

Problemet og fenomenet lederlønninger

*Er det mer enn insentivmodeller som tilbyr forklaringer på høye
lederlønninger innen økonomisk teori?*

Espen Schjønberg



Master's thesis ECON4090, programme in Economics

UNIVERSITETET I OSLO

310809

Innhold

INNHold	3
FORORD	5
1. INTRODUKSJON	1
2. DEN ENKLE INSENTIVFORKLARINGEN	5
3. HVORFOR ER IKKE DEN ENKLE INSENTIVMODELLEN NOK?	9
4. EN KORT OVERSIKT OVER NOEN ALTERNATIVE FORKLARINGER SOM HAR VÆRT FREMMET PÅ OMRÅDET	11
4.1 DEN SOSIALE SAMMENLIGNINGSMODELLEN.....	12
4.2 RYKTE.....	12
4.3 MANGEL PÅ GODE LEDERE	13
4.4 TURNERINGSMODELLEN	14
5. LEDERMAKTMODELLEN	15
6. HVORFOR SKAL OPSJONER RESETTES NÅR DET HAR GÅTT DÅRLIG?	19
7. LITTERATUR SOM BYGGER PÅ EN FORUTSETNING OM AT AKSJEMARKEDET IKKE FUNGERER	25
8. LITTERATUR SOM BRUKER DELTAKERBETINGELSEN SOM EN FORKLARING	27
9. SAMMENLIGNING OG DISKUSJON	35
10. OPPSUMMERING	41
FIGURLISTE:	44
KILDELISTE	45

Forord

Denne oppgaven startet da jeg ble interessert i den pågående diskusjonen rundt lederlønningene, og medias påstand om at disse er meningsløst høye.

Den startet med den ambisiøse tittelen ”Er norske lederlønninger på riktig nivå?”, men på basis av kommentarene jeg fikk, begynte jeg etter hvert å innse at det var utenfor hva jeg kunne skrive noe om. Jeg fikk tildelt veileder av instituttet, og begynte etter hvert å diskutere meg fram til en mer relevant oppgave. Jeg har jo fått inntrykket av de aller fleste bruker tilnærmingen å påstå at lønningene er begrunnet med insentivbetingelsen, for deretter å enkelt avfeie at denne kan være forklaringen, og isteden komme med en påstand om at dette er noe lederne ordner seg imellom i en slags Gutteklubben Grei. Jeg har jeg også undret meg på at det kan være sånn at så mange ledere ville ha gjort en svak innsats, om de fikk jobb som ledere, men så ikke fikk store bonuser for å gjøre en god jobb. Men det er en skremmende konklusjon å forutsette at da er det noe alvorlig galt med selve systemet, og jeg innså at det jeg ønsket å skrive noe om, var om det kunne være fornuftige forklaringer til at lederlønnsnivået var som det var.

Jeg foreslo derfor for veileder å skrive en oppgave der jeg gikk utifra at insentivene var et vikarierende argument, eller ikke egentlig det det dreide seg om, og at det isteden for eksempel var den nærmest ignorerte deltagerbetingelsen som var nøkkelen.

Veileder lyste da opp, og fortalte at han hadde egentlig sittet og tenkt på om han skulle pendle meg inn på nettopp noe slikt. Han hadde til og med funnet noen artikler som handlet om dette, men også med noen andre varianter, og det endte med at jeg endte opp med å skrive om disse.

Jeg vil takke instituttet generelt for tålmodighet, og en tidligere studiekamerat, Asmund Rygh, for nyttige innspill og kommentarer.

Men aller mest vil jeg takke min veileder Henrik Borchgrevink, for hans støtte og hjelp med oppgaven.

