere ovenfor eierne, sin løpende innsats og sin løpende informasjon om bedriftens resultater. Med andre ord har ikke eierne full oversikt over ledelsen. Bare agenten kjenner handlingen han utfører. Det antas at både agenten og prinsipalen handler rasjonelt. Hver for seg vil de i utgangspunktet ta de valg som gir dem den største selvske nytten. Agentteorien reflekterer at prinsipalen ovenfor agenten har et styringsproblem på grunn av disse skjulte handlingene og den skjulte informasjonen (Lone, 1999; Nilsen, 2005; Nilssen, 2005).

3 – Ulik risikoaversjon

Den tredje og siste hovedårsaken til at agentrelasjoner kan skape problemer, er at prinsipalen og agenten kan ha ulik risikoaversjon. Selv om målkonfliktene er minimale, kan agenten utøve en atferd som prinsipalen finner lite optimal.

Det finnes fire ulike muligheter for å løse den type problemer (motspill) som oppstår når agenten benytter seg av skjult informasjon og skjulte handlinger: (Busch & Vanebo, 2000, s. 337-338)

1. En kan forsøke å bygge opp en situasjon med stor trygghet og aksept for at flere mål er legitime for medarbeideren. Positive avvik bør føre til belønning, samtidig som

negative avvik ikke bør medføre straff. Det kan redusere graden av motspill i systemet.

2. En annen mulighet er å bygge opp kontrollrutiner med detaljert registrering av resultat og snevre rammer for handlinger. Dermed er det mulig å unngå de største utslagene av opportunistisk aktivitet. Det kan imidlertid oppstå en bieffekt hvor en kan få en byråkratisk organisasjon med liten fleksibilitet og dårlig utnyttelse av medarbeidernes ressurser. En kan havne i en ond sirkel hvor motspillet øker, og mye av ressursene brukes til å holde spillet i gang. Et annet element i forhold til kontroll er at det kan oppstå en mistenksomhetskultur i en bedrift dersom det blir for mye kontroll av de ansatte. Det vil føre til dårligere arbeidsmiljø og være ødeleggende for bedriften.
3. Det kan bygges opp en belønningsstruktur som gir sterke insentiver for å arbeide mot organisasjonens mål. På den måten kan organisasjonen bli en viktigere interesse for medarbeideren. Belønningene kan i tillegg utformes slik at god måloppnåelse gir positive virkninger for andre interesser. Medarbeideren kan for eksempel tilbys oppgaver som også representerer en interessant og personlig utvikling, eller oppgavene kan utformes på en måte som gjør det mulig for medarbeideren å kombinere jobb og familieliv på en positiv måte. Dette er en strategi som kan løse en del av motspillproblemene. Medarbeideren kan motivers til å arbeide mot organisasjonens mål, men det vil likevel være et problem at målene bevisst settes for lavt.
4. En kan forsøke å bygge opp en sterk indre kultur hvor medarbeiderne identifiserer seg med organisasjonens mål. Måloppnåelse blir da viktig for den enkelte medarbeider, ikke ut fra egen nytte, fordi målene i seg selv er verdifulle.

I et agentteoretisk perspektiv vil det medføre kostnader for eierne å få ledelsen til å arbeide i deres interesse. For å søke å redusere agentkostnadene har selskapet et styre. Styret skal føre kontroll med at agentene handler i prinsipalenes interesse, samt beskytte eierne mot at ledelsen bemektiger seg på bekostning av dem. Man søker å finne optimale insentivstrukturer mellom prinsipaler og agenter, slik at agenter ved å maksimere egen nyttefunksjon samtidig maksimerer prinsipalens nyttefunksjon (Bradach & Eccles, 1989; Reve & Grønlie, 1993). I agentteorien skal styret utføre en kontrollfunksjon på vegne av eierne. Styrets viktigste oppgave er å styre agentenes handlinger for å sikre deres effektivitet og for å beskytte

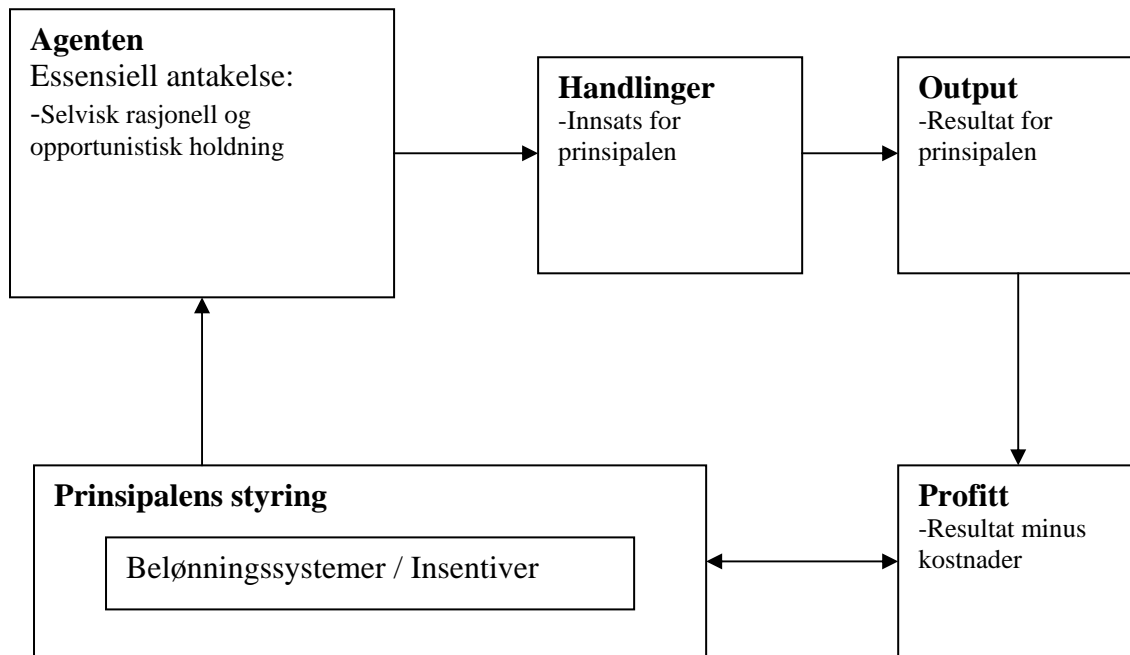
prinsipalens interesser. Styret skal medvirke til at eiernes formue maksimeres og at agentkostnadene reduseres (Zahra & Pearce, 1989).

Styremedlemmene skal ha kompetanse og bidra til utvikling av selskapet ved å bruke sine styringsmekanismer gjennom rekruttering, belønning og avskjedigelse av daglig ledelse, samt vurdering av daglige ledelse og selskapets atferd og resultater (Huse, 2003). Fungerer ikke styret i eiernes interesse, kan eierne utøve kontroll over styret gjennom å skifte ut styremedlemmene og eventuelt saksøke dem. Det er eierne som velger styret gjennom flertallsbeslutning på generalforsamlingen, jf aksjeloven/allmennaksjeloven § 6-3, med unntak for ansattrepresentanter som velges av og blant de ansatte, jf § 6-4.

Gjennom sin fremstilling av agentteorien konsentrerer Fama & Jensen (1983) seg særlig om hvordan en skal sikre uavhengighet fra ledelsen. De foretar en inndeling i arbeidsoppgaver mellom styre og ledelse. Det er således først og fremst ledelsen som kommer med forslag til beslutninger, styret godkjenner, ledelsen gjennomfører og styret kontrollerer. Det er da viktig med uavhengighet blant styremedlemmene for å kunne gjennomføre disse punktene. Det forutsetter igjen at styremedlemmene har kompetanse (Fama & Jensen, 1983). Det hjelper ikke å være uavhengig om du ikke kan stille de kritiske spørsmålene. Styret må aktivt ta tak i saker og sette agenda for det strategiske grunnlaget (Huse, 2003). Gjennom de krav som stilles til styrets årvåkenhet for å kunne utøve kontroll over selskapets ledelse, blir rekrutteringen av styremedlemmer sentralt. Dersom styremedlemmene velges på bakgrunn av ledelsens initiativ og innspill, vil man risikere at styret kun blir et redskap for ledelsen og at det dermed ikke har den distanse som en funksjonell kontroll krever.

Ut fra agentteoriens forventning om en opportunistisk grunnholdning hos agentene, vil motivene for sammensetning av et styre kunne være helt andre enn de forventninger og ønsker prinsipalene har. Styret kan bli et redskap for ledelsen (klanstyre), det kan rekrutteres styremedlemmer som er så passive at ledelsen kan gjøre det den selv vil (tantestyre), eller styret kan bli tillagt så mye makt og kontroll over valg av styremedlemmer at styret får den fulle kontrollen (barbarstyre) (Huse, 2003). For å unngå at styret blir et redskap for ledelsen, er det en forutsetning at eierne selv bidrar til at styret blir et aktivt redskap for dem i utøvelsen av kontroll med ledelsen. Det forutsetter struktur i rekrutteringen til styrene.

Hovedkomponenter i agentteorien:



Figur 2.3, (Lone, 1999, s. 9).

Agenten er selvisk rasjonell og har en opportunistisk holdning. Agenten kan derfor i utgangspunktet utnytte prinsipalen så sant skjulte handlinger og den skjulte informasjonen gjelder. Prinsipalens styring av agenten blir bare effektiv ved incentiver som gjør at agenten frivillig velger handlinger som er til det beste for prinsipalen. Incentiver er med andre ord et instrument som skal kunne minske agentproblemene. Dette er en forpliktelse til agenten, en agentkostnad, og må tjene agentens interesser for at de skal ha noen virkning.

Agentkostnader er kostnader forbundet ved et agent/prinsipal forhold. Disse kostnadene er definert som summen av (Clarke, 2004):

1. Overvåknings- og kontrollkostnader for prinsipalen
2. Utgifter forbundet med forpliktelsene til agenten
3. Residualkostnadene

2.4 Humankapitalteori

Humankapitalteori er en sentral teori for generell lønnsdannelse, og kan også benyttes på lederlønn. Teorien går ut på å måle lederens kvalitet og se på lederens kompetanseunikhet. Det fokuseres på lederens unike bidrag for å oppnå organisasjonenes resultater, også kalt ledelsesbidragsteorien. Forutsetninger for humankapitalteorien er at vi har et velfungerende ledermarked der eiere og styre klarer å skille mellom de ulike kandidatene for å finne den mest verdifulle lederen, og avlønne vedkommende deretter. I Norge er denne teorien viktig for å forklare avlønningen av toppledere, og globaliseringen av arbeidsmarkedet gjør at denne teorien blir stadig viktigere over landegrensene. Det er likevel fortsatt store avvik i lederlønningene mellom land. Norge på sin side er et land med moderate lederlønninger i forhold til mange andre land, og det kan tyde på at det globale ledermarkedet ikke er fullt ut effektivt (Randøy & Skalpe, 2007). Det kan også nevnes at det oppstår et måleproblem når vi skal vurdere toppledernes ytelse. I et senere kapittel kommer vi nærmere inn på humankapitalen og måleproblemer.

2.5 Ledelsesmaktteori

Ledelsesmaktteorien fokuserer i likhet med agentteorien på at både agent og prinsipal ønsker å maksimere sine interesser. Denne teorien forutsetter derimot at prinsipalen i liten grad greier å styre lederlønnsutviklingen. Nivået på lederlønningene kan forklares ved at lederen får for mye makt og kontroll til å styre sitt eget lønnsnivå. Styret vil i denne sammenheng ikke gjøre den jobben det er satt til. Prinsipalen, ved styret, makter ikke å gi de riktige insentivene og den riktige belønningen – forutsetningene for agentteorien er dermed ikke oppfylt. Det er generelt akseptert at lederens lønn vil være høyere desto mer makt vedkommende innehar i organisasjonen (Randøy & Skalpe, 2007).

Problemet rundt ledelsesmaktteorien ble diskutert så tidlig som i 1932 av Berle og Means i boken "The Modern Corporation and Private Property." De pekte på at eierskapet i de store selskapene var meget spredt, gjerne med mange små investorer. Disse investorene er ofte passive aksjonærer som ikke har innflytelse på selskapets styring, og dermed ikke kontroll over avgjørelsene i selskapet. Ved stadig større fravær av eierkontroll i selskapene, vil ledelsen og styret overta kontrollen over selskapet. Ledelsen vil opprettholde sin kunnskap

samt skaffe seg stadig mer kunnskap, og dermed får de også mer makt og kontroll. Fra et ledelsesmaktteoriperspektiv er det rasjonelt av toppledere å vektlegge størrelsen på selskapet som basis for avlønningen. Videre har toppledere større muligheter for å bestemme bedriftens størrelse enn bedriftens resultat ved oppkjøp og fusjoner. Selskaper med spredt eierskap og gjerne store og lite uavhengige styrever, er typiske selskaper hvor ledermakt erstatter eiermakt, og ledelsesmaktteorien gjør seg særlig gjeldende.

Belønningen til den enkelte bestemmes grovt sett av:

- Hvor mye som ytes eller arbeidsinnsats. Dette måles ofte i arbeidstimer.
- Egenskaper ved den ansatte, som kompetanse og ansiennitet.
- Egenskaper ved stillingen og stillingens krav til kompetanse og ansvar.
- Resultatene som oppnås, det være seg det løpende resultat eller det akkumulerte resultat.
- Arbeidsmarkedet generelt, lønnsnivå i markedet m.m.

Resultatbaserte personalgoder	Personalgoder	Frynsegoder; varer og tjenester
Faste personalgoder		Sikring av fremtidig inntekt ved høy alder, med mer
Resultatlønn	Lønn	Kontanter, utbytte, billige aksjer, aksjeopsjoner
Grunnlønn		m.m.

Figur 2.4 (ECON, 2000).

I tillegg til belønningen nevnt i modellen ovenfor, har vi sosiale og psykologiske belønninger som status, makt og anseelse. Disse er vel så viktige når vi snakker om belønning til toppsjefene.¹

¹ Modellen 2.2 er hentet fra Econ-rapport 32/2000 side 2. I tillegg til momentene nevnt i denne modellen, mener vi at de sosiale og psykologiske insentiver bør nevnes.

2.6 "Social comparison theory"

Social comparison theory (Festinger, 1954) innebærer at den enkelte evaluerer sine resultater og prestasjon gjennom å sammenligne seg med andre personer i lignende stillinger. Videre blir denne teorien brukt til å måle ledelsens prestasjoner opp imot ledelse i andre firmaer på samme nivå. For at selskapene skal tiltrekke og holde på gode ledere, bør det sørges for at avlønningen for ledelsen i selskapet ligger på samme nivå som i tilsvarende selskaper. Ellers vil det kunne være fristende for lederen å ønske seg til et annet selskap som gir høyere kompensasjon for tilsvarende arbeid. Problemet med denne teorien ligger i at dersom den brukes som argument for høyere avlønning, vil det kunne føre til at ledelsen får betalt selv om prestasjonene ikke er gode. Dessuten kan det være at ledelsen i tilsvarende stillinger er overbetalt, som igjen fører til for høye lederlønninger generelt i markedet. Som vi nevner senere i oppgaven oppstår det et måleproblem ved ledelsens prestasjoner. Denne teorien kan være med på å rettferdiggjøre avlønningen i et selskap, selv om ledelsens prestasjon ikke har latt seg måle. En annen grunn for å betale ledere bedre enn gjennomsnittet er at ingen vil bli beskyldt for å ha valgt den billigste løsningen dersom bedriften skulle gå dårlig. Ved å hente inn en vel ansett leder og betale vedkommende godt, vil bedriften i hvert fall unngå kritikk på dette området.

3 Incentiver

3.1 Ulike incentiver og motivasjon

Grunnleggende økonomisk teori tilsier at en enkeltperson i utgangspunktet søker å handle etter egne interesser. Dette er en innebygd, rasjonell handling i enkeltindividet. Ikke bare er dette en grunnleggende antakelse for enkeltpersoner som aktører i uavhengige, økonomiske markeder, men også for enkeltpersoner internt i organisasjoner. Dette motivet hos enkeltmennesket har spesielt kommet til uttrykk gjennom anbefalte og anvendte prinsipper for hvordan man skal organisere forholdet mellom eiere, styret og ledelsen i selskapene i næringslivet – kalt corporate governance. Gjennom implementering av belønnings- og kontrollsystemer skal koblingen mellom hver enkelt ansattes ytelse og den økonomiske belønningen forsterkes (Kuvaas, 2005).

Teorien om den menneskelige motivasjon basert på egeninteresse som hoveddrivkraft, bør tilsi at kilden til bedre prestasjoner ligger i den indre motivasjonen, og ikke kun i de ytre incentiver. Hovedutfordringene i corporate governance blir å forene de motstridene interessene til eiere og ledelse slik at de jobber mot felles mål. Dersom det skal oppnås må man ha kontinuerlig overvåkning av ledelsen, samt gi ekstra belønninger og incentiver for prestasjoner og innsats som gagnar selskapet.

Kompensasjon beskrevet som ytre incentiver kan være lønn, bonuser, opsjoner eller forfremmelse. Høy fokus på de ytre incentivene har ført til en opphusing av lønningene til topplederne. Lønningene blir av en slik karakter at det ikke er pengene i seg selv som er drivkraften til topplederne, men heller symbolikken i den høye avlønningen. De psykologiske incentivene tar overhånd for de monetære incentivene, slik som makt og prestisje. Dette er belønning som gir vel så gode incentiver som lønn i monetære former.

Forskningsstudier har vist at eiere og styret overvurderer behov for kontroll av de ytre incentivene, samt undervurderer den indre motivasjonen. Den indre motivasjonen bygger på lojalitet, involvering og engasjement hos ledelsen med sterke sosiale og psykologiske bånd til organisasjonen. Der kilden til ytre motivasjon ligger i resultatet som følge av jobbaktiviteten, ligger den i den indre motivasjonen i det å gjøre aktiviteten. Å gi indre incentiver vil føre til at

lederen liker jobben, ønsker å utvikle sine ferdigheter, samt deltar frivillig for å nå organisasjonens mål. Det er med andre ord viktig å få frem dypt engasjement hos lederen. Jobbautonomi og tilbakemeldinger på godt utført jobb er eksempler på indre insentiver som er viktig for å skape dette engasjementet. For topplederstillinger vil også en konsekvens av indre insentiver føre til sterkere avhengighetsfølelse til selskapet. Dermed vil bedriften lettere kunne holde på en dyktig toppleder, selv om lederen er ønsket i et annet selskap med høyere betaling. Det innebærer at det ikke bare er god betaling i seg selv som gjør at ledelsen gjør en god jobb (Ryen & Knudsen, 2005).

