

**Om topplederlønninger –  
kort sammenfatning av innlegg på  
seminar om lederlønn,  
arrangert av Arbeids- og inkluderingsdepartementet,  
21. juni 2007**

av  
Steinar Holden<sup>1</sup>  
Økonomisk institutt  
Universitetet i Oslo

**2. august**

I dette innlegget vil jeg ta opp noen viktige punkter når det gjelder fastsettelse av topplederlønninger. Temaet er meget omfattende, og min presentasjon vil være selektiv, med fokus på forhold som jeg enten oppfatter som særlig viktige, eller som jeg mener har fått liten oppmerksomhet i debatten. Jeg vil legge vekt på fem punkter.

- Hvorfor har lederlønningene økt så mye?
- Incentivordninger – hvorfor og hvordan
- Skjevheter i hvordan lønnen fastsettes
- Særlige hensyn for staten
- Noen kommentarer til rapporten til Randøy og Skalpe (2007)

***Hvorfor lederlønningene så høye, og hvorfor har de økt så mye?***

Randøy og Skalpe (2007) viser til at toppledere i de største børsnoterte selskapene i USA i 2005 hadde en avlønning som var 411 ganger gjennomsnittlig industriarbeiderlønn i USA. For Norge finner Randøy og Skalpe at gjennomsnittlig topplederlønn i 2005, inklusiv opsjoner, i børselskaper var 3,8 millioner, dvs. om lag 10 ganger gjennomsnittlig industriarbeiderlønn. Medianavlønningen for toppledere i 2005 var 3 millioner. Norske toppledere har en lønn på 75 prosent av svensk nivå, men Randøy og Skalpe finner ingen signifikant forskjell dersom en tar hensyn til at svenske børselskaper gjennomgående er større enn norske. I sammenligningen med USA må en også ta hensyn til at de amerikanske tallene refererer til lønn i de største selskapene, som er mye større enn de norske.

En omfattende litteratur har drøftet hvorfor lederlønningene har økt så mye gjennom de siste tiårene. En kan skjelve mellom tre hovedforklaringer, knyttet til økt bruk av incentivordninger, en endring i hvordan leder-jobben er, og i økt ledelsesmakt (se f.eks. Gabaix og Landier, 2007, for en oversikt).

- Økt bruk av incentiv-avlønning

---

<sup>1</sup> Deler av notatet trekker i stor grad på Jensen (1999) og Jensen, Murphy og Wruck (2004).

- På 1980- og 1990-tallet argumenterte både noen akademikere (som Jensen og Murphy, 1990) og noen aksjonærer for at bedriftene i større grad burde ha insentivordninger for ledere, for å oppnå økt verdiskaping for eierne. Slike insentivordninger innebærer gjerne økt risiko, ved at lønnen blir lav dersom lederen ikke greier å nå målene som er fastsatt, f.eks. ved at aksjekursen ikke stiger nok til at aksjeopsjonene kan utløses. Økt risiko fører til at avlønningen er mindre attraktiv for lederne (såfremt de er risikoaverse, dvs. at de foretrekker sikkerhet). Forventet lønn må derfor øke for at lønnspakkene skal være like attraktive som før.
- Jobben er endret
  - Enkelte forskere, som Hermalin (2005) argumenterer for at økt eierkontroll gir økt risiko for å bli sparket, og at ledere må kompenseres ved høyere lønn.
  - Andre forskere, som Frydman (2005) hevder at lederjobben i større grad krever generelle ferdigheter (i motsetning til bedriftsspesifikke), noe som gir høyere markedsverdi for potensielle kandidater.
- Ledelsesmakt – hvordan avlønningen fastsettes – dette drøftes mer under.

### ***Insentiv-avlønning for at lederes mål skal sammenfalle med eiernes***

Som nevnt over er insentiv-avlønning av ledere, som bonuser og opsjoner, motivert av et ønske om å gi økt verdiskaping for eierne. En del av dette er selvfølgelig at lederne skal bli motivert til å yte ekstra innsats, utover en vanlig god jobb som en uansett kan forvente. Men dette er ikke hovedpoenget. Hovedformålet er å sørge for at lederne jobber for de mål som eierne har, dvs. høyest mulig lønnsomhet, og ikke for andre mål som ledere ellers kunne ha.