1. Introduksjon

Lederlønningene har fått søkelys på seg de siste årene. Det er mange som har reagert på at de skal være så høye som de er. Hva som er for høyt, er et normativt spørsmål, men ut i fra reaksjonsmønsteret når lederlønninger omtales, er det udiskutabelt mange som mener at de er for høye. I Jensen og Murphy (1990), som er 19 år siden, er median inntekt for CEO-ene i datasettet US \$ 9400 per uke (ibid:243). I 1997 var gjennomsnittlig total kompensasjon i USA på 5,5 millioner dollar, i 2007 var dette tallet blitt 15,8 millioner dollar. Deretter har imidlertid tallet sunket til 12,9 millioner dollar i 2008, noe som antagelig kan forklares med finanskrisen (Forbes 2009). Lederlønningene har også steget i Norge. Ifølge NOU 2005:16 side 25 var gjennomsnittlig lønn for daglig leder i børsnoterte selskap med over 25 ansatte 1 495 200 kroner i 2003, mens gjennomsnittlig lønn for alle lønnstakere i 2004 var 320 000 kroner. Det har vært stor vekst de siste årene, og den har vært stigende: Gruppen hadde en lønnsvekst på 6,4 prosent fra 2003 til 2004, mens alle grupper under ett hadde en vekst på 3,5 prosent (ibid:40). Ifølge en rapport fra FAFO økte gjennomsnittlig lederlønn i Norge fra 2,7 millioner kroner i 2002 til nesten 6 millioner i 2006, dette var en økning på 125 prosent i løpet av perioden (Svalund, 2006). Lederlønningene vokser fortsatt: ifølge tall fra SSB økte lønningene for administrerende direktører i finansforetak 28,6 prosent fra 2007-2008 (SSB 2009). Økonomisk teori har forsøkt å gi forklaringer på hvorfor lederlønningene ser ut som de gjør. En standard forklaring ser ut til å ha etablert seg der lønningene er høye, og gjerne provisjonsbasert, fordi dette skal gi insentiver til lederen til å yte innsats. Dette begrunnes med at lederen må gis insentiver gjennom lønnskontrakten når lederen ikke selv er storeier av selskapet. I tillegg er det vanskelig for aksjonærene å kontrollere ledelsen i selskapet de eier en del av. I litteraturen på "corporate governance" antas det at agentproblemene er mer alvorlige hvis eierskapet er spredt på mange aksjonærer. Oliver Hart (1995) skriver

"Shareholders cannot run the company themselves on a day-to-day basis and so they delegate power to a board of directors and to managers. This creates a free-rider problem; an individual shareholder does not have an incentive to monitor management, since the gains from improved management are enjoyed by all shareholders, whereas the costs are born by those who are active (ibid.:10).

Denne standardforklaringen gir imidlertid liten innsikt i hvor mye høyere en lederlønn bør være for å sikre riktige insentiver. Mange spør derfor om hensynet til insentiver virkelig kan forklare at lederlønnene skal være så mye høyere enn andre lønninger. I tillegg er det trekk ved lederlønnene som ikke kan forklares med den enkle modellen, som at lederne belønnes for faktorer utenfor deres kontroll. Det ser ut til å være klart at dette gjøres, og i artikkelen av Oyer (2004) som presenteres seinere i oppgaven legges det til grunn at det er tilfelle- han viser her til Bertrand og Mullainathan (2001), der det for data fra oljeindustrien er vist at lederne belønnes for generell prisøkning på olje, som utvides til å gjelde det generelle, altså at ledere får belønning for ting de ikke kan ha vært ansvarlige for.

I denne oppgaven ønsker jeg å gi en oversikt over teorier for lederlønnsdannelsen med vekt på andre forklaringer enn forklaringer som går helt direkte på lederens insentiver, men som likevel er innenfor konseptet med optimale kontrakter. I kapittel 2 vil jeg presentere en enkel versjon av insentivforklaringen som vil bli brukt som referansemodellen. I kapittel 3 vil jeg peke på noen trekk ved lederlønnene som det har vært vist til som feil eller mangler ved insentivmodellen, slik at lederlønnene ikke kan forklares gjennom denne, i alle fall ikke samtidig som man skal beholde paradigmet med optimale kontrakter. Forklaringer som må med rundt det sistnevnte, er forklaringer som går på forhandlingsmakt mellom styret og lederen, som tilsynelatende kan skape et lønnsnivå som ikke er optimalt for aksjonærene, og i kapittel fire presenterer jeg noen alternative forklaringer på disse trekkene. Deretter ønsker jeg i kapittel 5 å skrive om en artikkel av Bebchuk og Fried (2003) der de angriper dette paradigmet med optimale kontrakter fra en plattform der de ser på lederens forhandlingsmakt og/eller en situasjon der de vi har kollusjon mellom ledere og styre, og de ser på noen perspektiver om dette er et svar på om vi får optimale kontrakter gitt forhandlingsmakten. Dette kan være en alternativ forklaring til den enkle insentivmodellen, og den står for mye av kritikken som har blitt reist mot de høye lederlønnene de siste årene. Den lister opp en del områder der forfatterne mener det nåværende systemet feiler. Siden utgangspunktet mitt for oppgaven er å se om dette tross alt ikke kan forklares med optimale kontrakter, har jeg derfor valgt ut noen artikler der det er satt opp forklaringer på disse områdene. Dermed går jeg i kapittel 6 til en artikkel av Acharya og Sundaram (2000) der de setter opp en modell der de forklarer hvorfor det kan være rasjonelt å resette opsjoner der det har gått dårlig for bedriften, for å skape nye insentiver for lederen. I kapittel 7 ser jeg på en artikkel av Bolton et al.(2006), der aksjemarkedet avviker sterkt fra den vanlige modellen der aksjekursen er det beste estimatet for framtidig verdi. Begrunnelsen for å endre denne forutsetningen er at