I Dagens Næringsliv, 17. November 2006, kunne vi lese at Baksaaas begrunnet sin opsjonsavtale med at han ville ha gjort en dårligere jobb uten avtalen (Skaalmo, 2006). Det vil si at han ikke i like stor grad ville opptrådt i tråd med selskapets og eierens interesser. Baksaaas må ha visst at et slikt utsagn ville oppfattes som politisk ukorrekt – til tross for det valgte han å uttale seg slik han gjorde for å få frem et poeng. Det viser at de ytre insentivene har stor innvirkning på topplederne, og bruk av ytre insentiver er en trend som er vanskelig å snu. En av hovedgrunnene til at dette skjer, er at organisasjonene legger opp til at lederne opptre i tråd med forventningene og organisatoriske betingelser basert på økonomisk teori. Det er den samme logikken som ligger til grunn for corporate governance. Som styremedlemmer, arbeidsgivere eller ledere tror vi at medarbeiderne trenger ekstra betaling for å gjøre en god jobb, eller at medarbeiderne gjør en bedre jobb dersom betalingen for jobben er knyttet direkte til hvor mye eller hvor godt de jobber. Med andre ord er prestasjonsbaserte insentiver og andre former for ytre belønning for mange den enkleste og mest effektive måten å motivere personer på. Problemet med denne avlønningen er å verdsette prestasjonene. Det oppstår her et måleproblem som kan føre til at ledelsen blir avlønnet på feil grunnlag. Det vil vi komme nærmere inn på senere i oppgaven.

Det er liten tvil om at økonomiske insentiver er godt egnet til å gi en midlertidig tilpasning av atferd. Det er imidlertid ikke særlig tvil om at økonomiske insentiver er lite egnet til å skape vedvarende endringer i holdninger, verdier eller atferd. Likevel synes de fleste av oss å ha en sterk tro på kvalitetene ved økonomiske insentiver som det grunnleggende styrings- og organiseringsprinsippet i arbeidslivet og ellers. Flere studier viser at våre teorier om menneskelig motivasjon innebærer at vi forklarer vår egen motivasjon med motiver som at jobben er interessant og spennende, mens vi tror at andre trenger ytre stimulans for å gjøre en god jobb (Kuvaas, 2005).

Hovedmålene med prestasjonsbaserte belønningssystemer er å øke organisasjoners produktivitet gjennom høyere og mer målrettet arbeidsinnsats, samt å tiltrekke seg og beholde viktig arbeidskraft (Kuvaas, 2005). Hvorvidt slike belønningssystemer faktisk er egnet til å skape de resultatene de er ment å skape, er mer usikkert. Vi mangler kunnskap om en rekke utfordringer knyttet til å få et tilsynelatende enkelt prinsipp til å fungere i praksis. En spesielt viktig utfordring knytter seg til forholdet mellom indre og ytre motivasjon.

3.2 Økonomiske insentiver

De tre hovedvariablene av insentiver er makt, prestisje og lønn. De økonomiske insentivene er forklart under den siste variabelen, lønn. Insentiver er definert som kompensasjon, annet enn basislønn og gasje, som varierer etter den ansattes prestasjoner og resultater. Eksempler på økonomiske insentiver er aksjer, opsjoner og bonuser – i denne oppgaven begrenser vi oss til opsjoner. De økonomiske insentivene kan måles i monetære termer, og disse har den siste tiden vært kritisert i media. Disse er de ”mest synlige,” ettersom dette er insentiver som kan måles i kroner og som er beskrevet i notene i regnskapet og årsrapporter.

Den effektive bruken av insentiver bygger på tre antagelser: (Martocchio, 2006)

- Den enkelte lederen blir betalt forskjellig i forhold til hvor mye vedkommende tilfører bedriften – ikke bare i *hva* vedkommende gjør, men hvor *godt* han/hun gjør det.
- Selskapets totale ytelse er i stor grad avhengig av den enkeltes prestasjoner.
- Ledelsen må avlønnes for deres relative prestasjon. Dette for å skape og opprettholde motivasjonen til å yte best mulig innsats.

Problemet med økonomiske insentiver som belønning er, som diskutert tidligere, at den bygger på den ytre motivasjonen. Den stikker ikke like dypt som den indre motivasjonen, og får dermed ikke frem det dype engasjementet. Dessuten antas det at nytten av monetær belønning, over et visst nivå, avtar ved stigende lønn. Det taler for at de økonomiske insentivene har en avtagende virkning på motivasjonen desto høyere verdi de har.

3.3 Sosiale og psykologiske insentiver

”Hvordan ledere belønnes er ofte viktigere enn hvor mye de belønnes” (MacKenzie & Lee, 1998). Økonomiske insentiver er ikke de eneste insentivene. Ledere er ofte også motivert av sosiale og psykologiske insentiver. Nyttene av lønningene avtar med lønnsveksten. De høye lønningene er ikke lenger kun et økonomisk insentiv, men et psykologisk og sosialt insentiv. Høy lønn gir status, prestisje og anseelse. I enkelte tilfeller kan det også tenkes at det ikke er noe økonomisk insentiv å oppnå organisasjonens mål, men derimot sosiale insentiver som er drivkraften. Å bli medlem i en eksklusiv golfklubb eller få VIP-kort på byens ”hotteste” nattklubb, kan også være gode insentiver. Opprettholdelse av den sosiale status er for mange langt viktigere enn ytterligere 1 million i lønn. Frykten for å bli holdt utenfor eller bli stengt ute av det gode selskap, oppmuntrer til å handle etter de sosiale forventningene. Ønsket om sosial aksept er en iboende biologisk egenskap hos mennesker. De sosiale og psykologiske insentivene er derfor gode insentiver for toppledere til å handle etter bedriftens interesser (Olson, 1965).

3.4 Makt som insentiv

Makt er definert som evnen til å nå sine mål, med/mot andres vilje og interesser. Desto mer man oppnår av sine egne mål på tvers av andres vilje og interesser, desto mer makt har man.¹ Mektige ledere tar viktigere avgjørelser som har potensielt stor innvirkning på firmaets prestasjoner og resultat. Mindre mektige ledere foretar færre viktige avgjørelser. En konsekvens av det er at ledere med ansvar har en tendens til å være mer motivert. En annen konsekvens er at mektige ledere er mer synlige, og deres avgjørelser er lettere å observere for utenforstående. En slik leder vil ofte anses av utenforstående å være en sterk og autoritær leder, som kan være positivt for et selskap. Men det er viktig å huske at makt skiller seg fra autoritet. Autoritet gjør det mulig å få gjennomført mål mot andres interesser uten at det skjer mot deres vilje. Autoritet inneholder et element av legitimitet som ikke finnes i makten.

Makt er begrenset i et selskap, og dersom et selskap vil endre maktstrukturen vil det føre til at noen får mer makt, mens andre får mindre makt. Av den grunn er maktoppnåelse et insentiv for lederen. Ved å gi lederen makt vil vedkommende motiveres, som igjen kan gjøre det

¹ <http://no.wikipedia.org/wiki/Makt>

enklere å ta upopulære avgjørelser. Dette er en spesielt viktig del, selv om det ikke er en attraktiv del av lederstillingen. Det må legges vekt på at det er viktig at denne makten er gitt som et gjennomtenkt insentiv, og at den er kontrollerbar for styret. På den måten vil ikke lederen misbruke makten til egen fordel.

Dersom det er høy frihetsgrad, kombinert med en mektig ledelse, kan det føre til at ledelsen bruker makten til egen fordel (Aghion & Tirole, 1997). Mektige ledere har større insentiv til å samle informasjon, som fører til at de enklere kan definere avgjørelser som vil maksimere deres private interesser. Men, som nevnt tidligere, vil det ifølge agentteorien være målkongruens mellom ledelsen og selskapet. Av den grunn vil en maksimering av lederens interesser gagne selskapet i tillegg.

Selv om ledelsen vil bruke sin makt ineffektivt, vil konkurranse i ledermarkedet føre til en begrensning av denne problematikken (Ortega, 2003). Ortega har gjort en undersøkelse som viser at det er lønnsomt å fordele makt ujevnt blant ledelsen. For det første, dersom innsats måler sammenhengen mellom lederes handlinger og bedriftens interesser, må makt og prestasjon være komplementære: dersom en leder velger å yte større innsats, er det lønnsomt for bedriften å gi mer makt til vedkommende, fordi organisasjonen på denne måten vil dra større fordel av den innsatsen som lederen allerede yter. Videre, ved mer makt, vil lederen innse at han er mer synlig for markedet og dermed yter en bedre innsats. Det vil da være lønnsomt å gi lederen mer makt. For det andre er synligheten økende dersom en får mer makt: dersom en leders makt øker, vil også vedkommende bli mer synlig. Dette resultatet er endogent utledet fra modellen, og det impliserer at dersom en går bort fra en perfekt lik fordeling av makt, er økningen i innsats til lederen som har fått mer makt, større enn reduksjonen i den andre lederens innsats.

3.5 Opsjoner som insentiv

Opsjoner til ansatte er et relativt nytt fenomen i Norge, men den siste tiden har det blitt en populær belønning, og da særlig til topplederne. Omfanget av opsjonsordningene har vært lite belyst inntil nylig. For mange avislesere er opsjonsbegrepet forbundet med fete overskrifter, hemmeligholdelse og milliongevinster til toppledere. En opsjonsavtale kan defineres som en rett, men ikke plikt, til å kjøpe eller selge en aksje til en på forhånd avtalt pris. Ordet opsjon

stammer fra det latinske ordet "optio" som betyr fritt valg, og det er valgfriheten ved opsjoner som er det mest karakteristiske ved denne ordningen. Valget er knyttet til hvorvidt man ønsker å innløse opsjonen ved utøvelsestidspunktet eller ikke. Dersom aksjekursen på utøvelsestidspunktet er høyere enn innløsningsprisen, vil den ansatte som regel innløse opsjonsavtalen. Differansen mellom innløsningsprisen og markedsprisen på aksjen er dermed den beregnede gevinsten. Dersom innløsningsprisen er over markedsprisen på aksjen er opsjonen verdiløs og vil ikke bli tatt i bruk.

Det er viktig å få frem at en opsjonsavtale aldri vil føre til tap for en toppleder som innehar en slik avtale. Av den grunn er det et viktig insentiv til å oppnå en så høy aksjekurs som mulig, slik at den vil gi gevinst. Selv om opsjoner synes å være et godt insentiv til topplederne, kan det føre til at de fokuserer så mye på gevinst i sitt opsjonsprogram at det går ut over bedriften. Etter teori nevnt tidligere om maksimering av egen nytte, vil en toppleder forsøke å maksimere sin gevinst, noe som kan gå utover bedriften på lengre sikt. Eksempelvis kan en toppleder maksimere inntekter på kort sikt for å høyne aksjeprisen frem til innløsningstidspunkt. Topplederen kan dermed "manipulere" aksjeprisen slik at den gagnar hans interesser. Det kan for eksempel gjøres ved oppkjøp/hindring av oppkjøp, eller salg av aktiva for å oppnå gevinster på kort sikt. Dette er problemer som kan oppstå ved for dårlig definerte opsjonsavtaler, og er en konsekvens av det vi kaller dårlig eierstyring.

Ifølge insentivteori kan opsjoner brukes for å sikre at ledelsen ikke forfølger andre interesser enn det som er intensjonen fra eierens side. Eksempler på atferd hos ledelsen som kan være i konflikt med eiernes interesser:

1. Maksimering av bedriftens størrelse. Bedriftsledelsen prioriterer vekst fremfor økt lønnsomhet fordi det gir prestisje til topplederen å lede en stor bedrift.
2. Unngår risikofylte prosjekter. Lederen unngår kommersiell risiko i frykt for å miste jobben dersom det går galt.
3. Motarbeide fusjons- og oppkjøpstilbud av frykt for å miste egen posisjon i selskapet.
4. Utsette ubehagelige avgjørelser og rasjonaliseringstiltak fordi det er ubehagelig og gjør lederen upopulær.

Ved å bruke opsjoner som insentiver, og disse er veldefinerte og forklarte, gis det økonomiske motiver for å øke aksjekursen, noe som vil sikre en felles målsetning mellom eiere og ledelse.

Opsjoner vil være spesielt nyttig for alle parter dersom lederen kan påvirke aksjekursen gjennom egen innsats, og dette kan måles på en god måte. Videre er det nødvendig at lederen påvirkes av de økonomiske insentivene, ikke er risikoavers og opsjonsavtalen gir kontinuerlige insentiver (Thoresen, 2001).

I boken "Opsjoner i arbeidsforhold," er det gjort en undersøkelse om teoretiske forklaringer på hvorfor enkelte selskaper tilbyr opsjoner som belønning. Det legges her vekt på 5 hovedgrunner for at opsjoner tilbys til toppledelsen:

1. Ledelsen får sammenfallende interesser med aksjonærene.
2. Det letter rekrutteringen av nøkkelpersoner og binder dem til selskapet.
3. Opsjoner "limer" selskapet sammen.
4. Forventningene i aksjemarkedet blir tilfredsstillt.
5. Avlønningen tilpasses selskapets likviditet.

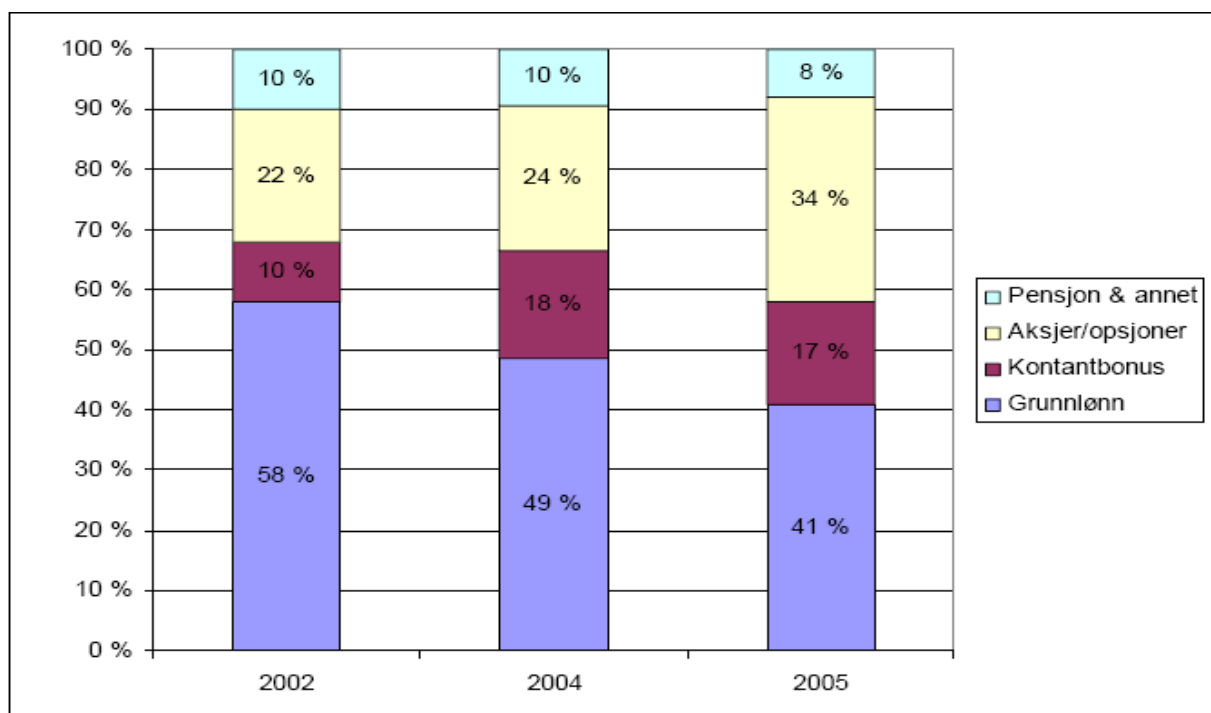
Ved at ledelsen og eiere får sammenfallende interesser vil det oppstå et felles mål om maksimering av avkastningen på aksjene. Ved å gi opsjoner vil ledelsen ha insentiv til å yte ekstra for at selskapet skal gå bra. Uenighetene som oppstår i denne sammenheng er størrelsen og omfanget på opsjonsprogrammene. Den siste tiden har flere opsjonsprogrammer blitt karakterisert som rene gavepakker til toppledelsen. Senere i oppgaven skal vi diskutere avlønningen av toppledelsen, og fordelingen av overskuddet mellom eierskapet og ledelsen.

Punkt nummer to tar for seg tilknytning av nøkkelpersoner og deres avhengighet til selskapet. Det er avgjørende for selskapene å ha en god ledelse, og det er dermed viktig å tiltrekke seg personer med høy kompetanse. Disse personene har ofte trygge og godt betalte jobber andre plasser, og for å tiltrekke seg disse må en ha gode lokkemidler. Ved lav likviditet i selskapet er opsjoner en god måte å lokke til seg denne kompetansen samt beholde dem. Særlig i nyetablerte selskaper der likviditeten er lav, men behovet for kompetent arbeidskraft er høy, er opsjoner en god avlønningsform. Dette så vi særlig på 90-tallet med IT-selskapene.

Tildeling av opsjoner kan også fungere som et slags lim i organisasjonen, der nøkkelpersoner blir knyttet til utviklingen og utvidelsen av selskapet. Men tildeling av opsjoner til nøkkelpersoner er ikke alltid uproblematisk, ettersom det er et godt tegn utad hvilke personer som verdsettes høyest i bedriften. Det kan skape strid og uro innad i et selskap (Thoresen, 2001).

Et annet viktig punkt å få frem er selskapets evne til å tilfredsstille forventningene til sine interessenter. Særlig utenlandske investorer har forventninger om at insentiver blir brukt for å få aksjekursen til å stige. Utenlandsk eierskap fører også ofte til høyere avlønninger til toppsjefene ifølge en norsk forskningsrapport som tar for seg lederlønnsutviklingen i Norge de siste 10 årene (Randøy & Skalpe, 2007). Den konkluderer med at utenlandsk eierskap/styre er en av hoveddrivkreftene bak lederlønnsdannelsen i Norge, og dette kan knyttes opp mot kravet om høy aksjekurs og opsjonsprogrammer.

Følgende vises en oversikt over lederlønns sammensetningen i norske børselskaper:

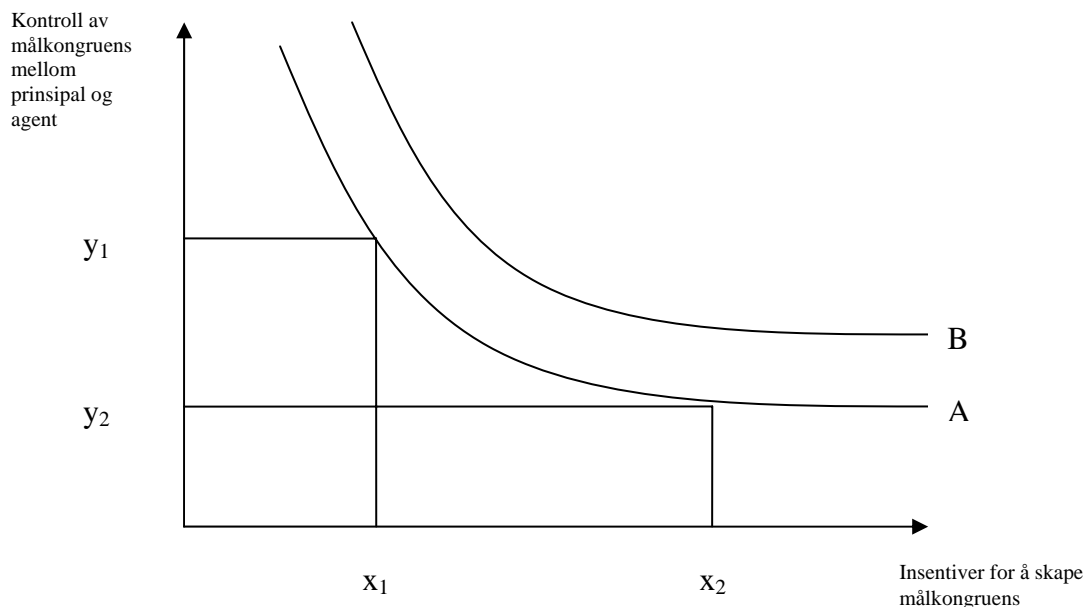


Figur 3.1, (Randøy & Skalpe, 2007, s. 15)

3.5 Teoretisk rammeverk

På basis av litteraturen har vi valgt å sette en del kritiske variabler i en idealistisk og systematisk sammenheng. Den første tar for seg to beslutningsvariabler som er hyppig brukt i corporate governance og agentteori. Disse beslutningsvariablene er kontroll (y) og insentiver (x). Disse brukes i forskjellig mengde for å oppnå målkongruens mellom eier ved styret, og ledelsen i selskapet.