Toppledere i store selskaper kan ha mål om at selskapet skal vokse, f.eks. for at de skal få økt makt, innflytelse og prestisje. Lederne kan mislike å ta risiko, fordi deres jobb blir utsatt dersom de mislykkes. Lederne kan også ha som mål at de ansatte skal få gode vilkår, eller lederne kan være for svake i forhold til ansattes innflytelse. Videre kan lederne ha særlige mål knyttet til den sektoren som de jobber med.

I motsetning til dette har eierne et ønske om høyest mulig lønnsomhet. Videre kan eierne gjerne redusere risikoen ved å diversifisere, dvs. fordele sin portefølje på mange ulike selskaper og typer investeringer. Såfremt forventet avkastning er høy nok, vil eierne dermed være tjente med at bedriften tar risiko som er selskapsespesifikk, dvs. som eierne kan diversifisere bort. Særlig aksjeopsjoner er et direkte virkemiddel knyttet til at ledere skal oppnå høyest mulig aksjekurs, i samsvar med eiernes målsettinger. Hensikten med aksjeopsjoner og andre typer insentivordninger er dermed at topplederne skal prioritere hensynet til lønnsomhet høyere, og dermed prioritere andre mål lavere, inklusiv de målene som er nevnt over.

### ***Bonus- og opsjonsordninger med stor verdi kan styre i feil retning***

Toppledere med oppsigelsesvern og dårlig eierkontroll kan ha svake insentiver til å tjene interessene til de som eier bedriften. De kan derfor følge andre målsettinger, som økt sikkerhet, vekst, prestisje, makt og særlige fordeler for seg selv og de ansatte. Men dersom

topplederen ikke har oppsigelsesvern,<sup>2</sup> og eierne følger godt med på hvordan bedriften styres, vil topplederen åpenbart ha klare insentiver til å gjøre eierne fornøyd. Er det behov for bonus- og opsjonsordninger som gir sterkere insentiver enn dette?

Det er en meget stor litteratur som drøfter hvilke hensyn som en skal ta ved utforming av insentivordninger for ansatte og ledere. Denne litteraturen viser at insentivordninger innebærer mange fallgruver, som kan medføre at ansatte og ledere gjør det som maksimerer deres utbetaling gjennom insentivordningen, selv om dette ikke sammenfaller nøyaktig med eierens målsettinger. Ved utformingen av insentivordninger bør en forsøke å gjøre disse fallgruvene minst mulige, samtidig som en vurderer gevinsten av insentivordningen drøftet over (økt innsats og økt fokus på lønnsomhet) opp mot ulempene ved "fallgruvene". Jensen, Murphy og Wruck (2004) har en grundig diskusjon av fordeler og ulemper ved ulike avlønningssystemer, med en rekke konkrete anbefalinger, og den interesserte leser anbefales å se på denne artikkelen.

Bonus-ordninger er vanligvis ikke-lineære, dvs. gir utbetaling for målvariabel over terskelverdi eller innen et intervall, f.eks. hvis omsetningen eller overskuddet er over et visst måltall. Hensikten med dette er å sørge for en sterk motivasjon for at målene nås, men det innebærer også flere ulemper. For det første kan slike ordninger føre til at ansatte og ledere *manipulerer målvariabelen*, f.eks. ved å "fremskyve" inntekter dersom dette er nødvendig for å nå målet, eller ved å "utsette" inntekter dersom en innser at en uansett ikke kan nå målet i år. Slik manipulering kan ofte være mulig, og for de ansatte kan dette være lønnsomt selv om det vil kunne redusere selskapets totale lønnsomhet dersom en ser begge årene under ett.

En annen ulempe er at ansatte og ledere vil kunne *manipulere informasjonen* for å påvirke fastsettelsen av terskelverdien, slik at sannsynligheten for å oppnå en høy bonus blir størst mulig. Jensen (2003) omtaler dette som en risiko for "paying people to lie", og han argumenterer for at slike systemer innebærer meget store kostnader for selskapene. Jensen argumenterer for at aktørene selv ikke ser på dette som løgn, men bare som naturlige "forhandlinger". Resultatet kan likevel innebære store kostnader for selskapene.