aksjekursen avhenger av markedets estimat av hvilken verdi bedriften kan ha i framtiden, og dermed vil de overoptimistiske investorenes anslag presse aksjekursen for firmaer med usikre verdier opp. Dette presset vil i sin tur kunne gjøre det relevant for eierne å bevisst eller ubevisst belønne de lederne som innfører usikkerhetsmomenter i bedriftens framtidige inntjening - dette vil i sin tur påvirke bedriftenes oppførsel. I kapittel 8 ser jeg på en artikkel av Oyer (2004) der det er høye transaksjonskostnader ved reforhandling av kontrakter, noe som gjør det rasjonelt å belønne lederen for forhold utenfor lederens kontroll. Om hele sektoren har en periode med høy inntjening, vil lederen få en belønning for å bli i bedriften, som kan se ut som en belønning av en framgang lederen ikke selv har skapt. I kapittel 9 vil jeg så sammenligne og vurdere disse modellene opp i mot hverandre, mot referansemodellen, og mot Bebchuk og Fried (2003) sin kritikk, og jeg vil oppsummere oppgaven. Oppgaven er først og fremst ment å omhandle teori som forklarer hvorfor eierne ønsker å gi lederne høye lønninger. Derfor avgrensers jeg mot litteratur som omhandler ledere som taper selskapet for penger uten eiernes indirekte samtykke, for eksempel gjennom manipulasjon av regnskapene. Noe litteratur som ser på effektene av irrasjonalitet i markedet vil derimot være med.

2. Den enkle insentivforklaringen.

Insentivmodellen baserer seg på et argument om asymmetrisk informasjon, nærmere bestemt en såkalt prinsipal-agent modell med adferdsrisiko (moralsk hasard). Informasjonsproblemet er at aksjeeierne (prinsipalen) ikke kan observere den innsatsen lederen (agenten) legger inn i prosjektet. Dersom agenten er risikoavers, mens prinsipalen er risiko-nøytral, ville det vært effisient for agenten å motta en fast lønn. Men da agentens innsats ikke er verifiserbar, ville en fast lønn ikke gi ham insentiver til å skape så mye profitt som han optimalt burde for prinsipalen. Følgelig burde agenten i et slikt tilfelle av moralsk hasard være minst delvis betalt etter et annet kriterium som er korrelert med den uobserverbare innsatsen. Jeg henter en drøfting av insentivmodellen fra Macho-Staedler og Pérez-Castrillo (2001), fra side 66. Her stiller forfatterne opp agentens nyttefunksjon slik at den har formen

$U(w,e) = u(w) - v(e)$, der w står for lønn, og e for innsats.

Det antas at $u' > 0$, $u'' < 0$, $v' > 0$, $v'' > 0$, $v(0) = 0$ og $v'(0) = 0$ (for å sikre en indre løsning). For å gi agenten insentiver, kan prinsipalen inkludere resultatene (salg eller omsetning eller tilsvarende, eventuelt profitt direkte) som en komponent i agentens utbetalingsformel. Det er da nødvendig å finne noe som er verifiserbart.