Forholdet mellom overvåkning (kontroll) og insentiver kan idealisert anskueliggjøres gjennom følgende figur:



Figur 3.2 Idealisert anskueliggjøring av forholdet mellom kontroll og insentiver.

Figur 3.2 viser at det ved høyt nivå av kontroll av målkongruens mellom prinsipal og agent, er mindre behov for insentiver til ledelsen for å skape målkongruens, illustrert ved (y_1, x_1) . Insentivene består av makt, lønn og prestisje. Motsatt viser den at dersom det er et høyt nivå av insentiver, trengs det mindre kontroll og overvåkning av agenten, illustrert ved (y_2, x_2) . Kurven i grafen viser målkongruensnivået til bedriften ($B > A$). Dersom bedriften ønsker et høyere nivå av målkongruens, vist ved kurve B, må bedriften øke mengden av enten kontroll eller insentiver, eventuelt begge deler. Vi får altså høyere målkongruens. Hensikten med

denne figuren er å illustrere at det er et substitusjonsforhold mellom insentiv og overvåkning, og at det kan være forskjellig nivå av målkongruens. Problemer kan oppstå dersom det heller mye til den ene siden, eller trygghetsnivået blir for høyt eller for lavt. Dersom det er mye kontroll og overvåkning kan dette bli plagsomt, og føre til misnøye hos agenten. Det kan føre til en mistenksomhetskultur, som kan være veldig skadelig for bedriften. Det kan for eksempel gå utover prestasjonen til agenten, eller føre til at vedkommende sier opp jobben. Derimot kan det, med for lite kontroll, oppstå en situasjon der agenten blir for sterk og mektig. Det kan slå negativt ut på innsats, samt føre til en situasjon der agenten følger egne interesser fremfor prinsipalens. En utfordring for prinsipalen blir å skape et riktig forhold mellom bruk av insentiver og bruk av overvåkning. Det finnes bedre og mindre gode former for kontroll og insentiver, men dette tas ikke hensyn til i denne idealistiske modellen.

Figur 3.3 tar for seg en idealisert klassifisering av fire basissituasjoner. Den er ideell i forhold til å anskueliggjøre målproblematikken på en klar måte.

		Ekstern utvikling (Konjunktur)	
		God	Dårlig
Intern utvikling (Ledelse, drift)	God	A + +	B + -
	Dårlig	C - +	D - -

Figur 3.3 Idealisert klassifisering av fire basissituasjoner.

Denne modellen tar for seg målproblematikken som oppstår ved vurdering av lederen. Den viser hvilke tilfeller man kan påvise god ledelse og når man kan påvise dårlig ledelse. Vi skiller mellom ekstern utvikling og intern utvikling. Med ekstern utvikling menes konjunkturerne i markedet, og vi skiller mellom lav og høy konjunktur. I modellen kalles dette god eller dårlig utvikling i markedet. Den interne utviklingen er driften i selskapet, og

henviser til ledelsen i selskapet. Modellen deler inn i god og dårlig intern utvikling/ledelse. Dersom vi har høykonjunktur i markedet og god ledelse internt, vil eierne stort sett være fornøyd og det skaper dermed ingen stor problematikk. Det vil av den grunn være grunnlag for å gi ledelsen høy lønn (A). Men med en god ekstern utvikling vil til og med en tåpe kunne skape gode resultater (C). Lederegenskapene vil ikke være like synlige i oppgangsperioder. Et eksempel på dette er Enron fra 1986 til 2002, hvor Kenneth Lay ledet selskapet i et marked preget av høykonjunktur. Selskapet gikk strålende helt til det ble skifte i konjunktoren, hans dårlige lederegenskaper ble avdekket, og selskapet gikk konkurs. Det er altså vanskelig å se dårlig ledelse i gode tider, mens det er tilsvarende vanskelig å se god ledelse i dårlige tider (B). Dersom det er dårlig utvikling i markedet, samtidig som det er dårlig ledelse i selskapet (D), vil bedriften gjerne gjøre det svært dårlig, og i mange tilfeller gå konkurs. Av den grunn oppstår det heller ikke her stor problematikk i forhold til vurderingen av lederen. Det vil i denne situasjonen være enklere å skille god ledelse fra dårlig ledelse. I situasjonen i kvadrant D, vil det ikke være grunnlag for høyere avlønning av lederne.

I kvadrant B og C oppstår problemet med å skille mellom god og dårlig ledelse. I kvadrant C har vi en situasjon med høy konjunktur i markedet, men likevel en dårlig intern utvikling. I denne situasjonen vil det oppstå problemer med å peke på dårlig lederskap. Men i kvadrant B har vi motsatt; dårlig ekstern utvikling men en god intern utvikling. Også i denne situasjonen er det vanskelig å klassifisere lederen. I situasjonen i kvadrant A gjør ledelsen en god jobb og bør belønnes deretter, men i B og C er måleproblematikken meget stor.

Problemet med denne fremstillingen er at den tar for seg ytterpunkter. Det er enkelt å konkludere dersom vi står i disse ytterpunktene. Det vil i de fleste tilfeller være langt mer komplisert, og i de fleste tilfellene ligger selskapene et sted mellom ytterpunktene. Dermed er det kanskje enda vanskeligere å skille en god ledelse fra en dårlig ledelse.

Temaet kontroll og insentiver er selvfølgelig mer sammensatt. Det er gode og dårlige former for kontroll og insentivordninger. Det må foretas ei avveining av de direkte og de indirekte kontrollkostnadene, og de må veies opp mot insentivprogrammets kostnad.

4 Lønnsnivået i vekst ¹

Stadig flere artikler i store, anerkjente internasjonale tidsskrifter, tar for seg problemstillinger knyttet til lederlønninger og de økende forskjellene mellom fattig og rik. Vi vil med bakgrunn i en survey fra The Economist utgitt 20. januar 2007, og en artikkel fra Financial Times fra 20. desember 2006, gå inn på denne problematikken. Her vil vi blant annet se på årsakene til at lønningene har steget og problemene som denne stigningen har medført.

Ledernes lønninger har hatt en meget sterk stigning de siste årene. Det er greit at en blir betalt godt dersom en gjør en god jobb, problemet er derimot at enkelte ledere har blitt betalt en formue for å yte middelmådig ledelse. I USA ble det i 2006 identifisert 11 store og velkjente firmaer som led under dårlig ledelse hvor toppsjefen ble betalt minst \$15 millioner per år i to år, selv om bedriftens aksjer lå på et lavere nivå enn forventet.

4.1 Årsakene til at lederlønningene har steget:

- Ledere har blitt mer selviske og mindre lojale mot bedriftene de er ansatt i. Dette forandrer betingelsene for lederlønninger. Ledere vil kreve kompensasjon for å påta seg den økte risikoen for å miste jobben og det kortere tjenesteforholdet som det medfølger.
- Den viktigste rollen til lederes lønn er ikke å få ledere til å jobbe hardere, men å rekruttere dyktige ledere og få de til å ta vanskelige avgjørelser. Uten høy godtgjørelse ønsker ikke de fleste ledere å ta slike avgjørelser.
- Etter hvert som den gjennomsnittlige bedriftsstørrelsen stiger, må hver bedrift betale sine ledere høyere lønninger. Når ledere kontrollerer større formuer kan de utgjøre en større forskjell med tanke på absolutt profitt. I et konkurranseutsatt marked som er fullt av store bedrifter vil styrer derfor være villige til å betale mer for å få talenter inn i bedriftene. En økning i bedriftsstørrelsen kan derfor være med på å forklare de stadig økende lønningene i bedrifter rundt om i verden de seneste årene.

¹ Kilde: Financial Times (Krishna Guha, 2006) og The Economist ("In the money - a special report on executive pay", 2007)

- I en nylig studie, viste Xavier Gabaix ved Princeton og Augustin Landier ved New York University, at den seksdobbelte økningen i lederlønninger mellom 1980 og 2003 kunne forklares av den seksdobbelte økningen i markedskapitalisering for den gjennomsnittlig store bedriften i den samme perioden.
- Selv om alvorlige feil med kompensasjonssystemet for ledere trolig er ansvarlig for noe av økningen i lønningene til toppledere, er det vanskelig å se at dette er den eneste eller den primære årsaken til at disse lønningene har steget så mye i løpet av mange år.
- Stigende lederlønninger er kun en del av en bredere trend hvor de beste yterne på tvers av en rekke aktiviteter, løsriver seg fra det middelmådige – og til og med bort fra de som nesten er stjerneyttere – til å ta en enda større del av kaka.
- David Autor, en økonom ved Chicago University, sier at mye, om ikke alt, av den såkalte superstjerneeffekten (winner take all) kan forklares av de underliggende kreftene til teknologisk endring og global markedsintegrasjon.
- Dagens elite er en arbeidende elite, ikke et nedarvet kapitalistoligarki, som drar nærmere 90 % av inntektene fra lønninger og foretaksmessige profitter.
- Tidligere styreformann i AIG, Hank Greenberg, hevder at løftet om eksepsjonell belønning er det som holder den amerikanske økonomien innovativ i en tid preget av global konkurranse. Likevel er det slik at selv om den eksploderende kompensasjonen for eksepsjonelle talenter er mer et resultat av markedskrefter enn av dårlig ledelse, kan det hende at den nåværende distribusjonen av fortjeneste ikke vil være politisk utholdelig i det lange løp.
- Det er i hovedsak to rivaliserende grupper med tanke på hvorfor topplederers lønninger har steget jevnt år etter år, med kun et lite avbrudd som en følge av dotcom nedgangen i 2000. Den ene gruppa legger skylda for den enorme lønnsøkningen på dårlig ledelse. Den andre ser på fortjenesten som det frie markedets resultat av gjennombrudd i teknologi og globalisering, som har forsterket produktiviteten til eksepsjonelt dyktige individer.

Oppsummert kan vi si at markedet for direktører har mange feil og styrene finner det vanskelig å trosse ledere. Opsjoner har blitt gitt for lett og for ofte, og i den store internettboblen førte det til kortsiktig atferd. Det har foregått mye dårlig ledelse i bedrifter, og alle de nevnte sakene har hatt innvirkning på lønn. Spørsmålet er hvor stor innvirkningen har vært.

Støttet av amerikansk kapitalismes tradisjonelle tillit til sterk ledelse og ledelsens sterke posisjon institusjonelt, kan direktører ofte ignorere press fra utsiden. Til tross for det har lønn blitt en del av en intens debatt direktører imellom. Selv om mange ikke ser noe galt med det nåværende systemet, er det stadig flere som medgir at det er mangler i prosessen hvor ledelsens kompensasjon fastsettes. Disse konsentrerer seg om tre faktorer: en liberal bevilgning av aksjeopsjoner som kun er løst knyttet til ytelse, påvirkningen til kompensasjonskonsulenter, og dårlig oversikt fra styrenes side.

4.2 Problemene med økte lønninger

Disse problemene er av sosial eller makroøkonomisk kultur, og dreier seg om legitimiteten til markedssystemet som helhet.

- Dersom de høye lønningene anses som urettferdige og til dels ren svindel, vil det føre til at folk mister troen på kapitalismen.
- Stephen Schwarzman, direktør og medstifter av Blackstone Group, en av verdens største og rikeste unoterte selskaper, sier han er bekymret med tanke på de stadig økende forskjellene i forhold til velferdsfordeling i USA. Han mener videre at den økte publisiteten rundt ”stjernebelønningene” som kun et fåtall personer i den finansielle verden får, kan utløse et politisk og sosialt tilbakeslag.
- I en tid hvor inntektene til den gjennomsnittlige amerikaner akkurat har begynt å stige igjen med tanke på inflasjonsjusterte betingelser etter et halvt tiår med stagnasjon, er den uventede fordelene til toppledere påfallende – og potensielt i stand til å føre til politisk kontrovers.
- Gitt Amerikas dyptliggende motvilje til politisk misunnelse, er offentlig uro mer sannsynlig til å bli kanalisert til økt fiendtlighet overfor globalisering, enn til innenlandsk klassekonflikt. Det er allerede beskyttende demokrater og mediafigurer som for eksempel CNN presentatør Lou Dobbs, som spør hvorfor det er i Amerikas interesse å strebe mot fri handel, dersom all fortjenesten ser ut til å gå til de som sitter på toppen av lønnskalaen, og ingenting til amerikanere som tilhører middelklassen.
- Motstandere av internasjonal handel minner oss på at fordelene med global handel ikke er jevnt fordelt, og at global konkurranse skaper vinnere og tapere.

- Peter Peterson, senior styreformann i Blackstone og grunnlegger av Peterson Institute, sier at amerikanere som tilhører middelklassen til syvende og sist bryr seg mer om sine egne utsikter enn suksessen eller nedgangen til eliten. Men han innrømmer at tilhengere av globalisering lurer seg selv dersom de tror at reaksjonen mot fri handel kan bli overvunnet ved kun å bruke sterkere midler for å forklare dens fordeler. Det er ikke kun et PR problem, men et vesentlig problem som trenger nye fremgangsmåter, ifølge Peterson.

Når det gjelder lederlønninger kan det også være snakk om misbruk. Selv nå er flere toppledere under etterforskning for å ha tilbakedatert sine aksjeopsjoner hvor de på ulovlig vis har manipulert datoen for de bevilgede opsjonene for å øke sannsynligheten for utbetaling. Når markeder generelt stiger, slik de har gjort de siste fem årene, gjør aksjeopsjoner og gaver at direktører kan høste store gevinster uten nødvendigvis å utkonkurrere sine likemenn. Imidlertid er det mange ledere som kritiserer kompensasjonskonsulenter for å kjøre et "løp mot toppen" gjennom å anbefale at hvert selskap bør etterstrebe at dens administrerende direktør er blant de 25 % som tjener best i bransjen.

I et nylig intervju med Financial Times foreslo Jeffrey Immelt, adm.dir. i General Electric, som sist år kun tjente \$3,2m (lite i amerikansk målestokk), at administrerende direktører burde sørge for at deres lønninger ikke distanserer seg dramatisk fra lønningene til deres toppledere. Andre igjen er ikke like unnskyldende med tanke på den enorme og voksende premien på toppen.

"Det finnes en riktig sum som noen som meg bør betales", hevder lederen av en stor industribedrift. "Problemet er at jeg ikke vet hva den summen er, og investorene vet heller ikke. Det beste vil være å betale en markedsbasert sum i forhold til personer i tilsvarende posisjoner", ifølge han. (Krishna Guha, 2006)

Innenfor idretten for eksempel, er dagens best betalte baseballspiller New York Yankees' Alex Rodriguez med en årlig inntekt tilsvarende \$22m, som er fire ganger så mye som den best betalte spilleren i 1993, Bobby Bonilla, tjente. Innenfor sporten har gapet mellom den best betalte og den gjennomsnittlige utøveren også steget mye, på samme måte som i forretningsverdenen. Den nevnte Rodriguez tjente i år 44 ganger mer enn den

gjennomsnittlige lønna for en profesjonell baseballspiller, mens Bonilla i sin tid kun tjente 14 ganger mer.

Stigende lederlønninger er kun en del av en bredere trend hvor de beste yterne på tvers av en rekke aktiviteter, løsriver seg fra det middelmådige – og til og med bort fra de som nesten er stjerneyttere – til å ta en enda større del av kaka. Dette er verden for ”superstjerneøkonomi”, med et arbeidsmarked basert på at vinneren får alt, hvor utbyttet til talenter på toppen konsekvent har eksplodert år etter år.

Økonomer sier det er viktige forskjeller mellom markedet for stjerner innen idretten og underholdningsbransjen, og markedet for administrerende direktører, toppadvokater og finansmenn. Desto større bedriften er, desto mer forskjell kan ledertalent utgjøre, og jo større gruppene som søker etter slike talenter er, jo mer må enhver bedrift betale for å sikre seg den beste lederen den har råd til. Den samme tesen gjelder for toppadvokater (som jobber med større saker) eller fondsforvaltere (som styrer mer penger over en større andel markeder). David Autor, en økonom ved Chicago University, sier at mye, om ikke alt, av den såkalte superstjerneeffekten (winner take all) kan forklares av de underliggende kreftene til teknologisk endring og global markedsintegrasjon. Globalisering ekspanderer markedet til en plass hvor et talentfullt individ kan tilføre sine ferdigheter, samtidig som teknologi gir bedrifter tillatelse til å vokse seg enda større. Samtidig får administrerende direktør muligheten til å utnytte informasjonen som trengs for å fatte effektive beslutninger uten mange lag med underordnet ledelse. Resultatet er en stor økning i ulikhet.

Thomas Picketty, en økonom ved Paris Jourdan Sciences Economiques, og Emmanuel Saez, en økonom ved Berkeley, har gransket sammensetningen av skatteinntekter for amerikanere som er blant de 1 % som tjener mest. Mellom 1980 og 2004 doblet lønnsandelen seg fra 8 % til 16 %. Som en kontrast forble andelen av inntekt som gikk til amerikanere mellom 90 og 95 % i inntektsfordelingen, flat på rett i underkant av 12 %. Med andre ord etterlater de veldig rike seg ikke bare den gjennomsnittlige amerikaneren, men også de som kun er velstående. Ved å utelukke den øverste toppen av dotcom boomen, kan en se at sist gang den øverste prosenten amerikanere gjorde det så bra i forhold til sine landsmenn var i 1937. Forskjellen er at i 1937 trakk den rikeste prosenten amerikanere nesten halvparten av sine inntekter fra utbytte, rente og rente på påløpt formue. For mange bedriftsledere er evnen til den arbeidende eliten i forhold til å skaffe seg en belønning en superstjerne verdig, intet mindre enn den

amerikanske drømmen i aksjon: Muligheten for tilnærmet ubegrenset belønning for de som innehar de riktige ferdighetene, jobber hardt og har hellet med seg.