Etter mitt skjønn er problemet med manipulering av målvariabel og informasjon kanskje særlig viktig ved avlønningssystemer for toppledere. På alle nivåer i en organisasjon må en regne med at underordnede kan ha en informasjonsfordel ved at de har informasjon som de overordnede ikke har. På alle nivåer kan derfor underordnede i prinsippet påvirke bonussystemet gjennom hvilken informasjon som han eller hun gir til sin sjef. Men det virker rimelig å anta at informasjonsfordelen ofte vil være særlig stor for topplederen i forhold til styret, fordi styret vanligvis ikke vil gripe like detaljert inn som en leder gjør overfor sine underordnede. Informasjonsfordelen for den underordnede, i dette tilfelle topplederen i forhold til styret, vil derfor kunne være et særlig stort problem ved fastsettelse av bonus- og opsjonssystemer.

La oss ta et hypotetisk eksempel for å illustrere poenget. Et selskap vurderer å gå inn på et nytt marked, og toppleder har grunn til å tro at dette kan bli meget lønnsomt. Men ved å gi mer forsiktige anslag for lønnsomheten til styret, kan topplederen kanskje oppnå en stor bonus dersom resultatet faktisk blir meget gunstig. En slik mer forsiktig informasjon vil gi styret

---

<sup>2</sup> I Norge er det nå mulig for bedriften ved ansettelse av toppleder å inngå en avtale av typen "hvis styret finner at topplederen må fratruke vil en kompensasjon på beløp x inntre." Hvis topplederen undertegner avtalen, er det juridiske innholdet at stillingsvernet opphører. Slike avtaler er nå blitt relativt utbredt.

feilaktig grunnlag for sin beslutning, og styret kan f.eks. beslutte å gå inn i mindre omfang i det nye markedet enn det som ville vært mest lønnsomt for selskapet.

Aksje-opsjoner har en fordel fremfor bonus-systemer ved at de er knyttet til et mer grunnleggende mål (dvs. aksjekursen). Det er aksjeverdien til selskapet som er det endelige målet på lønnsomheten for eierne, og dette taler for at ledernes insentiver knyttes mot denne. Et viktig poeng er at opsjonene bør justeres i forhold til et relevant sammenligningsgrunnlag, f.eks. i forhold til kursutviklingen for sammenlignbare selskaper, slik at topplederne bare får gevinst dersom selskapet gjør det godt i forhold til andre sammenlignbare selskaper. Dermed unngår en f.eks. at toppledere i oljeselskaper tjener på økt aksjekurs som skyldes høyere oljepris. Bertrand og Mullainathan (2001) dokumenterer at selskaper med svak eierstyring i stor grad har avlønningssystemer som gir "heldige" ledere høy betaling, dvs. der kursutviklingen i stor grad skyldes eksterne faktorer som lederne ikke kan påvirke ("flaks").

Men heller ikke aksje-opsjoner er fri for problemer knyttet til manipulering fra ledelsens side. Opsjoner kan gi insentiver til å manipulere børsverdien, gjennom lovlige metoder (som tiltak som er eller ser særlig lønnsomme ut på kort sikt) eller ulovlige metoder (som feilaktig informasjon og regnskapsføring).

Jensen, Murphy og Wruck (2004) bruker Enron som eksempel på problemer med feilaktige børsverdier. På toppunktet, da Enron var verdt omtrent 70 milliarder dollar, har Jensen, Murphy og Wrucks i ettertid anslått at den riktige verdien var omtrent 30 milliarder dollar. Men ledelsen i selskapet hadde økonomiske interesser i å opprettholde en høy børsverdi, og de ville forhindre at børsverdien skulle falle til den mer korrekte verdien. Resultatet var at ledelsen gjorde en rekke disposisjoner, lovlige så vel som ulovlige, som førte til at hele verdien av selskapet falt bort.