Eiernes (prinsipalens) profitt er definert som

$$B(x,w) = px - cx - w,$$

der p står for prisen i markedet, x står for salget, og c er marginalkostnad. I denne enkleste versjonen antas marginalkostnaden konstant. Salget bestemmes dels av innsats, som virker positivt på salget, og av tilfeldigheter. Dette salget hentes fra sannsynlighetsfordelingen $f(x;e)$.

Jeg ser først på tilfellet på tilfellet med symmetrisk informasjon. Prinsipalens problem er
$$\text{Max}_w \int_x [px - cx - w(x)] f(x;e) dx$$

under deltagerbetingelsen $\int_x u(w(x)) f(x;e) dx - v(e) \geq U$

Deltagerbetingelsen er for å sikre at agenten er interessert i å inngå kontrakten overhodet, og sikrer at han kommer minst like godt ut ved å inngå kontrakten, som ved ikke å inngå kontrakten.

Dette løses ved hjelp av Lagranges metode.

Løsningen for førsteordensbetingelsen, med λ for multiplikatoren til deltagerbetingelsen

$$-f(x;e) + \lambda u'(w(x)) f(x;e) = 0$$

der $w(x)$ er konstant. Dette skrives om med deltagerbetingelsen for å få optimal lønn

$$\text{som er } w = (1/u) (U + v(e)) \text{ for alle } x$$

det vil si at prinsipalens problem blir $\text{Max} \int x [px - cx] f(x;e) dx - (1/u) (U + v(e))$

$$\text{og vi får } \int x [px - cx] f_e'(x;e) dx - (v'(e) / u') (1/u) U + v(e) = 0$$

som jo sier at forventet nytte er lik marginal innsats.

Under asymmetrisk informasjon må det legges til en insentivbetingelse, som sikrer at agenten velger høy innsats istedenfor lav innsats.

Dermed er prinsipalens problem $\text{Max} \int x [px - cx - w(x)] f(x;e) dx$

$$\text{begrenset av } \int x u(w(x)) f(x;e) dx - v'(e) \geq U$$

$$\text{og } \int x u(w(x)) f_e'(x;e) dx - v'(e) = 0$$

der førsteordensbetingelsen anvendes (denne framgangsmåten skal være gyldig, med de forutsetningene forfatteren gjorde om funksjonenes egenskaper. Jeg går ikke nærmere inn på dette her). Med μ for insentivfaktoren blir optimal lønn bestemt av $f(x;e) + \lambda u'(w(x)) f(x;e) + f(x;e) + \mu u'(w(x)) f_e'(x;e) = 0$

$$\text{og dermed } (1/u'(w(x))) = \lambda + \mu f_e'(x;e) / f(x;e)$$

Poenget med insentivmodellen er at den forutsetter at lederen (agenten) kan gjøre en sterk innsats, noe som koster, eller en svak innsats. Lederen vet selv om han gjør en sterk innsats, eller en svak innsats. Eierne (prinsipalen) kan ikke avgjøre sikkert om det er valgt en sterk eller svak innsats. Prinsipalen kan bare se resultatet av handlingen, og vet at det gode resultatet er mer sannsynlig hvis agentens innsats er sterk.

For å sikre en sterk innsats er poenget med prinsipal-agent modellen at agenten skal få en så stor belønning for et godt resultat at det lønner seg å levere en sterk innsats, selv om dette er

mer kostbart for ham, og selv om den sterke innsatsen bare gir et godt resultat med en viss sannsynlighet.

3. Hvorfor er ikke den enkle insentivmodellen nok?

Det har blitt pekt på flere problemer med en ren insentiv-avlønning av ledere.

Den enkle insentivmodellen forklarer ikke hvorfor lederne belønnes for faktorer de ikke kan påvirke- som Bebchuk og Fried (2003) skriver på side 83: "One widespread and persistent feature of stock option plans is that they fail to filter out stock price rises that are due to industry and general market trends and thus completely unrelated to managers' own performance."