I en verden forandret av Margaret Thatcher og Ronald Reagan ble det mer vanlig å betale ledere som entreprenører. Aksjeopsjonen som til da hovedsaklig var brukt for å unngå skatt, begynte å brukes som et redskap for å få ledere til å tenke som eiere. Fordi en opsjon gir en rett til å kjøpe en aksje til en fastsatt pris, bør den motivere lederen til å drive aksjeprisen så høyt som mulig over terskelen. En aksje er i teorien nåverdien av all fremtidig utbytte i en bedrift. Det er viktig å huske på at opsjoner ikke har noen fast verdi; deres verdi avhenger av hvordan aksjeprisen ved salgstidspunktet er i forhold til innløsningsprisen. Å fastsette verdien på noens opsjoner den dagen de innvilges, innebærer at en gjetter hva de underliggende aksjene en dag vil bli solgt for, og den prisen kan være ganske forskjellig fra den prisen man faktisk oppnådde flere år senere. Dersom bedriften har hatt fremgang kan opsjonene være verdt mer enn forventet; dersom den har slitt kan det hende opsjonene ikke har noen verdi i det hele tatt.

Opsjoner har ofte vært gitt på meget generøse vilkår. I det opphaussede markedet (bull market) hadde styrer en tendens til å dele ut mengder med opsjoner hvert år, uavhengig av aksjeprisen. Det virker merkelig, for dersom bedriften hadde doblet sin markedsverdi i løpet av et år, ville opsjonene automatisk være verdt dobbelt så mye som før. Ledere kunne ofte selge aksjer så snart opsjonene hadde blitt innløst. Dette var bra for lederne som dermed kunne diversifisere sine investeringer. Men for bedriftene var dette dårlig nytt, fordi lederne hadde mindre motiv for å opptre som aksjonærer.

Det nye, store paroksysme i USA stammer fra tidlig i 1990-årene, på den tiden da Graef Crystal publiserte sin bok "In Search of Excess" ("på søken etter overskudd"). Den produserte en lov som forsøkte å sette et tak på lederlønninger på \$1 million, ved hjelp av avgiftssystemet. Loven førte til en del oppstyr, men viste seg å være en oppsiktsvekkende feiltakelse: lønnstaket på \$1 million ble faktisk et minimum ettersom bedrifter økte sine ledes lønn til bristepunktet.

I likhet med at bekymringer i forhold til lønn ser ut til å dukke opp i hver generasjon, dukker de også opp i nesten enhver økonomi. Selv Norge, som har en av verdens mest "komprimerte" lønnskalaer, har innført lover i forhold til åpne redegjørelser rundt lønn og avstemning med

tanke på lønn (som de fleste andre europeiske land har gjort). Den største svakheten med å forklare at den urimelige lønna som lederne mottar er et resultat av dårlig styring, er at atferden til styret og markedet for ledere begge har bedret seg de senere årene. Lønningene begynte å stige i en tid da ledere var under mer gransking enn de var i 1950- og 1960-årene, en periode med tvang til tross for et opphausset marked for egenkapital.

Det er vanskelig å forklare med dårlig ledelse hvorfor mektige ledere på den tiden skulle ha sagt fra seg muligheten for høyere lønn som deres mindre sterke etterfølgere senere fikk muligheten til å ta imot med begge hender. På samme måte kan mangler i systemet for ansettelse av ledere forklare raskt stigende lønninger kun dersom markedet har mislyktes totalt i 1980- og 1990-årene. Istedenfor har markedet for ledere hatt en stabil økning. Det er helt klart ikke perfekt, men det bedre enn det var tidligere. Lønnsmønstret de seneste årene er også vanskelig å forklare ved hjelp av ledelse.

Dersom urimelige lønninger hovedsaklig var et resultat av dårlig ledelse, ville slike forbedringer vært forventet å medføre en stor og permanent nedjustering i lederes lønn. Etter at aksjemarkedsboblen sprakk, falt medianlønna litt og den aritmetiske middelverdien falt enda mer. Noe av, om ikke hele fallet, kan forklares ved hjelp av nedgangen i aksjemarkedet. Lederne er tross alt betalt delvis i aksjer, en valuta som på den tiden akkurat hadde opplevd en stor devaluering. Men effekten var relativt liten og midlertidig. I 2004 økte lønningene i de største bedriftene igjen langt mer enn gjennomsnittlig lønn for arbeidere. I 2005, ifølge Mercer, hadde den totale godtgjørelsen for topplederne i 350 store bedrifter passert det tilsvarende nivået i 2002. Bedre styring kan ha senket lønningene, men ikke mye.

Argumentet om at mektige toppledere bruker sin innflytelse for å presse ekstra penger ut av svake styret er vanskelig å sammenligne med hva som har skjedd i markedet for eksterne ledere. I 1990-årene, da ledere tok ut mer penger enn noen gang tidligere fra bedriftene, var det rekordmange ledere som frivillig sa fra seg denne fordelingen ved å gå over til andre firmaer, hvor de som regel startet med mindre innflytelse. Videre fikk lederne beholde sine høye lønninger ved bytte av arbeidsgiver. Den fete lønningsposen som i følge teorien var avhengig av lederes makt ovenfor sitt gamle styre, viste seg å være overførbar til andre jobber hvor lederne måtte forhandle med fremmede i det nye styret. Dette virker som et marked som fungerer, ikke et avtalt spill.

Den tredje hovedinnvendingen i forhold til ledelse i 1990-årene var at lederne ble gitt for mange opsjoner på enkle vilkår. I denne perioden ble det i tillegg vanlig å yte opsjoner til vanlige arbeidere i bedriftene. Dette gir derimot ikke alltid mening. Opsjoner kan være en dyr måte å betale ansatte på. Årsaken er at opsjoner ikke kan omsettes fritt, og arbeidere kan føle at de allerede er avhengig av bedriften pga jobben de har, og føler at å investere i den blir å satse for mye penger på ett kort. For vanlige arbeidere er penger derfor mer verdt. For bedriftenes del var en av grunnene til å yte disse opsjonene for å inspirere til lojalitet og gi arbeiderne et insentiv til å bli værende i bedriften. Men aksjeopsjoner til andre enn ledelsen har falt kraftig siden 2004, og vil ifølge konsulenter etter hvert forsvinne helt.

Kritikere av ledelsen så også noe urovekkende i forhold til hvor enkelt opsjonspakker ble gitt. I 1990-årene var disse helt alminnelige, gitt til den aktuelle aksjeprisen, med en overdragelsesperiode på tre år og uten noen form for prestasjonshindre. Ledere mottok dem kun for å stille på jobb mens de ventet på at det opphaukede markedet skulle løfte aksjeprisen. Dette designet var ikke særlig krevende, men var mer oppmuntret av amerikanske regnskapslover enn av grådige ledere. I motsetning til både økonomisk logikk og regnskapsprinsipper, ble ikke opsjoner bevilget til eller over den aktuelle dagens aksjekurs, ansett som en utgift i regnskapet. Opsjonene endte faktisk opp med å tilføre bedriften en avgiftskreditt. På den annen side ble opsjoner som var "in the money", det vil si at de var under den aktuelle dagens aksjekurs eller hadde tilknyttede prestasjonshindre, ansett som en kostnad.

Forsvarere av ledelsesreform hevdet at "utgifts"-opsjoner ikke skulle ha innvirkning på en bedrifts aksjemarkedsverdi, fordi det ikke ville påvirke dens kontantstrøm. Feilen med å knytte hindre til opsjoner var en ledelsesfeil. Imidlertid undervurderte de nevnte forsvarerne folks slaveri til regnskapssedvaner. I løpet av de to siste årene har det vært en oppblomstring av langsiktige insentivplaner som ser annerledes ut enn tidligere. Ifølge Scott Olsen, en lønns ekspert ved PriceWaterhouseCoopers, er det nå vanlig med prestasjonshindre. Det er lengre overdragelsesperioder og besittelsesperioder etter at opsjonene har blitt innløst. Som et resultat av at investorer har vært bekymret for utvanning, har de presset bedrifter til å utstede "begrensede" aksjer som eierne ikke fritt kan selge. Endringen fra standard opsjoner ble utløst av en regnskapsendring som ble tatt i bruk i USA i 2005. Den innebar at alle opsjoner skulle utgiftsføres. Prestasjonshindrene er hovedsaklig basert på interne mål.

4.3 Lederlønnsutviklingen i Norge

- Lederlønningene øker med bedriftsstørrelsen og selskapene blir stadig større og mer komplekse. Selskapets størrelse bestemmer i stor grad lederlønnsnivået. Studier utført i 2007, (Randøy & Skalpe, 2007) konkluderer med at ledelsesmaktteorien gir mer robust og omfattende forklaring på topplederlønningen enn ren agentteori. Den hevder at risikoaverse ledere ønsker å redusere risikoen ved å frikoble lønnen fra selskapets inntjening og heller knytte den opp mot størrelse på selskapet. Det gjør at lederen kan kreve lønn etter ansvarets omfang. Store selskaper er mer komplekse å styre og krever høyere lederkompetanse. Dermed kan vi ved et humankapitalperspektiv også forvente en sammenheng mellom bedriftsstørrelse og lønnsnivå.
- Bedriftens eierskap har stor innvirkning på lønnen. Toppledereierskap reduserer interessekonflikten mellom eiere og toppledelse, og dermed reduseres også lederlønnen. På den andre siden kan det også øke lønnen ved at lederen får mer makt i selskapet. Utenlandsk eierskap er også en faktor som fører til høyere avlønning av toppsjefene, og slike eierskap har økt kraftig på den norske børsen de siste årene.
- Lang ansiennitet gir grunnlag for økt forhandlingsmakt, og fører dermed til høyere avlønning. Humankapitalteorien fremhever at toppledere bør betales ut ifra dyktighet og kompetanse. Rutinerte og dyktige ledere blir mer etterspurt på markedet, og dette presser lønnsnivået oppover.
- Lederlønninger i de børsnoterte selskapene økte sterkere enn lederlønningene i alle andre bedriftsgrupper. Grunnen til det er stadig større aksjeopsjoner og bonuser til toppledelsen. I 2005 utgjorde slik insentivavlønning 59 % av gjennomsnittlig topplederlønning i Norge, og denne avlønningsformen er stadig økende. Det har også en sammenheng med størrelsen på selskapet, da lønnsnivået øker ved at markedsverdien eller aksjeverdien på bedriften stiger.
- Lønnsforskjellen mellom toppledere og ansatte har økt siden 1998.

5 Eiere, styret og ledelsen

5.1 Aksjonærenes rolle

Aksjonærene utøver sin innflytelse i selskapet gjennom å bruke sin stemme på generalforsamlingen. Aksjonærene har i utgangspunktet ingen formell myndighet i selskapet utenfor generalforsamlingen. Generalforsamlingen er et selskaps øverste myndighet bestemt av aksjeloven. I tillegg til å treffe vedtak i alle selskapsaker, utøver aksjonærene direkte innflytelse gjennom å ha valgt styresammensetningen, eller indirekte ved å kreve avholdt generalforsamling for å få skiftet ut styremedlemmer. For å sikre at alle aksjonærene virkelig skal ha mulighet til å utøve sin innflytelse, er det i aksjeloven beskrevet detaljerte regler om innkalling til generalforsamling, møteregler, regler om flertallskrav og regler om søksmål og om ugyldige beslutninger. Utgangspunktet er at alle aksjonærer behandles likt. Selv om aksjonærene utøver sin innflytelse ved å ha valgt inn sine styremedlemmer, skal disse medlemmene ivareta selskapets interesser, og ikke enkeltaksjonærens interesser. Det skaper ofte problemer for enkelte styremedlemmer med hensyn til hvilken retning lojaliteten skal gå (Øyvind Thorsby, 2004).

5.1.1 Aksjonærenes muligheter

I boken *Exit, Voice and Loyalty*, beskriver Albert O. Hirschman de tre fundamentale reaksjonene/mulighetene en aksjonær har ved misnøye i forhold til driften av selskapet. Forutsetningen som ligger bak for å benytte Hirschmans model, er at det eksisterer en eller annen form for misnøye innad i en bedrift. For at modellen skal være relevant, må personene som ikke er fornøyde med tingenes tilstand, foreta seg noe for å få slutt på denne misnøyen. I et slikt tilfelle antas det at misnøyen sår tvil om egenskapene til det eksisterende økonomiske og politiske systemet.

Valgmuligheter

Det første alternativet en kan velge å benytte seg av dersom en ikke er fornøyd med tingenes tilstand, er å forlate bedriften, *exit*. Aksjonærer kan for eksempel selge sine aksjer i protest mot hvordan forretningene håndteres i den aktuelle bedriften, eller manglende tiltro til

ledelsen. Exit må anses som den mest dramatiske beslutningen, i og med at en kutter alle bånd til foretaket som et resultat av misnøyen. Dersom mange aksjonærer velger å benytte seg av muligheten til å forlate bedriften, er det ledelsens oppgave å finne ut hvorfor disse forlot foretaket. Incentivene vil være sterke i forhold til å rette på de feilene som forårsaket exiten, i og med at en exit vil minske verdien på selskapet i form av nedgang i aksjeprisen.

Alternativt kan en velge å bli værende i organisasjonen, hvilket gir to alternativer for handling. Det første går ut på at man ikke foretar seg noe som helst, *loyalty*, mens det andre innebærer anvendelse av *voice* hvor en får gitt et verbalt uttrykk for den opplevde misnøyen i media eller gjennom generalforsamlingsbråk. Den kan rettes direkte mot ledelsen, eventuelt til andre autoriteter hvor ledelsen er underordnet, eller gjennom å protestere ovenfor alle som er villige til å lytte. Som et resultat av en slik protest må ledelsen igjen ta rede på hva misnøyen skyldes, og søke å finne løsninger på problemene, slik at noe slikt ikke vil skje igjen.

Exit & voice

Ved å forlate organisasjonen innebærer det en forventning om at ting vil være bedre en annen plass enn de er i nåværende organisasjon: "*Migration occurs because migrants believe that they will be more satisfied in their needs and desires in the place that they move to than in the place from which they come*" (White & Woods, 1980). Emigrasjon, *exit*, og politisk artikulasjon, *voice*, anses av den grunn som intensjonelle og funksjonelt ekvivalente responser på misnøye, som står i et nullsumsforhold til hverandre (Hirschman, 1970). Sentralt i teorien er også betydningen av *exit* som en strategi for konflikteliminering, som kanalisierer frustrasjon ut av sosiale grupper og organisasjoner, mens *voice* manifesterer misnøyen innenfor disse (Hirschman, 1978).

Det tredje alternativet, *loyalty*, innebærer at en forholder seg lojal og forblir værende i bedriften. Her er det snakk om en sameksistens mellom *exit* og *voice*. Det er åpenbart at tilstedeværelsen av lojalitet gjør at sannsynligheten for at en forlater bedriften er mindre. Spørsmålet er derimot om det av samme grunn gir *voice* større rekkevidde?

Det kan vises at de to vesentligste faktorene i forhold til å ty til *voice* når *exit* er mulig er:

1. I hvilken grad en aksjonær er villig til å foreta ei avveining mellom sikkerheten ved *exit* kontra usikkerheten i forhold til om problemene vil løses på en tilfredsstillende måte.
2. Vurderingen som aksjonæren har i forhold til sin evne til å påvirke organisasjonen.

Det er tydelig at den første faktoren er nært knyttet til den spesielle forbindelsen til en organisasjon, kjent som lojalitet. Av den grunn, selv med et gitt estimat av ens innflytelse, er sannsynligheten for *voice* økende med grad av lojalitet. I tillegg er de to faktorene langt fra uavhengige. Et medlem av en organisasjon vil ofte forsøke å finne måter for å gjøre seg selv innflytelsesrik, spesielt dersom organisasjonen beveger seg i det som vedkommende føler er feil retning. På samme måte er det sannsynlig at et medlem som utøver (eller tror han/hun utøver) betydelig makt i en organisasjon og derfor er overbevist at han/hun kan få den "back on track", utvikler en stor hengivenhet for organisasjonen. Som en regel kan vi si at lojalitet holder *exit* på hylla og aktiverer *voice*.

Det er et faktum at, dersom en er misfornøyd med hvordan ting går i en organisasjon, et medlem kan forholde seg lojal uten å selv være innflytelsesrik. Men neppe uten en forventning om at noen vil gjøre noe, eller noe vil skje som bedrer situasjonen.

Om en velger *exit* eller *voice* avgjøres av hvor stor grad av lojalitet en har til organisasjonen. Lojaliteten vil naturlig nok være større dersom en velger *voice* fremfor *exit*, altså at en uttrykker sin misnøye gjennom verbale uttrykk og forblir værende i organisasjonen, fremfor å forlate den. Dersom *exit* velges bort og man blir værende, er det ingen handling som indikerer større lojalitet enn *voice* (Hirschman, 1970). Alternativet hvor man avstår fra å manifestere misnøyen i handling, kjennetegner situasjoner hvor det eksisterer en høy grad av lojalitet hos den eller de som er misfornøyde (Hirschman, 1970, , 1978). Det er derimot problematisk å skille empirisk mellom hvorvidt ikke-handlingen er resultatet av mangel på misnøye, en meget høy grad av lojalitet, eller om agenten lider av "autisme" eller apati (Tung, 1981).

Videre vil størrelsen på selskapet og eierstrukturen ha innvirkning på hvilket alternativ som velges. Dersom det er et selskap med få, store aksjonærer vil det være enklere for en aksjonær å bruke sin stemme, *voice*. Om antall aksjonærer er stort vil den enkelte aksjonær være innefortstått med at det ikke vil være like enkelt å få gjennomslag for sine ytringer og meninger. Disse vil ikke kunne utgjøre store forskjeller i utfallet. Av den grunn er det for disse aksjonærene ikke like interessant å følge godt med på selskapets drift og situasjon. Det enkleste for disse aksjonærene vil være muligheten for *exit*, eller være lojal og håpe på endringer som vil snu misnøyen. Små aksjonærer har som oftest heller ikke store investeringer i selskapene, og er derfor ikke like interessert i langsiktighet som store aksjonærer. De ønsker ofte å selge seg ut og investere sparepengene i et annet selskap. Større

investorer er ofte strategiske investorer. Disse vil være mer lojal, og jobbe hardere for å få investeringen sin til å slå positivt ut. Små endringer vil ha større betydning for større investorer enn de vil ha for små aksjonærer.

Når er lojalitet funksjonell?

Viktigheten av lojalitet er ifølge vårt synspunkt at den kan nøytralisere, innenfor visse grenser, tendensen til de mest kvalitetsbevisste medlemmene med tanke på å være de første til å forlate bedriften. Denne tendensen skiller den famlende bedriften eller organisasjonen fra de som best kan hjelpe den å bekjempe sine begrensninger og problemer. Som et resultat av lojalitet kan disse potensielt mest innflytelsesrike medlemmene bli værende lengre enn de vanligvis ville, i håp om at forbedring eller fornyelse kan oppnås ”innenfra”. Av den grunn kan lojalitet tjene det sosialt nyttige formålet med å forhindre nedbryting fra å bli kumulativ, som den så ofte blir når det ikke er noen barrierer med tanke på å forlate bedriften (Hirschman, 1970).