Noen av problemene nevnt over kan i noen grad reduseres ved en god utforming av bonus- og opsjonssystemene, og økt kontroll, se diskusjon i Jensen, Murphy og Wruck (2004). Men det er naivt å tro at problemene kan unngås fullstendig. Min konklusjon på dette er at en bør unngå bonus- og opsjonsordninger med svært stor verdi. I utgangspunktet vil ansatte og ledere i stor grad identifisere seg med selskapets sunne målsettinger, som "sunn lønnsomhet". Det er særlig når ansatte og ledere får sterke økonomiske insentiver som drar i en annen retning, at risikoen atferd med alvorlige uheldige bivirkninger blir stor.

Momentene over gjelder både for private eiere og for staten som eier. Men i tillegg kommer flere forhold som bare gjelder for staten. Staten vil ofte være eier i bedrifter der det er naturlig at staten også har andre hensyn og interesser enn størst mulig lønnsomhet. I energisektoren f.eks. bør staten ta hensyn til leveringssikkerhet utover hva en kan forvente at en privat eier, som ønsker størst mulig lønnsomhet, vil gjøre. I prinsippet kan en tenke seg at markedet også priser inn risiko og kostnader knyttet til leveringssikkerhet, slik at bedriftsøkonomisk lønnsomhet også fanger opp dette. I praksis vil f.eks. et totalt sammenbrudd i energiforsyningen føre til kostnader for resten av samfunnet som langt overstiger det som energiselskapet kan dekke.

Slike og andre hensyn bør naturligvis staten forsøke å ivareta gjennom konkrete krav og reguleringer til selskapene, og de er ikke uten videre et argument for statlig eierskap. På den annen side er det også klart at dersom en gir toppledere sterke insentiver til å oppnå størst mulig lønnsomhet, må en også regne med at slike andre hensyn i noen grad kan bli skjøvet til side. F.eks. kan en ikke regne med at offentlige krav og reguleringer om leveringssikkerhet

perfekt fanger opp alle aspekter som selskapet bør ta hensyn, slik at selskaper der ledelsen har andre sterke målsettinger (som lønnsomhet) kan velge å tøyne reguleringene.

Et annet relevant eksempel gjelder bedrifter som har stor markedsrett på det innenlandske markedet, og som dermed kan oppnå økt overskudd gjennom å utnytte sin markedsrett. Ved å gi selskapene sterkere insentiver til størst mulig lønnsomhet, øker en også selskapenes insentiver til å utnytte sin markedsrett. Ideelt sett skal Konkurransetilsynet sørge for tilstrekkelig konkurranse på de innenlandske markeder, slik at denne muligheten begrenses. Realistisk sett må man imidlertid regne med at en rekke selskaper med stor markedsandel eller nær tilgang på deler av produksjonskjeden der det er naturlig monopol (som distribusjon av kraft til husholdningene) vil ha muligheter til å kunne utnytte sin markedsrett.

Disse forholdene taler for at aksje- og bonusordninger ikke behøver å være ønskelig sett fra statens side, også der staten er eier, selv om ordningene ville være ønskelige sett fra private eieres ståsted.

### ***Skjevheter i hvordan avlønning fastsettes (basert på USA)***

Jensen (1999) og særlig Jensen, Murphy og Wruck (2004) legger stor vekt på at det er skjevheter i hvordan avlønningen av ledere fastsettes, som innebærer at lønningene blir for høye. Det er etter mitt skjønn grunn til å legge betydelig vekt på deres vurdering av dette, bl.a. fordi disse forskerne var blant dem som argumenterte for innføring av insentiv-avlønning for ledere, slik at de neppe kan beskyldes for å være drevet av politiske eller andre målsettinger om å redusere lederes lønn.

Jensen, Murphy og Wrucks argumentasjon er basert på amerikanske erfaringer, men det er grunn til å tro at mange av poengene også er relevante for Norge.

Et viktig moment er at lederkandidaten plukkes ut før en starter å forhandle lønn. Dette svekker åpenbart styrets forhandlingsposisjon betydelig, når lederkandidaten vet at han eller hun er førstevalget. I en slik situasjon må en regne med at lederkandidaten normalt vil kunne oppnå en lønn som er betydelig over lederkandidatens beste alternativ, dvs. høyere enn det som er nødvendig for at selskapet skal få tak i kandidaten.

Nå er det vanskelig å tenke seg at lønnen skal forhandles samtidig med at lederkandidaten plukkes ut. For en stor bedrift er det nok lite lønnsomt å velge en klart dårligere kandidat bare fordi han eller hun krever lavere lønn. Men for det første viser dette poenget at lederlønninger ofte vil bli høyere enn det som er lederkandidatens markedsverdi. For det andre gir dette poenget et argument for å ha retningslinjer for styret som begrenser lønnen for topplederen. Slike retningslinjer vil styrke styrets forhandlingsposisjon slik at det vil kunne få tak i lederkandidaten til betydelig lavere lønn enn det som ville bli resultatet av frie forhandlinger.<sup>3</sup>

Et annet moment er at forslag til avlønningsordninger lages ofte i bedriften eller av konsulent-selskaper som selger til bedriften. Dette er personer som ønsker å ha et godt forhold til topplederen, og vi må regne med at dette kan påvirke den skissen eller forslaget som lages.

---

<sup>3</sup> Dette er et eksempel på et generelt poeng i forhandlinger, påpekt bl.a. av Schelling (1960), om at en kan oppnå en fordel og et bedre resultat dersom en før forhandlingene kan binde seg opp til å bare godta et utfall som er gunstig for en selv. En måte å binde seg på, er å gi bindende retningslinjer for den som forhandler på vegne av seg selv, f.eks. at eiere eller staten gir styret retningslinjer for lederavlønning.

Et tredje moment er at avlønningen til topplederen fastsettes av styret, eller av eksterne medlemmer i styret. Disse ønsker å være på god fot med topplederen, noe som kan gjøre at de godtar høyere lønn enn de ellers ville gjort. I USA har topplederen gjerne stor innflytelse på hvem som er med i styret. Dette kan også gjelde i Norge.

I USA bruker en del leder-kandidater en egen agent til å forhandle lønn for seg, og disse agentene er ofte meget effektive til å få opp lønnsnivået. Jensen og Murphy (2004) er sterkt kritiske til denne praksisen, ikke minst at selskapet ofte betaler honoraret til agenten som forhandler på vegne av topplederen.

Ved fastsettelse av lederlønninger blir informasjon fra lønnsundersøkelser tillagt betydelig vekt. Jensen, Murphy og Wruck argumenterer for at måten dette gjøres på bidrar til å trekke opp lønningene. Et eksempel er de betegnelser som brukes, der lønn under medianen gjerne kalles "below market", mens lønn mellom median og 75 prosent fraktilen kalles "competitive". Dette innebærer et trykk i retning av at alle skal betales over gjennomsnittet.

Et lignende trykk oppover på lederlønningene vil en få dersom bedrifter hele tiden legger mest vekt på de momenter som er til fordel for topplederen. F.eks. er bedrifter gjerne villige til å betale høyere lønn enn gjennomsnittslønnen for toppledere i tilsvarende bedrifter dersom den aktuelle lederkandidaten har en særlig høy markedsverdi som gjør dette nødvendig. Hvis det derimot gjelder en lederkandidat med lav markedsverdi, vil bedriften kunne sette lønnen ut fra hva som er gjennomsnittlig lønn i tilsvarende stillinger. Dermed blir det en tendens til at noen toppledere får høyere lønn enn gjennomsnittet, mens ingen toppledere skal få lavere lønn enn gjennomsnittet, noe som åpenbart vil dra lønnsnivået oppover.

Murphy (1999) konkluderer at fastsettelsen av topp-lederlønninger innebærer mange skjønsmessige avgjørelser, og at skjønnnet systematisk ser ut til å gå i topplederens favør "Judgment calls tend systematically to favor the CEO".

Hva er relevansen av dette? Etter mitt skjønn er disse poengene relevante først og fremst av to årsaker. For det første kan en gjøre en del med hvordan topplederlønninger fastsettes, slik at skjevhetene blir mindre. Jensen, Murphy og Wruck (2004) gir noen konkrete anbefalinger.