5.1.2 Den fraværende aksjonæren

Balanseringen av makt mellom eiere, styret og toppledelsen er sentral i debatten om corporate governance. Ved relativt nye selskaper er ikke dette et problem. Ledere, styret og ansatte forstår at det er aksjonærene som eier og kontrollerer selskapet. Styret forstår at de er ansatt som agent for aksjonærene, med den hensikt å jobbe for deres interesser. Men ettersom selskapene vokser og blir mer komplekse, endrer denne holdningen seg. Ved stor vekst i selskapet er det behov for ny kapital, og flere investorer blir aksjonærer i selskapet. Det fører til en spredt eierstruktur, og den enkelte aksjonær spiller en mindre rolle i selskapets forretninger. Ledelsen på innsiden av selskapet ser eierne mer og mer som en fjern gruppe som etter hvert har liten relevans for selskapets drift (Eckbo, 2005).

Jo mindre eierpost den enkelte aksjonær har, jo mindre blir avkastningen på innskutt kapital. Det fører til at aksjonærene ikke ser den store gevinsten i å involvere seg i selskapets drift, og blir det som kalles en passiv eier. Det viser seg at veldig få småaksjonærer møter opp på generalforsamlinger og bruker sin stemmerett. En grunn til dette er at småaksjonærene sitter med lite kunnskap om selskapet. De som ikke er aktive i den daglige driften av selskapet

mister kunnskap om hva som skjer, mens ledelsen, som sitter med den daglige driften, tilegner seg mer verdifull kunnskap og informasjon.

Berle og Means' (1933) tese om at spredt eierskap fører til svake aksjonærer og sterke ledere, og at dette skillet mellom eiendom og kontroll er et naturlig trekk ved moderne aksjeselskaper, har dominert store deler av corporate governance litteraturen inntil nylig. I et slikt perspektiv er aksjonærenes passivitet et uunngåelig resultat av at moderne selskaper er store selskaper, hvor aksjonærer som hver for seg bare eier en liten andel, møter kollektive handlingsproblemer som ikke uten videre lar seg løse. Med andre ord er budskapet at aksjeselskapsformen, i det minste når vi snakker om store selskaper, er en eiendomsform hvor de som ikke eier har kontroll, og at de i mange sammenhenger vil benytte denne kontrollen på en måte som ikke nødvendigvis er i eiernes interesse.

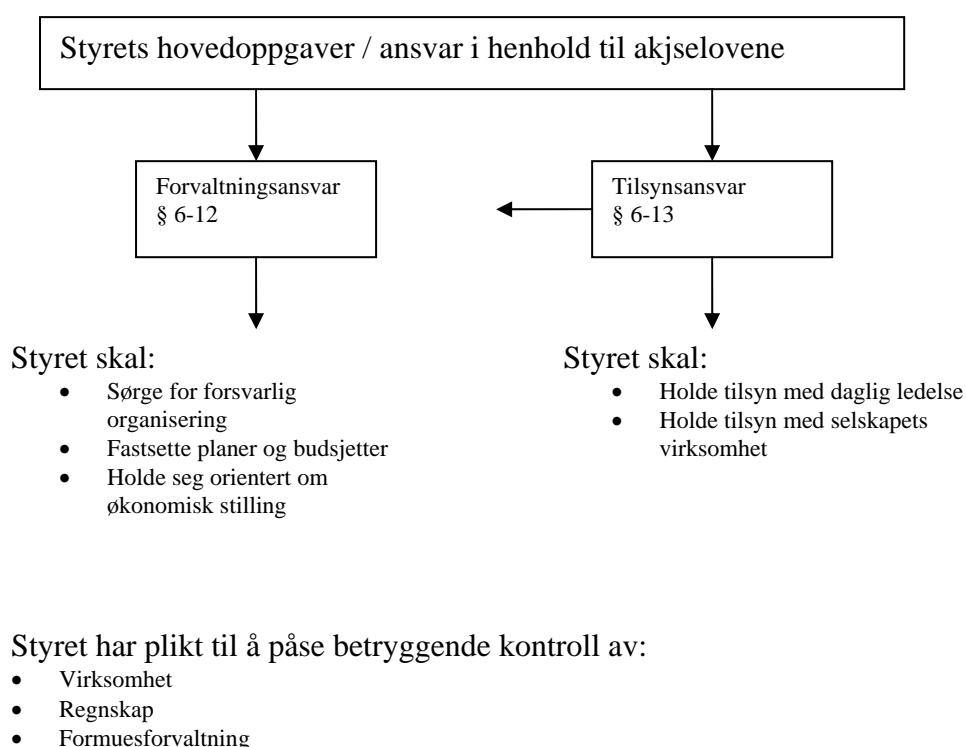
En kombinasjon av fraværende eiere og sterke ledere på innsiden skaper et problem og er hovedproblemet innenfor corporate governance. Ledelsen blir fort arrogant, og sett i lys av ledelsesmaktteorien skaper dette blant annet en situasjon der ledelsen i slik posisjon får makt til å bestemme sin egen avlønning. Et sterkt corporate governance system er nødvendig for å unngå en kombinasjon av fraværende eiere og sterke innsidere i selskapet. Det vil hindre at innsideres interesser kommer foran aksjonærenes rettigheter og interesser (Eckbo, 2005).

5.2 Styret

Et profesjonelt styre vil fremstå som brobygger mellom eiere og alle andre interessenter til selskapet. Styrets rolle er å skape et lojalt og klokt lederskap i selskapet. Styret har som oppgave å sette strategiske mål, sikre at det finnes nødvendige finansielle og menneskelige ressurser til å nå disse målene, samt føre tilsyn med ledelsen. Corporate governance er verktøyet og mekanismen som virksomheten blir ledet og kontrollert gjennom. Eiere krever igjen en god ledelse, og god ledelse trenger godt styrearbeid. Det viser seg at godt styrearbeid gir klare konkurransefortrinn for bedriften målt i form av økt lønnsomhet og effektivitet (Øyvind Thorsby, 2004).

Styrets hovedoppgaver bør være klart definerte. Hovedideen bak styret er å skape/synliggjøre verdier for eierne. Styret skal med andre ord ivareta og forvalte eiernes interesser. Det gjøres

først og fremst ved å ansette administrerende direktør, og vanligvis fastsette lønningen til topplederen. Styret har en sentral plass i fastsettelsen av lønnen i norske selskap. Størrelsen på styret har stor betydning. Store styrer opplever koordineringsproblemer i sitt arbeid, og ut ifra et ledelsesmaktperspektiv vil det forventes at større styrer gir høyere lederlønn. Derimot vil en ved små styrer risikere at en enkeltperson kan få en for dominerende posisjon, noe som igjen kan slå uheldig ut. Styreeierskap gir klart sterkere insentiv for å overvåke ledelsen og øker styrets forhandlingsmakt i forhold til topplederen, og vil derfor føre til reduserte lederlønninger. Dessuten vil lang styrelederansiennitet gi grunnlag for økt forhandlingsmakt. Mange styrer i Norge sitter ikke på den kompetansen som er nødvendig, noe som vil være med på å øke topplederlønningene. Dyktige styreledere kan dempe topplederlønningene i henhold til humankapitalteorien. Ofte er det slik at daglig leder eller topplederen i selskapet plukker ut styremedlemmene alene eller i samarbeid med hovedaksjonær, hvilket kan by på problemer ettersom styret bør fungere som daglig leders overordnede. Det kan igjen føre til at topplederen får for mye makt, og kan velge et styre som har sammenfallende interesser med seg selv (Randøy & Skalpe, 2007).



Figur 5.1, Styrets hovedoppgaver (Øyvind Thorsby, 2004, s. 158).

5.2.1 Sterke innsidere i styret

Et vanlig argument brukt av innsidere er at selskapet har et ansvar utover å dekke aksjonærenes interesser. Som nevnt tidligere har selskapene også et sosialt ansvar. Styret har som oppgave å ta avgjørelser basert på krav og forventninger hos mange ulike, og ofte motstående interessegrupper. Det kan bidra til å svekke styrets beslutningsprosess. Vinneren av en slik situasjon er ofte den corporate innsideren. En viktig oppgave for styret er å ansette og avskjedige toppledere, samt gi dem kompensasjon. Av den grunn havner innsidemenn i en interessekonflikt når de sitter i styret. Til tross for det sitter innsidere i styret i alle land med høyt utviklede finansielle systemer.

I USA er det vanlig at administrerende direktør også er styreformann, en tradisjon som det nå settes spørsmålstegn ved, fordi ulike governance aktivistgrupper mener slike roller bør holdes atskilt. I Europa derimot, er ikke dette like vanlig. Tradisjonen med å ha innsidemenn i styret begrunnes som regel med at det er effektivt i forhold til at styret krever input fra administrerende direktør og andre i ledelsen for å ta riktige beslutninger. Problemet med dette er imidlertid at styremedlemmer som er ansatt av en person som både er administrerende direktør og styreformann kan føle seg tvunget til å stemme som denne vil som en gjenytelse (Eckbo, 2005). I tillegg er disse personene med på å fastsette avlønningen til administrerende direktør. Et slikt forhold mellom administrerende direktør og styremedlemmene vil føre til sterkere forhandlingskort for toppsjefen, og dermed til høyere lønninger til toppsjefen.

5.3 Ledelsen

Ledelsen i selskapet er bestemt av generalforsamlingen, gjennom styret. Ledelsen skal være ansvarlig for operasjonell planlegging, beslutninger og implementering. Administrerende direktør er ansvarlig for å iverksette og sørge for effektiv styring av forretningsrisiko basert på innspill fra styret. Ledelsen får kompensasjon for sin ytelse, men også andre faktorer spiller inn ved avlønning. Ledelsesmaktteorien fremhever at lang ansiennitet gir grunnlag for økt forhandlingsmakt, og dermed høyere lederlønn. En toppleder med lang ansiennitet vil etter hvert få innflytelse på sin egen lønnsdannelse. Humankapitalen fremhever at toppledere bør avlønnes i forhold til dyktighet og kompetanse. Alder er gjerne en indikasjon på dette og høyere alder har en positiv innvirkning på lønnsnivået.

Avlønningen av ledelsen er ikke bare bestemt gjennom resultatmessig måloppnåelse, men ledelsens egenskaper og anseelse har også stor innvirkning på lønnsnivået (Randøy & Skalpe, 2007). Det er viktig at styret ansetter en vel ansett toppleder. Dette gir et godt signal utad. Ansettelsen av ny leder skal ikke bare tilfredsstillere styret og aksjonærer, men også aksjemarkedsanalytikere og de finansielle mediene. Behovet for ekstern samtykke er enda større dersom selskapet skulle oppleve en krise, noe den ofte gjør når styret føler seg tvunget til å hente en ny leder utenfra. En leder med gode skussmål fra tilsvarende lederstillinger, vil være med på å skape troverdighet ("In the money - a special report on executive pay", 2007).

6 Eierskap i norske børsnoterte selskaper

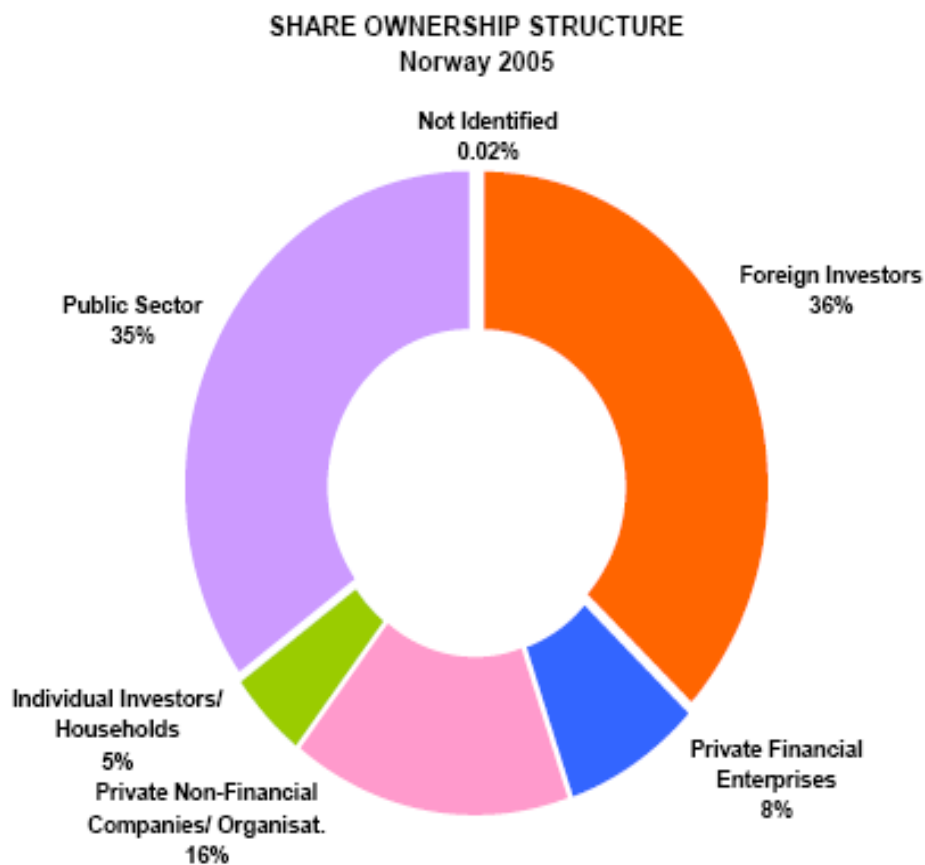
I Norge preges aksjonærstrukturen av et meget høyt offentlig eierskap, utenlandske eiere og eierposisjoner foretatt av finansinstitusjoner. Det private eierskapet er lavere i Norge enn noe annet europeisk land. Verdipapirmarkedet har siden 1980-tallet vært gjennom store endringer (Øyvind Thorsby, 2004). I tillegg til et høyt offentlig eierskap, har det oppstått et økt innslag av institusjonelle investorer – det være seg banker, forsikringsselskaper, private pensjonskasser, kredittforetak og verdipapirfond. Fremveksten av institusjonelle investorer kan blant annet ses i lys av at privatpersoners plasseringer i verdipapirfond har økt kraftig de siste årene. Aksjefondene utgjør en betydelig del av verdipapirfondene, og økt sparing i verdipapirfond har bidratt til økning i aksjefondsandelen på Oslo Børs. Generelt gjelder det at privatpersoner og private foretak vil kunne redusere risikoen av aksjeeie ved plasseringer i aksjefond fremfor direkte eierskap på børsen. Det er stor forskjell på hvordan eierskapet påvirker driften av selskapet.¹

Verdipapirsentralens inndeling av eiergrupperinger på Oslo Børs:

1. Utlendinger
2. Private foretak
3. Stat/kommune
4. Privatpersoner
5. Banker og kredittforetak
6. Forsikringsselskaper og pensjonskasser
7. Verdipapirfond
8. Andre

Figur 6.1, eiergruppering på Oslo Børs, (Andersen, 2003).¹

¹ <http://www.sv.uio.no/mutr/publikasjoner/rapp2003/rapport75/index.html>



Figur 6.2, Eierskapstruktur i Norge 2006, (Coto & Plata, 2006).

Lederlønningene varierer betraktelig etter aksjestrukturen i de forskjellige selskapene. Vi vil i følgende avsnitt få frem hvilken virkning de forskjellige eierskapstypene har på lederlønningene i selskapene. Tall og tabeller er hentet fra Agderforskningens rapport om lederlønnsutviklingen i Norge 1996-2005.

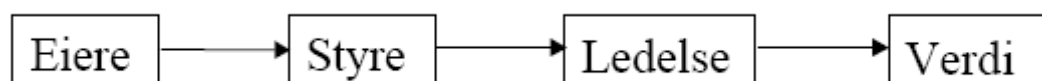
<i>Lederlønn i 000' NOK</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>
Aritmetrisk gjennomsnitt	1 216	1 295	1 555	1 721	1 832	1 795	2 358
Trimmet gjennomsnitt	957	1 135	1 331	1 463	1 669	1 722	2 114
Median	868	1 082	1 119	1 255	1 443	1 544	1 536
Kvartilavstand	561	697	633	783	1 020	1 218	1 468
Kvartilavstand/median	65 %	64 %	57 %	62 %	71 %	79 %	96 %
N	76	69	74	65	61	58	56
<i>Årslønn industri*</i>	252	266	277	289	306	320	331
<i>Lederlønn/Industrilønn</i>	482 %	487 %	561 %	595 %	598 %	561 %	712 %

<i>Lederlønn endringer i %</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>siden 2000</i>	<i>siden 1998</i>	<i>siden 1999</i>
Aritmetrisk gjennomsnitt		6,5 %	20,1 %	10,7 %	6,4 %	-2,0 %	31,4 %	51,6 %	93,9 %	82,1 %
Trimmet gjennomsnitt		18,7 %	17,2 %	9,9 %	14,1 %	3,2 %	22,7 %	58,8 %	121,0 %	86,2 %
Median		24,7 %	3,4 %	12,2 %	15,0 %	7,0 %	-0,5 %	37,3 %	77,0 %	42,0 %
Konsumprisindeks SSB		2,3 %	3,1 %	3,0 %	1,3 %	2,5 %	0,4 %	7,4 %	13,3 %	10,8 %
Lønnsindeks industrien SSB		4,7 %	4,2 %	4,3 %	6,2 %	3,5 %	3,2 %	18,3 %	29,1 %	23,3 %

*Tall hentet fra Statistikkbanken SSB. Overtidsgodtgjørelse og ulike naturalytelser inngår ikke i årslønn.

Figur 6.3, Lederlønn i børsnoterte aksjeselskaper, (Randøy & Skalpe, 2007).

I økonomisk forstand er eierskap en produksjonsfaktor. Eierstrukturen inngår i en årsaks-virkningskjede, fra eierskap, gjennom styret, til ledelse og verdien som skapes.



Figur 6.4, forholdet mellom eierskap, styre, ledelse og verdiskapning, (Bøhren & Ødegaard, 2002, s. 4).

Spørsmålet er hva som skjer med verdiskapningen dersom vi endrer på venstresiden i figuren, altså eierne. Det er en sammenheng mellom alle disse leddene og vi vil særlig se nærmere på eierstrukturens betydning for lederlønningene. Samtidig vil vi kommentere verdiskapningen på grunnlag av eierstrukturen. Teorien om forholdet mellom eiertype og verdiskapning har sitt grunnlag i agentteorien. Dersom eierne ikke stiller med de rette insentiver og straff ovenfor ledelsen, vil ikke ledelsen fatte beslutninger etter eiernes interesser. Vi vil dermed få et verditap, som kalles agentkostnader. Den sentrale eieroppgaven blir å sørge for at styret ansetter og avlønner ledelsen på riktig måte (Bøhren & Ødegaard, 2002).