For det andre innebærer disse skjevhetene at vi på faglig grunnlag kan konkludere at topplederlønningene trolig er for høye, også sett fra bedriftsøkonomiske synspunkter. Dette gir igjen grunnlag for å se etter måter eller tiltak for å dempe topplederlønningene på. Da må en naturligvis også se på evt. negative virkninger ved disse tiltakene, men det sier noe om retningen en bør gå.

### ***Staten har ytterligere interesse i å begrense topplederlønningene***

I forrige avsnitt så jeg på noen bedriftsøkonomiske argumenter for at topplederlønningene kan bli for høye. Staten har imidlertid også en del andre grunner til å begrense topplederlønningene. Disse momentene kommer i tillegg til argumentene nevnt over, om at staten ikke nødvendigvis vil være tjent med opsjons- og bonusordninger selv i situasjoner der private eiere ville vært det.

For det første er staten eier i mange bedrifter, som i stor grad konkurrerer om de samme ledere, eller som i hvert fall sammenligner seg med hverandre. Ved å holde igjen på lønningene i et selskap, kan en betale mindre i andre selskaper også.

For det andre bør staten ta hensyn til evt. virkning på lønnsoppgjøret. Det er vanskelig å si hvor sterk en slik effekt er. I NOU 2000:21 En strategi for sysselsetting og verdiskaping (Holden-utvalget) konkluderer imidlertid utvalget (som besto bl.a. av partene i arbeidslivet på arbeidsgiver og arbeidstakersiden, samt eksperter) med at

*Sterk vekst i lederlønningene kan gjøre det vanskeligere å få allmenn oppslutning om moderate lønnsoppgjør og bidra til å svekke oppslutningen om det inntektspolitiske samarbeidet. Høye tillegg til lederne kan også gi inntrykk av at bedriftene har større overskudd å fordele i lønnsoppgjørene enn hva som er realiteten.*

For det tredje bør staten ta hensyn til at topplønninger som oppfattes som urimelige av store grupper av befolkningen kan svekker det politiske systems autoritet og legitimitet. Dette kan f.eks. vanskeliggjøre andre reformer, f.eks. med hensyn til trygdeordninger eller pensjonssystemer. Et viktig moment her gjelder dersom det er andre prinsipper som gjelder for toppledere enn ellers i samfunnet. F.eks. kan en reise spørsmål om hvorfor mange toppledere skal kunne opptjene full pensjon, 66 prosent av grunnlønn i løpet av få år, når det generelle prinsippet i folketrygden er at opptjeningen må skje over mange år ("alleårs-prinsippet"), og der det er tak for hvor høy opptjeningen er.

### **Noen kommentarer til rapporten av Randøy og Skalpe**

Jeg er blitt bedt om å kommentere rapporten til Randøy og Skalpe (2007). Dette er etter mitt syn en nyttig og god oversikt over lederlønninger i Norge. Det er en rekke interessante fakta som trekkes frem. Bl.a. er det meget interessant å se på virkningen av eierskap og styresammensetning på lønnen. Randøy og Skalpe finner bl.a. at spredt eierskap gir høyere lønn, og at styreleder m/lang ansiennitet gir lavere lønn. Begge disse funnene er i samsvar med amerikanske studier, og de tyder på at problemstillinger knyttet til at sterke ledere og svak eierstyring kan gi for høy topplederlønn, også er relevante for Norge.

For noen av resultatene kan en stille spørsmål om den estimerte effekten skyldes bakenforliggende faktorer. F.eks. finner Randøy og Skalpe at kvinnelige toppledere får lavere lønn, og at kvinnelige styreledere gir lavere topplederlønn. Dette kan være kausal-effekter (som igjen kan ha en rekke ulike årsaker), men det kan også skyldes at kvinner særlig når toppen i bransjer og bedrifter der lønningene av andre årsaker er lavere. Tilsvarende gjelder funnet om at anglo-amerikaner i styret bidrar til høyere lønn – dette kan også skyldes at anglo-amerikanere i større grad er i styret i noen typer bedrifter der lønnen av andre årsaker er høy. Selv om sammenhengen skyldes bakenforliggende faktorer kan den likevel være interessant, men en kan da ikke dra politikk-konklusjoner. F.eks. er det ikke klart om en kan hevde at et argument for å holde anglo-amerikanere utenfor styrene er at det bidrar til å holde toppleder-lønningene nede.