6.1 Offentlig eierskap

Offentlig eierskap har av mange politikere blitt sett på som et viktig og betydelig bidrag til å opprettholde et nasjonalt eierskap. Gjennom sitt eierskap spiller det offentlige en betydelig rolle, ikke bare som eier, men som påvirker for utviklingen av god corporate governance. Debatten rundt de høye lederlønningene den siste tiden knytter seg særlig opp imot det offentlige eierskapet. Grunnlaget for et høyere offentlig eierskap er at politikerne mener staten driver selskapene bedre enn private, både bedriftsøkonomisk og samfunnsøkonomisk. Men det er blitt en populær oppfatning at privat eierskap skaper større bedriftsøkonomiske verdier enn statlig eierskap. En av grunnene til det er oppfattelsen om at staten er fraværende i styrerommet, og at de ikke greier å skille rollen mellom eiere og reguleringsmyndighet. Med utgangspunkt i agent- og ledelsesmaktteorien forventes det at forskjellige typer eierskap gir ulike muligheter til å overvåke ledelsen. Offentlig eierskap har vist seg å ha en negativ innvirkning på lederlønsdannelsen i norske selskaper. Bakgrunnen er at det offentlige som oftest har ressurser og insentiver til å overvåke ledelsen, og drive aktivt eierskap. Dette fører til redusert interessekonflikt mellom eier og topledere, og dermed reduseres også lønnen.

Vi ser av tabellen 6.3 og 6.5 at gjennomsnittslønn for ledelsen i offentlig dominerte selskaper er langt lavere enn for de børsnoterte selskapene sett i helhet. Dette er med på å underbygge påstanden om at offentlig dominerte selskaper ofte har et aktivt eierskap, som igjen fører til lavere avlønning til lederne. Men vi har også sett eksempler på at dette ikke har skjedd tross offentlig eierskap. Ved Nedre Romerike Vannverk brukte ikke det offentlige sin eierposisjon aktivt. Det medførte at toplederen fikk stor grad av frihet, og uten kontroll fra eierskapet ble frihetsgraden for stor. Det resulterte i at toplederen fikk bruke selskapets "lommebok" som sin egen (Samland, 2007).

<i>Lederlønn i 000' NOK</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>
Aritmetrisk gjennomsnitt	408	488	514	535	584	636	665
Trimmet gjennomsnitt	403	466	500	512	559	605	629
Median	402	442	459	489	515	565	595
Kvartilavstand	193	262	268	273	308	300	371
Kvartilavstand/median	48 %	59 %	58 %	56 %	60 %	53 %	62 %
N	115	120	127	128	120	120	118
<i>Arslønn industri*</i>	<i>252</i>	<i>266</i>	<i>277</i>	<i>289</i>	<i>306</i>	<i>320</i>	<i>331</i>
<i>Lederlønn/Industrilønn</i>	<i>162 %</i>	<i>184 %</i>	<i>185 %</i>	<i>185 %</i>	<i>191 %</i>	<i>199 %</i>	<i>201 %</i>

<i>Lederlønn endringer i %</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>siden 2000</i>	<i>siden 1998</i>	<i>siden 1999</i>
Aritmetrisk gjennomsnitt		19,7 %	5,2 %	4,2 %	9,1 %	8,9 %	4,6 %	29,5 %	63,1 %	36,3 %
Trimmet gjennomsnitt		15,6 %	7,5 %	2,3 %	9,1 %	8,3 %	4,0 %	25,8 %	56,2 %	35,1 %
Median		9,8 %	4,0 %	6,5 %	5,2 %	9,8 %	5,3 %	29,6 %	48,0 %	34,8 %
Konsumprisindeks SSB		2,3 %	3,1 %	3,0 %	1,3 %	2,5 %	0,4 %	7,4 %	13,3 %	10,8 %
Lønnsindeks industrien SSB		4,7 %	4,2 %	4,3 %	6,2 %	3,5 %	3,2 %	18,3 %	29,1 %	23,3 %

*Tall hentet fra Statistikkbanken SSB. Overtidsgodtgjørelse og ulike naturalytelser inngår ikke i årslønn.

Figur 6.5, Lederlønn i offentlig dominerte aksjeselskaper (Randøy & Skalpe, 2007).

6.1.1 Lederlønn i selskaper med stor offentlig eierandel¹

Regjeringen vil sikre moderasjon i lederlønninger i selskaper der staten er en betydelig eier. Fastsetting av effektive belønningsordninger er av stor betydning for selskapene selv og for samfunnet som helhet. Toppledelsen er mest synlig og blir følgelig i stor grad identifisert med virksomheten, slik at det er spesielt viktig at lederlønnene framstår som rimelige.

Den forrige Stoltenberg-regjeringen innførte veiledende retningslinjer for lederes ansettelsesvilkår i heleide statlige selskaper. Retningslinjene slår fast at «...lederlønnnivået i statlige selskaper skal være konkurransedyktige, men de bør ikke være lønnsledende innenfor sine bransjer». Det er også denne regjeringens grunnleggende holdning.

Veksten i lederlønninger har vært høyere enn ønskelig, og vist at det er behov for tiltak som gir aksjonærene større innflytelse over lederlønnspolitikken. Regjeringen har derfor foreslått endringer i aksjeloven med hensyn til lederlønnfastsettelse. Lovforslaget innebærer at styret skal utarbeide en erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte samt at denne erklæringen skal behandles av generalforsamlingen. Erklæringen skal inneholde

¹ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/2006-2007/Stmeld-nr-13-2006-2007-.html?id=441137>

en redegjørelse for den lederlønnspolitikken som har vært ført det foregående regnskapsåret, i tillegg til retningslinjer for fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse for det kommende regnskapsåret. Det skal holdes en rådgivende avstemning for den del av erklæringen som gjelder retningslinjer for lederlønnsfastsettelsen for det kommende regnskapsåret.

Lovforslaget innebærer at det er nødvendig med generalforsamlingens godkjennelse for de deler av erklæringen som gjelder retningslinjer for aksje- og aksjeverdibaserte godtgjørelser.

Forslaget om saksbehandlingsregler for lederlønn vil gi aksjonærene i allmennaksjeselskapene økt innsyn i og innflytelse over selskapets lederlønnspolitik, særlig når det gjelder bruken av tilleggsytelser som bonuser, opsjoner, pensjonsordninger, etterlønnsavtaler og lignende.

Regjeringens forslag til endring i allmennaksjeloven innebærer økt innflytelse for generalforsamlingen ved at denne også skal stemme over erklæringen. Det er imidlertid viktig at aksjelovgivningens foreskrevne rollefordeling mellom selskapenes styrende organer opprettholdes. Det vil fortsatt være styret i det enkelte selskap som er ansvarlig for å vedta de konkrete lønns- og insentivordningene. Det er videre styrets vurdering hvorvidt de enkelte elementer i en eventuell insentivordning er en nødvendig del av en samlet kompensasjonspakke for å sikre konkurransedyktig avlønning av ledere og medarbeidere i et selskap. Staten som aksjonær vil vurdere hvordan styret håndterer dette ansvaret som en del av den totalvurderingen som gjøres av styrets arbeid i det enkelte selskap.

Ingen eiere eller selskaper er tjent med intern eller ekstern uro knyttet til urimeligheter i avlønning eller mangel på åpenhet om denne. Spesielt opsjoner har vist uønskede effekter, ved at de har gitt svært store utbetalinger etter endringer i forhold som er utenfor lederens innflytelse. Forskning på aksjebaserte godtgjørelser gir liten støtte for at opsjonsordninger er nødvendig i den type selskaper der staten er aksjonær. Den sittende regjeringen ser behov for mer moderasjon og nøkternhet i selskapenes ledelse. Staten vil på den bakgrunn stemme mot inngåelse av nye avtaler som innebærer opsjonsordninger i de selskapene som omfattes av denne meldingen.

De selskapene hvor staten er aksjeeier bør imidlertid kunne benytte seg av andre insentivordninger i lederlønnsfastsettelsen. Eventuelle insentivordninger må imidlertid utformes på en måte som sikrer moderasjon i utviklingen av ledernes lønnsbetingelser. Videre må det være et tak for verdien av programmet som framstår som rimelig. I den grad variabel lønn skal benyttes, bør vilkårene for utbetaling i størst mulig grad være knyttet til forhold som

kan påvirkes av den som mottar godtgjørelsen. Eksterne faktorer bør helst utelukkes. For å sikre styrets uavhengighet skal styret ikke være omfattet av insentivprogrammer.

Nærings- og handelsdepartementet vil i samarbeid med andre berørte departementer, utforme en generell veiledning før generalforsamlingene i 2007. Veiledningen vil gjelde statens stemmegivning i saker som gjelder insentivordninger, aksje- og aksjekursrelaterte instrumenter, samt pensjoner og etterlønnordninger (*Et aktivt og langsiktig eierskap, st.meld.nr 13, 2006*).

6.2 Institusjonelt eierskap¹

I figur 6.1 er det kategori 5, 6 og 7 som hører inn under institusjonelle investorer. Dette er den tredje største gruppen investorer på Oslo børs. Det er fem kjennetegn på institusjonelt eierskap:

1. En tosidig prinsipal-agent relasjon

Enkelt sagt kan institusjonelle investorer defineres som investorer som forvalter midler på vegne av andre. Det å forvalte midler på vegne av andre gjelder i like stor grad for kooperative virksomheter, private aksjeselskaper og staten. Men i motsetning til disse representerer institusjonelt eierskap et sammensatt og mer komplisert prinsipal-agent problem hvor eierne opptrer som både prinsipal og agent på samme tid. Som forvaltere av andelseiernes eller prinsipalenes midler opptrer de som agenter, samtidig som de i egenskap av prinsipaler har til oppgave å overvåke og disiplinere ledelsen i selskapene. *At institusjonelle investorer forvalter midler på vegne av andre ved å opptre i rollen både som prinsipal og agent på samme tid skal vi legge til grunn som det første kjennetegnet på denne typen eierskap* (Andersen, 2003)

2. Ulike insentiver i rollen som prinsipal og agent

Institusjonelt eierskap eksisterer fordi ens egne eieres verdier skal maksimeres. Som forvalter av andres penger er deres rolle å være agent. Videre er institusjonelle investorer som aksjefond, pensjonskasser og forsikringselskaper, i kraft av å være store porteføljeforvaltere, også prinsipaler i forhold til ledelsen i de selskapene de har investert i. Det gjør at de har et insentiv til å overvåke og disiplinere ledelsen i disse selskapene. Spørsmålet er om

¹ http://www.sv.uio.no/mutr/publikasjoner/rapp2003/rapport75/index-4_1.html

insentivene for å overvåke agenten er like sterke som insentivet til å gi sine andelseiere høyest mulig avkastning. Dette viser at institusjonelle eiere kan ha kryssende motiver.

At institusjonelle eiere har et sterkt insentiv til å maksimere sine egne eieres verdier i egenskap av agent, men ikke nødvendigvis i rollen som prinsippal, skal vi ta som det andre sentrale kjennetegnet på en institusjonell investor.

3. Eierskap med begrenset kontroll

Som nevnt i tidligere kapittel fører spredt eierskap til svake aksjonærer og sterke ledere. (Berle and Means, 1933). Aksjonærpassivitet er et uunngåelig resultat av at moderne selskaper faktisk er store aksjeselskaper hvor aksjonærene hver for seg bare eier en mindre andel. Det kan føre til kollektive problemer som ikke enkelt lar seg løse.

Aksjeselskapsformen, i store børsnoterte selskaper spesielt, er en eierform hvor de som ikke eier har kontroll og i mange tilfeller benytter denne kontrollen på en måte som ikke alltid gagnar eierne. Institusjonelle eiere er gjennom sine investeringer interessert i avkastning og risiko på investert kapital, og er ikke ute etter å opptre som aktive eiere med kontroll i selskapene. Likevel har en institusjonell investor i større grad enn andelseierne hver for seg, større mulighet til å påvirke viktige beslutninger i selskapene. Videre har også investorene, representert ved et institusjonelt eierskap, liten eller ingen innflytelse på investeringene. Institusjonelt eierskaps eierandel er begrenset gjennom lover – hovedintensjonene er avkastning – ikke kontroll. *Det tredje kjennetegnet på en institusjonell investor kan derfor sammenfattes ved å si at det dreier seg om eiendom med begrenset kontroll.*

4. Rasjonell imitasjon

Det fjerde punktet betegnes som et atferdsmessig aspekt – tendensen til rasjonell imitasjon eller flokkatferd. At investorene handler rasjonelt betyr ikke annet enn at de, med flere mulige handlingsmuligheter, velger den handlingen som best tilfredsstillende, eller snarere andelseiernes interesser – gitt investorens oppfatninger om mulige handlingsmuligheter og deres effekter. *Rasjonell imitasjon refererer følgelig til situasjoner hvor en aktør handler rasjonelt på basis av virkelighetsoppfatninger som er influert av observasjon av andres tidligere handlinger* (Hedström & Swedberg, 1998).

Dersom andre investorer handler fornuftig og unngår handlinger som tidligere har vist dårlig resultat, kan imitasjon føre til bedre investeringsbeslutninger enn det investorene hver for seg ville foretatt. Dette forutsetter stabilitet i markedet. Dersom markedet er ustabil, kan derimot det motsatte være tilfelle. Aksjemarkedet er preget av store svingninger, og flokkatferd kan få

katastrofale følger i et aksjemarked preget av høy volatilitet, uten at det vil få store følger for ledelsen. For investorenes del vil det være bedre å falle i flokk enn å falle alene, fordi det da ikke blir så tydelig at en enkelt investor har begått en feil i og med at de er flere i samme bås.

5. Regulerte tillitssystemer uten garantier

Institusjonelle investorer er avhengig av tillit. Hele deres eksistensgrunnlag er basert på et omfattende og komplisert tillitssystem. Dette tillitssystemet er ustabil på en måte fordi det i noen situasjoner kan danne utgangspunkt for voldsom ekspansjon i markedet, mens det i andre situasjoner kan true selve eksistensen som aktør i markedet. Tillit er ikke bare viktig, men helt avgjørende for institusjonelle eiere som ønsker å overleve i verdipapirmarkedene. Siden en institusjonell eiers suksess vil være direkte avhengig av hvor mye tillit vedkommende har blitt gitt, vil perioder hvor man får mye tillit fort bli en selvforsterkende prosess, mens det motsatte er tilfelle i perioder hvor tilliten trekkes tilbake. Slike prosesser er derfor grunnleggende ustabile. Institusjonelle eiere opptrer som nevnt som både prinsippal og agent på samme tid, og er avhengig av tillit for å utøve makt, samtidig som denne maktposisjonen er en forutsetning for å oppnå tillit.

Institusjonelt eierskap har som sagt i hovedsak ingen insentiver til å opptre som aktiv eier i selskapene de investerer i. De er lovpålagte å ikke eie mer enn 10 % av selskapene de investerer i. For institusjonelt eierskap er det et krav om spredning i porteføljen. Høyere eierkonsentrasjon gir insentiv til å engasjere seg i selskapets drift, og dette fører generelt til lavere lederlønninger. Med dette kan vi konkludere med at de ikke har noen spesiell innvirkning på lederlønningene i selskapene de investerer i.

6.3 Utenlandsk eierskap

Det er vanlig å dele utenlandsk eierskap inn i to hovedtyper. Definisjon gitt av OECD er som følger:

1. Investorer som går inn i bedrifter med en mer eller mindre betydelig eierandel, med sikte på å være langsiktig eier og utøve direkte innflytelse på bedriftens utvikling.
2. Investorer som kjøper enkeltposter – de ønsker å ha muligheten til å kunne selge raskt. Disse investorene har ingen ambisjoner om å utøve direkte innflytelse på bedriftens drift og utvikling.

Den første gruppen vil inneha en rolle som aktive eiere. En slik investor stiller ikke bare opp med kapital, men ofte med kompetanse og engasjement, og ønsker derfor styringsmyndighet og gjerne en plass i styret. Dette er ofte en strategisk investor som gjennom sin investering ser muligheter for synergier, få kontroll over verdikjeden, kjøpe seg inn i nye markeder eller skaffe seg ny teknologi. Den andre gruppen kjennetegnes ved porteføljeinvestorer. Disse har en beholdning av kapital de ønsker å forvalte, på vegne av seg selv eller andre. En slik investor søker ikke kontroll eller innflytelse i selskapet - styringskriteriene er risiko og forventet avkastning. En slik investor vil som regel diversifisere sin portefølje for å minimere risiko (Øyvind Thorsby, 2004). Den typiske utenlandske eier tilhører den siste gruppen og er ikke interessert i å drive aktivt eierskap i Norge. Utenlandske eiere gir stadig oftere frivillig fra seg sin stemmerett (Bøhren & Ødegaard, 2002).

Bedrifter med utenlandske eiere er mer produktive enn norske industribedrifter. De øker i gjennomsnitt både produktivitet og sysselsettingen (Balsvik, 2006). Dette gjelder utenlandske investorer beskrevet i punkt nummer 1 ovenfor. Utenlandske bedrifter har en tendens til å være større og mer produktive enn på hjemmemarkedet, og kommer med kompetanse som er med på å heve nivået på de norske selskapene. Det underbygger resultatene i studiene til Agderforskning om lønnsdannelsen i Norge. Den sier at utenlandsk eierskap og styremedlemskap fører til en høyere lederlønn. Dessuten er størrelsen på selskapet, samt nivå og vekst, en av hoveddrivkreftene bak lederlønnsdannelsen i Norge (Randøy & Skalpe, 2007).

Ifølge Ragnhild Balsvik er utenlandsk eierskap med på å øke størrelsen på norske selskaper og dermed også nivået på lederlønningene. Samtidig gir utenlandsk eierskap som nevnt høyere produktivitet. I mange tilfeller vil det føre til en vekst i resultatet som er med på å presse lederlønningene oppover. Lederlønsveksten i utenlandske selskaper har vært langt sterkere enn blant ledere i nasjonalt eide selskaper. Det underbygger hypotesen om at presset mot å øke lederlønningene blir importert fra andre land. Det er naturlig at store norske aksjeselskaper med utenlandske eiere er sterkere eksponert for internasjonale impulser enn små skjermede virksomheter i distriktene i Norge.

6.4 Privat eierskap

Det mest sære trekket ved norsk eierskap er at vi har så liten andel direkte private eiere. I 2002 utgjorde disse bare 6 % av aksjonærstrukturen på Oslo Børs. I tillegg finnes det i Norge svært få personlige aktive eiere. To av hovedgrunnene til at denne andelen er så lav er (1) at private investorer investerer stadig mer i fond på bekostning av investering i egen portefølje, og (2) at de norske skattereglene oppmuntrer til å plassere sparepengene i boligkapital og eiendom fremfor på børsen (Øverland, 2007). I rapporten "NHO om privat eierskap," blir det lagt vekt på at personlig privat eierskap har stor betydning for verdiskapning og lønnsomhet i norske selskaper. Et velfungerende egenkapitalmarked på børsen kjennetegnes ved evnen til å gi styringssignaler for best mulig utnyttelse av selskapets ressurser. For å sikre best mulig avkastning, både driftsmessig og samfunnsmessig, er det behov for privat kapital fra både aktive og passive eiere.