Det ville også være interessant å se mer detaljert på fordelingene enn det som fremkommer ved vanlig regresjonsanalyse. Som nevnt over finner Randøy og Skalpe at lang styrelederansiennitet bidrar til lavere topplederlønn. Skyldes denne effekten at lang styrelederansiennitet bidrar til at en unngår noen få tilfeller der lønnen blir særlig høy, eller gjelder det hele fordelingen, dvs. at styreleder med lang ansiennitet generelt gir lavere lønn for toppleder? Det ville også være interessant med noe mer drøfting av hvor stor effekten er.

Det ville også være interessant å se på virkningen på topplederlønninger av andre karakteristika ved styremedlemmene. Har det betydning om styremedlemmer kommer fra offentlig eller privat sektor, hvilken utdanning de har, om de er toppledere selv, osv? En kan spekulere om f.eks. en styreleder eller styremedlem som selv er toppleder, og som selv har avlønning med store opsjoner, også vil være mer tilbøyelig til å gå inn for avlønning gjennom opsjoner. Her ville det vært nyttig med mer håndfast dokumentasjon.

Mer generelt ville det vært meget interessant med mer informasjon om hvordan topplederlønningene fastsettes i Norge. Hvem bestemmer lønnen, basert på hvilket grunnlag, og med hvilken etterprøving? Noe informasjon om dette kommer frem offentlig, f.eks. gjennom Jan Reinås, styreleder i Norsk Hydro, sitt meget interessante foredrag i dette seminaret. Men det ville vært meget interessant å få informasjon om hvordan det gjøres i andre bedrifter.

## **Konklusjoner**

La meg oppsummere med noen konkrete punkter

Det er svært viktig å sørge for god ledelse av bedriftene. Derfor må lønnen til topplederen være høy nok til at en kan få tak i riktig person til jobben. Toppledere i Norge har fortsatt lavere lønn enn i mange andre land, selv om forskjellen er betydelig mindre enn før. Imidlertid er det nok få norske toppledere som kan få tilsvarende stillinger i utlandet.

Andre yrker i Norge med svært høye inntekter, som advokat eller megler, kan nok være mer aktuelle alternativer for noen leder-kandidater. En kan vel likevel tvile på om dette er en viktig grunn til høye topplederlønninger. Det ville imidlertid vært interessant med mer informasjon om dette, dvs. om det er tendenser til at gode lederkandidater velger bedre betalte advokat eller megler-jobber.

Er det behov for insentivordninger for ledere? Jeg synes det er et vanskelig spørsmål. Det er vanskelig å få pålitelig forskning på dette feltet. Det er noen klare argumenter for. For det første kan det være et reelt problem at ledere kan bli drevet av andre målsettinger, som vekst eller sikkerhet, og at økt fokus på lønnsomhet er gunstig for eierne. Etter mitt skjønn er det store utbredelsen av slike ordninger også et klart argument for at disse ordningene innebærer fordeler for bedriftene. Vi må gå ut i fra at de mange styrene som vedtar insentivordninger for ledere gjør dette fordi de mener dette er til beste for bedriften. En bør ha gode grunner for å sette deres vurdering helt til siden.

Det er også gode argumenter mot insentivordninger. Det finnes mange eksempler fra andre land, særlig USA, der insentivordninger fører til svært uheldig atferd hos topplerne, både lovlig og ulovlig. Noen av disse episodene har ført til store kostnader for samfunnet, ikke bare for bedriften der toppleren var sjef, men også for andre parter. Vi må regne med at tilsvarende insentivordninger i Norge innebærer risiko for tilsvarende uheldige episoder her.

Slike episoder innebærer også at det er relevant å snu argumentet om at insentivordninger er nødvendige for rekruttering av topplerne. De kandidater som bare vil bli toppler dersom dette innebærer mulighetene til skyhøye lønninger – er det de kandidatene som samfunnet er best tjent med?

Uansett er det etter mitt skjønn viktig at insentivordninger, enten det er bonus-systemer eller opsjonssystemer, ikke gis for stor verdi. Faren for uheldig atferd blir trolig større jo større økonomisk verdi som ligger i systemet. Det er et klart argument for at staten som eier setter et effektivt tak på hvor stor verdi slike systemer skal kunne utgjøre.

Det er sterke grunner til å tro at måten lederlønninger fastsettes på innebærer en rekke skjevheter som kan gi for høy lønn, både sett fra den enkelte bedrifts perspektiv, og i enda sterkere grad sett fra samfunnets perspektiv. Dette innebærer at den enkelte bedrift vil være tjent med at en ser på tiltak som begrenser topplederlønnene. Videre innebærer dette at staten har en rekke grunner til å begrense topplederlønnene utover det som gjelder for den enkelte bedrift. Staten er aktiv i inntektsoppgjørene ellers, for å sikre koordinert lønnsmoderasjon, og de generelle argumenter for lønnsmoderasjon er også relevante for toppledere.

Det er derfor behov for retningslinjer og ordninger som effektivt begrenser topplederlønnene. Staten har nå retningslinjer for lederlønninger i statlige eide selskaper, og en har også innført nye regler. I St.meld. nr 13, 2006-2007, Eierskapsmeldingen, avsnitt 7.4, heter det bl.a.

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

Her er det interessant å minne om poenget over fra Jensen, Murphy og Wruck (2004) om at amerikanske lønnsammenligninger betegner lønn under medianen som "below market" mens "competitive" er fra medianen til 75 prosent fraktilen. Dersom en oversetter "competitive" med "konkurransedyktig", kan denne retningslinjen tolkes som at lønnen skal være over gjennomsnittet, men den bør ikke være lønnsledende. Det er neppe slik retningslinjen er ment, men kan likevel være et spørsmål om det er slik den blir tolket. Uansett fremstår dette ikke som en egnet formulering for å holde topplederlønnene nede.

Et eksempel på en god måte å innstramme retningslinjene på, ville være å fastsette at full pensjon, 66 prosent av grunnlønnen, krever full opptjeningstid (35 eller 40 år), i tråd med prinsippene i pensjonsreformen. Dette ville selvfølgelig innebære at svært få fikk full pensjon basert på årene som toppleder. Likevel er det vanskelig å se at dette er et tungt argument, i og med at toppledere gjennomgående har en full yrkeskarriere, og således har kunnet tjene opp pensjon i andre stillinger.

Dersom topplederlønnene blir bestemt ut fra topplederens markedsverdi, og markedsverdien er uavhengig av de statlige retningslinjene, ville en slik reduksjon i pensjonen for toppledere bare føre til at andre elementer i lønnspakken blir mer sjenerøse. Som argumentert over er det imidlertid sterke grunner til å tro at topplederlønninger ofte er klart høyere enn topplederens markedsverdi. I så fall er det grunn til å tro at pensjonen kan reduseres uten at andre elementer øker tilsvarende. Dette forsterkes ved at staten er en stor aktør i markedet, slik at statlige retningslinjer vil påvirke markedsverdien for toppledere.

## **Referanser**

- Bertrand, M., and S. Mullainathan, (2001) "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are," *Quarterly Journal of Economics*, CXVI, 901—932.
- Frydman, C. (2005) "Rising Through the Ranks. The Evolution of the Market for Corporate Executives, 1936-2003," mimeo, Harvard University.
- Gabaix, X og A. Landier (2007). "Why has CEO pay increased so much?". Kommer i *Quarterly Journal of Economics*.
- Hermalin, B. (2005) "Trends in Corporate Governance," *Journal of Finance*, LX, 2351- 2384.
- Jensen, M. og K. J. Murphy, (1990) "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, XCVIII, 225-64.
- Jensen, M., K. J. Murphy, og E. Wruck, (2004) "Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them," ECGI Working paper series in finance, 2004.
- Murphy, K. J., (1999). "Executive Compensation," i O. Ashenfelter og D. Card, eds., *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3b. New York and Oxford: Elsevier Science North Holland.
- Randøy, T og O. Skalpe (2007). "Lederlønnsutviklingen i Norge 1996—2005". FoU rapport 2/2007, Agderforskning.
- Shelling, T. C. (1960). *The Strategy of Conflict*. Oxford: Oxford University Press.