Agentteorien tilsier at det direkte (personlige) eierskapet er det som skaper mest verdi, ettersom agenten overvåkes direkte av prinsipalen. Ved indirekte eller institusjonelt eierskap er det flere ledd mellom prinsipal og agent, som fører til mindre effektiv styring av agenten. Adam Smith mente at menneskets natur er såpass skrøpelig at menneskene som individer forvalter sine egne midler bedre enn andres midler (Smith, 1776). Dette argumenterer for at privat aktivt eierskap reduserer lederlønningene, ettersom den aktive private eier ofte har styreverv, og derfor enklere kan overvåke og kontrollere ledelsen. Eiere er små i norske børsnoterte selskaper. Dersom eierinitiativene skal komme fra aksjonærer med insentiver og makt, kan ikke den typiske norske aksjonæren fylle denne rollen. På den annen side så bringer spesialisering og arbeidsdeling med seg et sett med potensielle stordriftsfordeler, som kan være større enn tapet forbundet med manglende målkongruens mellom prinsipal og agent.

7 Unoterte selskaper

Vi har i oppgaven konsentrert oss mest om børsnoterte selskaper. I tillegg har vi valgt å ta med et lite kapittel om unoterte selskaper. Årsaken er at privat egenkapital har hatt en oppblomstring de siste årene, og det kan være interessant å dra paralleller til de børsnoterte selskapene.

Årsakene til suksessen ved den private egenkapitalen er billig kapital, verditømming, hemmelighold ved avtaleinngåelse, ”økonomisk vurderingsteknikk” og et fremmedfinansiert veddemål på stigende aksjemarkeder. Målkongruens mellom eiere og ledere er i tillegg langt større enn tilfelle er for børsnoterte selskaper. Tidsrammen for en privat investor er som regel rundt 5 år, og i løpet av denne perioden ønsker investoren å selge seg ut. Av den grunn er det i investorens interesse å øke verdien på selskapet, slik at han/hun oppnår høyest mulig gevinst ved salgstidspunktet. Av den grunn oppstår det målkongruens mellom eier og investor.

Det er ingen tvil om at noen av disse forklaringene har spilt en rolle, men det har også hva Richard Holden ved MITs Sloan School kaller ”ledelsesarbitrasje” (“In the money - a special report on executive pay”, 2007). Styrene i bedrifter som er eid av private egenkapital grupper er bemannet med kunnskapsrike og høyt motiverte ledere fra fondet som har mye som står på spill. Ledere og styremedlemmer jobber alle mot samme mål på mellomlang sikt med tanke på børsnotering og salg av et selskap, som vil bringe inn en bra pris fordi det antas å ha en lang levetid. Ordningen er relativt fri for tvetydigheter i forhold til formål, og det er mindre fristende å enten jakte på kortsiktige resultater eller å bruke den lange perioden som en sentimental grunn til tilfredsstillelse.

Sentralt i forhold til alt dette er unoterte bedrifters evne til å tiltrekke seg førsteklasses ledere og så motivere og overvåke dem. Lønn i unoterte bedrifter kan konkurrere med og til og med overgå lønnen i selv de største børsnoterte selskapene. I Norge var det for en stund siden en leder som tjente ti ganger mer i en unotert bedrift enn vedkommende gjorde i et børsnotert selskap. Med slike insentiver er det ikke så rart at ledere i europeiske unoterte bedrifter restrukturerer forretninger som ledere i børsnoterte selskaper lar være som de er.

Det er viktig å merke seg at ledere, gjennom å tjene slike summer som de gjør i unoterte selskaper, må bære en mye større risiko enn deres motparter i noterte selskaper gjør. Unoterte

selskaper betaler ikke kun sine ledere mer – de overvåker dem i tillegg mer omhyggelig. Det er også slik i mange unoterte bedrifter at lederne forventes å investere egne penger i bedriften som et tegn på forpliktelse.

Når det gjelder styret i en unotert bedrift i USA så består det typisk av seks styremedlemmer, mens det i et notert selskap i typisk har 12-13. Direktører som kommer inn i bedrifter tar med seg forretningsekspertise og er høyt motiverte fordi deres karrierer, så vel som deres egne bonuser, står og faller på at deres investeringer går bra. Ledere i børsnoterte selskaper sier ofte at direktører bør holde en viss distanse – det er styrets jobb å styre, ikke å administrere. Slik er det ikke i unoterte selskaper. Direktører er intenst involvert og styremøter er generelt langt mer konstruktive som en følge av det.

Det er helt klart at det å jobbe for et unotert selskap er noe helt annet enn å jobbe i et notert selskap. Alle er opptatt av salg av foretaket; bedriften er i en overgang; det er større appetitt for risiko og sannsynligvis en større tendens til å vurdere suksess i rene finansielle termer. Til tross for det, på et visst nivå, greier unoterte selskaper å tiltrekke seg ledertalenter og gi disse insentiver og overvåke deres prestasjoner, slik som noterte selskaper gjør. I det omfanget har noterte selskaper noe å lære av unoterte selskaper ("In the money - a special report on executive pay", 2007).

7.1 Risiko og belønning

Unoterte selskaper har en annen avveining mellom suksess og fiasko enn hva de fleste noterte selskaper har. Belønningene for suksess er større, men det samme er konsekvensene dersom bedriften mislykkes. Noterte bedrifter antar at den type personer de ønsker å tiltrekke seg som ledere, er avhengig av sikkerheten i basispakkene de tilbyr. Unoterte selskaper har på sin side hatt suksess med å kjøpe opp bedrifter, gjøre dem private og forandret så mange noterte selskaper at de offentlige markedene må miste en mulighet. Erfaringen med unoterte selskaper antyder også at teoretikerne som tar for seg ledelsesmakt har et poeng. Ledere gjør det bedre når de holdes ansvarlig for sine handlinger. Overmektige toppledere som kombinerer rollen med rollen som styreformann ville gjort det bedre dersom de hadde noen de måtte stå til ansvar ovenfor. I USA har det lenge vært slik at topplederen kombinerte disse rollene, men andelen er nå i ferd med å synke.

8 Måleproblemer – strategiske spørsmål

Et sentralt spørsmål i forhold til avlønning av toppledelsen i en bedrift er om den kompensasjonen de mottar står i forhold til bedriftens prestasjoner? Det er vanskelig å kun svare ja eller nei på dette spørsmålet fordi bevisene er sammensatte. Om en skal måle ledelsens evner og egenskaper, tar en utgangspunkt i humankapitalen, det vil si den individuelle kompetansen.

8.1 Humankapital og måleproblemer

Humankapitalen representerer verdien av all kompetanse som besittes av den enkelte medarbeider – inklusive ledelse, styret, eiere og andre som bidrar aktivt til virksomhetens verdiskapning (Gottschalk, 2003). Humankapitalen kan også dekomponeres, det vil si at den kan deles opp i mer detaljerte egenskaper som ethvert individ besitter – egenskaper som er unike for hvert individ. Det vil være vanskelig å måle de ulike egenskapene som mennesker besitter, noe som gjør at vi her får et måleproblem i forhold til å måle hvor stor betydning disse har.

Et annet problem er at dersom en bedrift gjør det bra, kan det skyldes andre forhold enn individuelle ferdigheter, som for eksempel tilfeldigheter i markedet, noe som gjør det vanskelig å måle om en bedrifts resultat skyldes ledelsens individuelle ferdigheter og egenskaper. Slike tilfeldigheter, som ligger utenfor ledelsens kontroll, vil for eksempel være en økning i oljeprisen som fører til økt fortjeneste for bedrifter i petroleumsbransjen. Dersom en leder da får innløst opsjoner som utgjør millioner av kroner i fortjeneste, vil kompensasjonen være gitt på feil grunnlag, i og med at den økte fortjenesten ikke skyldes lederens egenskaper eller dyktighet. Det finnes flere eksempler på tilfeldigheter i markedet som er med på å øke en bedrifts lønnsomhet, og som kan føre til ros og positiv omtale av lederen i ulike medier selv om vedkommende ikke har gjort seg fortjent til den. Det kan være endringer i valuta, rentenivå og utvikling i investeringer i høyrisikomarked.

Andre ansatte i et selskapet kan også ha hatt en positiv innvirkning dersom en bedrift har oppnådd høyere profitt. Om de er i besittelse av kunnskaper som gir bedriften fordeler i forhold til konkurrentene, vil de kunne ha en stor del av æren for bedriftens fremgang.

Sannsynligheten er stor for at det vil føre til misnøye blant ansatte dersom de ikke blir belønnet for sine bidrag til selskapets økte fortjeneste. I så måte kan finanshuset Arctic Securities nevnes som et eksempel på et selskap som er bygd opp av unge og ambisiøse personer som tidligere jobbet i store finansinstitusjoner. Felles for dem alle er en bred erfaring fra profesjonelle og etablerte organisasjoner, som SEB Enskilda, Orkla, Carnegie, Fokus Bank og JP Morgan. Årsaken til at de har forlatt sine tidligere arbeidsgivere begrunnes i misnøye med at de ikke fikk topplederstillinger, misnøye med lønn, de er lei av byråkrati, samt at mange norske medarbeidere opplever at alt skal styres fra hovedkontoret (Erikstad, 2007). Dersom denne misnøyen fører til at ansatte som besitter en humankapital som er vanskelig å erstatte, forlater foretaket, vil selskapets økonomiske situasjon straks kunne forverres. Hovedpoenget med disse resonnementene er at det er vanskelig å måle ledelsens innsats i en organisasjon. Dersom en leder oppnår store opsjonsgevinster som et resultat av bedriftens fremgang, vil det ofte være en kombinasjon av lederens dyktighet og tilfeldigheter/flaks. Disse forholdene vil variere fra selskap til selskap – fra situasjon til situasjon. Av den grunn kan det ikke konkluderes med at en bedrifts fremgang/nedgang enten skyldes lederens dyktighet/udyktighet eller tilfeldigheter/uflaks – det vil være situasjonsavhengig – ulikt for hvert tilfelle.

Nedenfor er det satt opp en tabell over ulike mål i forhold til corporate governance:

<p><u>Størrelse</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Omsetning• Aktiva• Profitt• Markedsverdi• Antall ansatte
<p><u>Vekst</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Omsetning• Aktiva• Profitt• Markedsverdi• Antall ansatte
<p><u>Lønnsomhet</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Fortjenestemargin• Return on assets (ROA)• Return on equity (ROE)
<p><u>Capital markets</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Effektiv avkastning• Total avkastning til aksjonærer• Forhold mellom kostnad og fortjeneste• Utbetaling
<p><u>Likviditet</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Likviditetsgrad (2:1)• Likviditetsgrad• Sysselsatt kapital fra drift• Kontantstrøm fra drift
<p><u>Makt/innflytelse</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Forhold mellom gjeld og egenkapital• Kortsiktig vs langsiktig gjeld• Kontantstrøm vs rentekostnader

Figur 8.1 "Corporate performance measure," (Martocchio, 2006, s. 439).

En studie av forholdet mellom Fortune 500 bedrifters kompensasjon til toppledelsen og corporate governance som ble publisert i 1995, fant følgende (Martocchio, 2006):

- Toppledelsens årlige basislønn og bonuser viste sterke positive forbindelser med fortjenestemargin før skatt og avkastning på egenkapital. Når bedriftens prestasjon (basert på fortjenestemargin og avkastning på egenkapital) økte, skjedde det samme med toppledelsens årlige basislønn og bonuser.
- Alle langsiktige kompensasjonskomponenter for toppledelsen (som for eksempel begrensede aksjer og insentivbaserte aksjeopsjoner) var ikke betydelig relatert til bedriftsmessig prestasjon (igjen basert på fortjenestemargin og avkastning på egenkapital).

Det sistnevnte forholdet har også vært diskutert i Financial Times. Her kommer det frem at det er stadig flere som medgir at det er mangler i prosessen hvor ledelsens kompensasjon fastsettes. Disse konsentrerer seg om tre faktorer: en liberal bevilgning av aksjeopsjoner som kun er løst knyttet til ytelse (insentivbaserte aksjeopsjoner som nevnt i punkt 2 ovenfor), påvirkningen til kompensasjonskonsulenter, og dårlig oversikt fra styrenes side.

Senere studier har også sett på forholdet mellom toppledelsens lønninger og bedrifters prestasjoner. Fordi bevisene i forhold til å underbygge dette forholdet varierer, kan en ikke komme med en enkel fremstilling av dette forholdet.

8.2 Ethiske betraktninger – er ledelseskompensasjon rettfærdig?

Det er tre synspunkter som driver dette spørsmålet: bedrifters evne til å tiltrekke og beholde toppledere, inntektsforskjeller mellom ledere og andre arbeidere, og permittering av tusenvis av ansatte som ikke innehar lederstillinger.

8.2.1 Tiltrekke og beholde toppledere

Mange kompensasjonskonsulenter og styremedlemmer hevder at trendene innen ledelseskompensasjon er absolutt nødvendige for å tiltrekke og beholde toppledere. En antar at ledes avgjørelser direkte fremmer konkurransemessige fordeler ved å posisjonere

bedrifter til å oppnå effektive differensieringsstrategier. Konkurransmessige fordeler styrker den offentlige økonomien ved å øke forretningsaktiviteten, sysselsettingsnivået, samt individers evne til å delta i næringslivet som konsumenter av bedrifters produkter og tjenester.

8.2.2 Inntektsforskjeller

<i>Occupation</i>	<i>Annual earnings (\$)</i>
Airplane pilots and navigators	112,650
Physicians	96,296
Lawyers	83,920
College and university teachers	75,821
Aerospace engineers	72,126
Personnel and labour relations managers	59,823
Elementary school teachers	59,478
Firefighters	47,174
Accountants and auditors	44,972
Electricians	43,516
Automobile mechanics	32,086
General office supervisors	30,784
Bus drivers	28,592
Secretaries	27,318
Janitors and cleaners	22,276
Child care workers	14,960

Kilde: U.S. Bureau of Labor Statistics (2004). National Compensation Survey: Occupational Wages in the United States, July 2003. Washington, DC: US. Government Printing Office.

Figur 8.2, “Selected Median Annual Non-executive Earnings, 2003,” (Martocchio, 2006, s. 441).

Figur 8.2 illustrerer de betydelige inntektsforskjellene mellom årlig lønn for diverse ikke-leder stillinger og topplederes lønn. De typiske årlige inntektene for det lavest betalte yrket (child care workers) utgjorde 0,25 % av gjennomsnittlig lønn + bonus til toppledere.

Forholdet mellom det best betalte yrket (pilot) og gjennomsnittlig lønn + bonus til toppledere var ikke mye bedre, pilotene tjente 1,88 % av topplederlønna.

Sagt på en annen måte så var gjennomsnittlig lønn + bonus til toppledere 398 ganger større enn gjennomsnittlig årlig lønn for barnevernsarbeidere, og 53 ganger høyere enn gjennomsnittlig årlig lønn for piloter. Som en kan se så var forskjellene i 2003 meget store, og det mest urovekkende er at de stadig blir større.

8.2.3 Permittering av ansatte som ikke innehar lederstillinger

Millioner av arbeidere har blitt permitterte siden 1990. Toppledelsen fremmer flere årsaker som gjør disse permitteringene nødvendig – global konkurranse, nedgang i etterspørselen etter produkter, teknologiske fremskritt hvor maskiner utfører mange jobber mer effektivt enn arbeidere, fusjoner og overtakelser, etablering av produksjon i utlandet hvor lønna til arbeiderne er lavere, samt den brå økonomiske nedgangen etter terrorangrepene 11. september 2001.

8.3 Agenter med og uten prinsipaler

Hvem er det som bestemmer toppleres lønn? Et standard svar på dette spørsmålet har blitt formet av prinsipal-agent teorien: aksjonærene bestemmer toppleres lønn. De bruker lønn for å begrense moral-spill problemet som er et resultat av de små eierskapsandelene til topplerne. Gjennom bonuser, opsjoner eller langsiktige kontrakter kan aksjonærer motivere topplerne til å maksimere bedriftens formue. Med andre ord kan aksjonærer bruke lønn som insentiv, et syn som kalles *contracting view* (Bertrand & Mullainathan, 2000).

Et alternativt syn forfektet av blant andre Graef Crystal (1991) hevder at topplere bestemmer sin egen lønn. De manipulerer kompensasjonskomiteen og dermed kompensasjonsprosessen, slik at de kan betale seg selv den summen de ønsker. De eneste restriksjonene de kan møte er tilgjengeligheten på obligasjoner eller mer generelle bekymringer som for eksempel å bli omtalt i Wall Street Journal for å være overbetalt. Vi kaller det andre synet for *skimming view*.

8.3.1 Belønnes topplere for flaks?

Flaks defineres her som endringer i en bedrifts prestasjon som ligger utenfor topplerens kontroll. I enkle agentmodeller bør ikke lønn komme som en følge av flaks, siden administrerende direktør ved definisjon ikke kan påvirke flaks. Å knytte lønn til flaks skaffer ikke bedre insentiver (administrerende direktør kan ikke forandre flaks), det tilfører kun risiko til kontrakten (Bengt Holmstrom, 1979).

Under *skimming view*, på den annen side, vil lønn samsvare med flaks, fordi administrerende direktør kan bruke "heldige penger" for å betale seg selv mer.

Empiriske undersøkelser har blitt gjennomført i et forsøk på å finne ut om toppledere betales for flaks eller på bakgrunn av deres dyktighet og evner som ledere. Her vil vi nevne tre ulike mål på flaks. Først ut er en casestudie av oljeutvinnende selskaper hvor store bevegelser i oljepriser har en tendens til å påvirke selskapsmessig prestasjon på regulær basis. Den andre målingen gikk ut på å bruke endringer i den industrispesifikke utvekslingsraten for bedrifter i sektoren for handlede varer. I den tredje ble det brukt forskjeller fra et år til det neste i gjennomsnittlig industriprestasjon for å erstatte samlet økonomisk resultat for en sektor. For alle tre målene ble det funnet at topplederens lønn var et resultat av flaks. Det aller viktigste funnet derimot var at topplederens lønn var i mindre grad et resultat av flaks i selskaper som var bedre styrt. Tilstedeværelsen av en stor aksjonær vil i tillegg redusere andelen ledere som betales for flaks. Bedre styring fører til bedre samsvar med *contracting view*, mens dårligere styring samsvarer mer med *skimming view* (Bertrand & Mullainathan, 2000).

8.3.2 Er aksjeopsjoner rene gavepakker?

Kontraktsteori forutsetter at når aksjeopsjoner er bevilget, bør andre betalingskomponenter justeres ned slik at toppledere er indifferente mellom lønnspakken bestående av opsjoner og den som ikke inneholder opsjoner. Tilhengere av *skimming view* vil på sin side trekke frem det faktum at aksjeopsjoner ikke vises i balanseregnskapet. På grunn av regnskapsregler belaster ikke bedrifter sin fortjeneste for de opsjonene de utsteder. Administrerende direktører kan dermed betale seg selv gjennom aksjeopsjoner uten å påvirke selskapets bunnlinje.

Dersom aksjonærer hovedsaklig ser på denne bunnlinjen, er aksjeopsjoner en enkel måte å få betalt uten å tiltrekke uønsket oppmerksomhet. Av den grunn trenger ikke topplederen som gir seg selv opsjoner å senke de andre lønnskomponentene i det hele tatt.

Ved å bruke de samme målene som tidligere, har forskere funnet at dårlig overvåkede toppledere trekkes mindre for sine nye aksjeopsjoner. Dersom det for eksempel ikke sitter noen stor aksjonær i styret, trekkes administrerende direktør mindre for hver dollar de gitte opsjonene er verdt. Igjen ser vi at dårlig styrte/overvåkede bedrifter passer godt inn under *skimming view* (Bertrand & Mullainathan, 2000).

9 Konklusjon

Innledningen i oppgaven tar for seg Hegels alogi om Herre og Trel. Denne alogien passer svært godt for å forklare ytterste konsekvens ved et totalt skille mellom eierskap og kontroll. Hegel beskrev et dynamisk menneskesyn på forholdet mellom herren og trelen. Alogien handler om hvorledes den parten i et forhold som tidligere underkastet seg og ble foraktet, senere blir hersker og får aktelse for seg selv. I overført betydning kan dette gjelde for forholdet mellom eier og ledelse i et selskap. Denne teorien er som nevnt i ytterste konsekvens, men den forklarer veldig godt problematikken som oppstår når eieren ikke lenger sitter med kontrollen i selskapet, men har overgitt kontrollen til en andrepart, kalt agenten. Hovedutfordringen til eieren vil være å kontrollere og styre ledelsen på en måte som gjør at ledelsen får sammenfallende interesser med eieren.

Adam Smith var i 1776 tidlig ute med sine utsagn om bruken av aksjeselskap som selskapsform. Han mente at denne selskapsformen aldri ville fungere ettersom ingen forvalter andres penger som om de var ens egne, og at den derfor aldri ville bli aktuell. Vi kan konkludere med at Adam Smith tok grundig feil i sine antakelser om aksjeselskaper. Dette er i dag den vanligste selskapsformen for store selskaper med mange eiere. Derimot er det dukket opp stadig flere utfordringer tilknyttet temaet, og corporate governance er sentralt i denne sammenhengen.

Galbraith kommer i sin bok "The new industrial state" med en ekstrem hypotese. Han påstår at ledelsen ikke ønsker å maksimere profitten for sine eiere, men heller å minimere den til laveste aksepterte nivå. I henhold til asymmetrisk informasjon mellom eiere og ledelsen, antas det at ledelsen sitter på informasjon som eierne ikke har. Eierne har vanskelig for å kunne fastsette maksimal profitt. For ledelsen vil det av den grunn være behagelig å dempe presset på jag etter profitten. På den måten kan ledelsen få friere spillerom, og slipper kanskje å ta mange upopulære avgjørelser som skulle vært tatt. Selv om det er en ekstrem hypotese som ikke levner mye tro på menneskenes iboende lojalitet, er den veldig god for å forklare en uheldig konsekvens av et skille mellom eierskap og kontroll. Dette mer enn hentyder at det er behov for aktivt eierskap, med riktig mengde overvåkning og fornuftig bruk av insentiver.

Samspeillet mellom eiere, styre og ledelse blir stadig viktigere, der styret er brobyggeren mellom eierne og ledelsen. Styret har med andre ord en viktig funksjon i corporate governance teorien. Styret skal både ansette og avlønne ledelsen, samt overvåke, styre og kontrollere ledelsesfunksjonen. Det er av den grunn behov for høy kompetanse i styret. Et godt styre er ofte et godt utgangspunkt for god eierstyring. En viktig funksjon til styret er avlønningen til ledelsen. Således er den godtgjørelsen en leder mottar et resultat av styrets bestemmelser, og dersom den oppfattes som urimelig høy av andre er det styret som må begrunne hvorfor den er det. Dersom flere av styremedlemmene er venner/bekjente med lederen kan det få en innvirkning på størrelsen på godtgjørelsen, i form av at den blir høyere. Dette vil være meget uheldig – det er viktig at styret er uavhengig for å unngå slike situasjoner.

Denne masteroppgaven tar i hovedsak for seg insentiver som avlønningsform. Den beskriver tre variabler/former av insentiver: makt, prestisje og lønn. Psykologiske og sosiale insentiver er gode insentiver for toppledere i tillegg til økonomiske insentiver. Men det er en del begrensninger i bruk av de forskjellige insentivene. De økonomiske insentivene mister gradvis sin motivasjonseffekt dess større de er. Av den grunn kan det argumenteres for at med økonomisk insentiv over en viss størrelse, blir makt og prestisje vel så viktig. Problemet med disse insentivene er at det kan tiltrekke seg feil folk til jobbene – dyktige ”playboyer” som kun er ute etter prestisje og anseelse, og psykopater som kun er ute etter makt. I boken *Psykopatens diktatur* (1977) omtaler forfatter Ingjald Nissen følgende om psykopater: ”De psykopatiske menneskers terror i hverdagslivet er så omfattende at de alminnelige sunne mennesker mister kraften og evnen til å forhindre at individer med uheldige karakteregenskaper overtar samfunnsmakten” (Nissen, 1945).

Det er viktig å få frem at de tre formene for insentiver henger sammen. For eksempel vil høy lønn gi mer prestisje og/eller makt. Tilsvarende vil mer makt ofte føre til høyere avlønning, samt gi mer prestisje.

Opsjoner som insentiver benyttes stadig oftere som avlønningsform i Norge, ifølge Agderforskning. Fra 2002 til 2005 er bruk av opsjoner økt fra 22 % til 34 % av total lønn i norske børselskaper. Opsjoner skal ifølge insentivteori brukes for å sikre at ledelsen ikke forfølger andre interesser enn det som er intensjonene fra eierens side. Opsjoner blir dermed et styringsverktøy for eierne som også kan knyttes opp mot kontrollfunksjonen. Spesielt for

bedrifter som er i en tidlig etableringsfase, samt har lav likviditet, er opsjoner en nyttig avlønningsform. Det gir motivasjon for lederen som mottar opsjoner, samtidig som den ikke koster selskapet penger før innløsningstidspunktet (europeiske opsjoner). Dessuten er det en utmerket måte å beholde og erverve kompetanse på. Dersom selskapet ikke gjør det bra vil heller ikke eierne tape like mye. Opsjoner er blitt kritisert for å gi ledelsen store gevinster, men det kan konkluderes med at opsjoner er en avlønningsform som deler risikoen mellom eiere og ledelsen. Gitt at det er ledelsens fortjeneste at aksjen stiger i verdi og gir gevinst, vil opsjoner synes som en rettferdig og god avlønningsform, som fordeler gevinst av oppgangen i selskapet på eierne og ledelsen.

Kritikken mot lederlønnene rettes først og fremst mot nivået på økningen, samt problematikken rundt rettferdigheten av lønnsnivået. Problemet er at ledere som gjør en middelmådig jobb blir betalt en formue. I kapittelet lønnsnivået i vekst er det listet opp en del grunner til at lederlønnene stiger. Som nevnt i innledningen uttalte finansminister Kristin Halvorsen at topplederlønnene ikke burde overstige statsministerens lønn. Dersom lønnsutviklingen skulle gå den veien, og det ble satt et tak på lederlønnene, ville det få en rekke uheldige konsekvenser. En tenkelig konsekvens vil være at den beste kompetansen ville forsvinne til bedre betalte jobber i utlandet. Statistikk tilsier at lederlønnene i Norge er moderate i forhold til utenlandske lederlønninger, noe som kan føre til at misfornøyde norske ledere søker seg til utlandet fremfor å bli i dårligere betalte jobber her hjemme.

En annen konsekvens vil være at ledelsen heller vil søke en jobb der ansvar og risiko er mindre, og lønnen ligger like under det han hadde tidligere. Toppsjefen vil ha betalt for risikoen en topplederstilling innehar, i tillegg til å få høy godtgjørelse for å ta upopulære avgjørelser. Det siste er spesielt viktig ettersom det skiller et godt lederskap fra et mindre godt lederskap. Dessuten blir gjennomsnittsstørrelsen på selskapene stadig større. Det resulterer i at lederen må kontrollere større formuer og i større omfang. Lønnen må altså stå i stil til risiko og ansvar. I tillegg må det gis kompensasjon for topplederens ofring av fritid og privatliv. En toppstilling går blant annet på bekostning av familieliv. Dette er for mange en dyr pris å betale, og det forventes at en blir godt kompensert for å gi slipp på det. En annen alvorlig konsekvens er at en lav lederlønn kan tilrekke seg en annen type mennesker. En gruppe som har helt andre motiver for en topplederstilling.

Det kan være:

1. Lykkejegere
2. Nyutdannede
3. Psykopater

De høye lederlønnene anses som urettferdige i mange tilfeller, noe som fører til at folk mister troen på kapitalismen. Det er vanskelig å se hvorfor lederne skal oppnå lønninger som er utenkelige for en gjennomsnittlig industriarbeider. Dette fører også til økt forskjell mellom fattig og rik, skaper vinnere og tapere i samfunnet, og kan utløse et sosialt og politisk tilbakeslag. Markedet for toppledere har mange feil. Samtidig sitter styret i selskapene med for lite kompetanse og myndighet som gjør det vanskelig å trosse lederne. Det kan føre til altfor generøse kompensasjonsprogrammer. Særlig opsjoner blir gitt for lett og for ofte, noe som kan føre til kortsiktig atferd. Mange investorer vegrer seg fra å investere i selskaper med høye lederlønninger. Warren Buffet, en av verdens meste kjente investorer, er meget kritisk til opsjoner, og vil ikke investere i selskaper med urimelige høye bonuser og lederlønninger (Lund, 2007). En hovedgrunn til dette er først og fremst at det kan tyde på sterke og mektige toppledere, samt svakt styre og dårlig corporate governance. Høye lederlønninger kan gi et dårlig signal til potensielle investorer.

Dersom det var mulig å måle en leders prestasjon på en enkel måte, kunne man i mange tilfeller rettferdiggjort lønningene. Problemet er nettopp at disse sjelden lar seg måle på en god måte. Et viktig spørsmål vi har forsøkt å belyse er om kompensasjonen toppledelsen mottar står i forhold til bedriftens prestasjoner. Dette spørsmålet gir tvetydige svar. I noen tilfeller fatter ledelsen i et selskap beslutninger som gir positive konsekvenser for selskapet, mens de samme beslutningene i et annet selskap kan medføre negative konsekvenser. Dessuten er det ikke alltid grunnlag for å si at det var nettopp disse beslutningene som gjorde utslagene. Det tilsier at det er vanskelig å si om gode resultater skyldes tilfeldigheter/flaks eller om det er et resultat av dyktighet. En toppleder blir premiert i like stor grad for flaks som for dyktighet. Ettersom det ikke lar seg gjøre å skille disse to vil det alltid være spørsmål om rettferdigheten av lederlønningene.

Kapittel 3.6 har vi kalt for teoretisk rammeverk. Dette kapitlet beskriver to idealistiske modeller som tar for seg viktige aspekter ved corporate governance. Den første modellen

viser forholdet mellom to viktige beslutningsvariabler; kontroll og insentiver (figur 3.2). På en enkel måte forklares forholdet mellom disse variablene, og viser viktigheten av å ha god oversikt over kontrollfunksjonen på den ene siden, og insentivene på den andre, for å oppnå målkongruens mellom prinsipal og agent. Bedrifter med god corporate governance har bedre forutsetninger for å lykkes med dette enn bedrifter med dårlig corporate governance.

Den andre figuren (figur 3.3) tar for seg en idealisert klassifisering av fire basissituasjoner. Den viser i hvilke tilfeller vi kan skille god ledelse fra dårlig ledelse, og belønne deretter. Men den viser at det er vanskelig å legge merke til dårlig ledelse i oppgangstider, mens det tilsvarende er vanskelig å legge merke til god ledelse i dårlige tider. Det er viktig å få frem at disse to modellene er idealistiske, og at virkeligheten ofte er mer sammensatt og komplisert.

Vi har i oppgaven kommet med argumenter for og imot lederlønningene. Det vil alltid være en debatt om lederlønningene. Med andre ord er det vanskelig å tenke seg at lederlønningene vil ende på det nivået Kristin Halvorsen ønsker. Ettersom topplederstillingene blir stadig mer krevende, og kampen om den beste kompetansen fortsatt er høy, vil lederlønningene ligge på et høyt nivå. Hvor grensen blir nådd er ikke enkelt å svare på, men vi har argumentert for at andre insentiver som makt, anseelse og prestisje er viktig for ledere.

Til slutt vil vi runde av med en artikkel fra Dagens Næringsliv fra april 2007 (Bertelsen, 2007). Denne tar for seg en nystartet øyelege i Nord-Trøndelag. Legen, som er både majoritetsseier, daglig leder og styreleder, ønsket ikke å ta ut lønn de første 3 månedene han arbeidet. Årsaken var at han ønsket å sikre sin nystartede bedrift etter å ha gjort investeringer i kostbart utstyr. Dette fant ikke Nord-Trøndelag ligningskontoret seg i, og svarte med å fastsette en skjønnsmessig lønn. Det tilsvarte en dagslønn på 8125 kroner, som igjen innebærer en årslønn på nesten 3 millioner. Dette står i sterk kontrast til Kristin Halvorsens uttalelse om at ingen bør tjene mer enn statsministeren, og er vel et bevis på at nivået på lønningene er blitt akseptert av det offentlige, selv om de liker å uttrykke det motsatte. Denne saken argumenterer for at lederlønnsnivået vanskelig lar seg endre.

Referanseliste

- Aghion, P., & Tirole, J. (1997). Formal and Real Authority in Organizations. *The Journal of Political Economy*, 105(1), 1-29.
- Andersen, B. (2003). *Institusjonelle investorer: makt og avmakt i aksjemarkedet: Makt-og demokratiutredningen 1998-2003*.
- Balsvik, R. (2006). Foreign direct investment and host-country effects.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*.
- Bertelsen, M. (2007, 13. April). Dømt til å tjene 8125 kr om dagen. *Dagens Næringsliv*.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2000). Agents with and without Principals. *The American Economic Review*, 90(2), 203-208.
- Bjørklund, I., Finstad, Ø., & Haugli, Å. (2006, 11./12. November). Tommel ned for opsjoner. *Dagens Næringsliv*, p. 8.
- Blindheim, A. M. (2006, 16. November). Ingen skal tjene mer enn Jens. *Dagbladet*.
- Bradach, J. L., & Eccles, R. G. (1989). Price, Authority, and Trust: From Ideal Types to Plural Forms. *Annual Review of Sociology*, 15, 97-118.
- Busch, T., & Vanebo, J. O. (2000). *Organisasjon, ledelse og motivasjon* (Vol. 4. utgave).
- Bøhren, Ø., & Ødegaard, B. A. (2002). *Norsk eierskap: Særtrekk og sære trekk*.
- Clarke, T. (2004). *Theories Of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance*: Routledge.
- Coto, D. G., & Plata, R. (2006). *Share ownership structure in Europe*: FESE, Federation of European Securities Exchanges.
- Eckbo, E. B. (2005, 20. Mai). Strong insiders invite weak governance - a shift in the governance landscape is on the horizon. *Financial Times*.
- ECON, s. f. ø. a. (2000). *Belønningssystemer i bedrifter - rammebetingelser og incentiver*.
- Erikstad, T. (2007, 13. April). Humankapitalisme. *Dagens Næringsliv*.
- Et aktivt og langsiktig eierskap, st.meld.nr 13*, (2006).
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Festinger, L. (1954). A theory of social comparison processes.(Reprinted from Human Relations, 7): London: Tavistock Publications.
- Galbraith, J. K. (1971). *The new industrial state*.

- Gottschalk, P. (2003). *Ledelse av intellektuel kapital*.
- Hedström, P., & Swedberg, R. (1998). *Social Mechanisms: An Analytical Approach to Social Theory*: Cambridge University Press.
- Hegel, G. W. F. (1999). *Åndens fenomenologi* (J. Elster, Trans.): Pax.
- Hirschman, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty*: Harvard University Press Cambridge, Mass.
- Hirschman, A. O. (1978). *Exit, Voice, and the State*.
- Huse, M. (2003). *Styret: tante, barbar eller klan*.
- In the money - a special report on executive pay. (2007, 20. Januar). *The Economist*.
- Jacobsen, D. I. (2000). Hvordan gjennomføre undersøkelser. *Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Høyskoleforlaget AS-Norwegian Academic Press, Kristiansand, Norway.
- Krishna Guha, F. G. a. E. C. (2006, 20. Desember). America's elite is pulling further ahead. *Financial Times*.
- Kuvaas, B. (2005). Når dårlige ledelsesteorier resulterer i dyr og dårlig ledelse. *Magma*, 3.
- Linderud, E. (2006, 8. November). Opsjonsstorm mot Telenor-sjefen. *Dagens Næringsliv*.
- Lone, H. (1999). *Belønning og innsats i lys av agentteori*.
- Lund, K. (2007, 07. Mai). Varsler storhandel. *Dagens Næringsliv*, p. 27.
- MacKenzie, R. B., & Lee, D. R. (1998). *Managing through incentives*: Oxford Univ. Press.
- Martocchio, J. J. (2006). *Strategic Compensation* (Vol. Fourth Edition).
- Myklemyr, A. (2007 23. mars). Uansvarlig lederlønnutvikling. *Ukeavisen Ledelse*.
- Nilsen, T. (2005). Bank eller børs? Hvordan skaffe kapital til næringslivet: Universitetet i Oslo.
- Nilssen, T. (2005). *Organisasjon, Strategi og Ledelse*. Paper presented at the ECON 1810.
- Nissen, I. (1945). *Psykopatenes diktatur*: Aschehoug.
- NUES, N. U. f. E. o. S. (2006). *Norsk anbefaling - Eierstyring og selskapsledelse*.
- Olson, M. (1965). *The logic of collective action*.
- Ortega, J. (2003). *Power in the firm and managerial career concerns*.
- Randøy, T. (2004). *Veien til god eierstyring*.
- Randøy, T., & Skalpe, O. (2007). *Lederlønnutvikling i Norge 1996-2005*.

- Reve, T., & Grønlie, T. (1993). *Styrets rolle*: Tano.
- Ryen, A., & Knudsen, K. (2005). *Hvordan kan frynsegoder bli belønning*: Cappelen.
- Samland, E.-M. (2007, 18. Januar). Risikerer 10 års fengsel. *Aftenposten*.
- Skaalmo, S. (2006, 17. November). "Jeg har tross alt stått i front". *Dagens Næringsliv*, pp. 12-13.
- Smith, A. (1776). *The Nature and Causes of the Wealth of Nations*.
- Thoresen, H. (2001). *Opsjoner i arbeidsforhold: Makt- og demokratiutredningen 1998-2003*
- Tung, R. K. C. (1981). *Exit-voice Catastrophes: Dilemma Between Migration and Participation*: PRI Project, Political Resocialization of Immigrants.
- White, P. E., & Woods, R. I. (1980). The Foundations of Migration Study. *The Geographical Impact of Migration*. London, New York, 1-20.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2), 291.
- Øverland, E. (2007). *NHO om privat eierskap*: NHO.
- Øyvind Thorsby, P. (2004). *Corporate governance i et norsk perspektiv*: Abstrakt forlag AS.