Med å si at agenten er "residual claimant" menes at agenten mottar en dollar ekstra, om inntekten går opp med en dollar (Tirole, 1988:45). Fama et al. (1983) skriver at kontraktsstrukturen i organisasjoner begrenser risikoen som de fleste agenter kan ta ved å spesifisere enten en fast utbetaling, eller en insentivbaserte utbetaling som er bundet til bestemte mål for måloppnåelse. De fortsetter: "The residual risk- the risk of the difference between stochastic inflows of resources and promised payments to agents - is borne by those who contract for the rights to net cash flows. We call these agents the residual claimants or residual risk bearers." (ibid.:328). Men Tirole (1988) bemerker også, på side 39, at pga manglende muligheter til å stille personer til ansvar, og lover mot slaveri, kan man ende opp med en nedre grense for hvor lav lønn som kan gis. Dette vil påvirke modellen. Lazear (2002:2f) mener da også at de aller færreste agentene kan være "residual claimant", da lederen ikke kan påta seg risikoen om noe går fullstendig galt.

Hart (1995:128) skriver om at insentivavlønning- selv om den er god til å motivere innsats- ikke er god på å hindre imperiebygging: "The reason is that, if managers have a strong interest in power, empire, and perks, a very large bribe may be required to persuade managers to give up these things."

I en empirisk studie av Brick et al. (2006) modelleres lønn for ledere mot firmaets karakter, lederens karakter og styrelsesvariable, med monitorende proksier. Der konkluderes det med at det er beviser for at overdreven lønn er lenket til firmaets dårlige resultater. De skriver som en konklusjon "...we conclude that excessive compensation may be associated with an environment of ineffective monitoring, which we term cronyism." (ibid.)

Man kan også si om insentivmodellen at den rett og slett ikke sees på som fornuftig eller akseptabel av partene i arbeidslivet, se for eksempel VG nett (2006).

4. En kort oversikt over noen alternative forklaringer som har vært fremmet på området

Som et alternativ til insentivmodellen har det vært en stor mengde publikasjoner som benytter en ledermaktmodell. Dette er litteratur som vektlegger forholdet mellom styret og ledere, altså lønnsforhandlingssituasjonen. I Bebchuk og Fried (2003), som jeg presenterer senere, kan dette også føre til at styret ikke opptrer i aksjonærenes interesser, og en mulighet for kollusjon mellom leder og styre påvirker kontrakter. Bebchuk og Fried har skrevet flere artikler og bøker, og en annen artikkel de har skrevet sammen med Walker (Bebchuk et al. (2002)) går mer detaljert inn i samme emne, men jeg har valgt å forholde meg til den enklere Bebchuk og Fried (2003). Dette er fordi jeg ønsker å se på om det er mulig å finne forklaringer blant det som er forenklet bort i modellene, og det har da lite for seg å sette opp en detaljert modell, når den uansett ikke drøfter det som blir dens motargument. Dette ser ut til å være en modell som blir mye brukt i diskusjonen rundt dette, og som dermed blir en alternativ modell til insentivforklaringen. Det er dermed nødvendig å ta med denne for å vise at ideene der kan ha rasjonelle forklaringer som ikke går på at dette handler om makt.

I motsetning til ledermaktmodellen har det begynt å komme en del artikler som prøver å forklare de høye lederlønningene uten å forkaste konseptet om optimale kontrakter.

Forklaringene ser ut til å falle i noen hovedgrupper:

- litteratur som tar utgangspunkt i varianter av insentivbetingelsen. Acharya et al. (2000) sin artikkel handler om dynamiske insentiver, og resultatet er at opsjoner kan bli resatt på ellers vanskelig forklarbare tidspunkter.

- litteratur som bygger på en forutsetning om at aksjemarkedet ikke fungerer. Bolton et al. (2006) sin artikkel dreier seg om at aksjemarkedet svikter som informasjonskilde om selskapet, fordi aksjemarkedet er preget av de som tar feil av mulighetene til framtidig gevinst. Resultatet er at noen aksjonærer kan bli rike av spekulasjonsbølger, og at selskapene søker å belønne ledere som fremme dette.

- litteratur som bruker deltakerbetingelsen som en forklaring. Oyer (2004) handler om at lederens framtidige jobbtilbud er korrelert med det individuelle markedets framgang, og resultatet er at deltagerbetingelsen påvirker lønnsnivået for forhold som er utenfor lederens kontroll.

Før jeg går nærmere inn på hovedartiklene som er drøftet i denne oppgaven, vil jeg kort nevne noen andre forklaringer som har blitt framsatt på de høye lederlønningene.

4.1 Den sosiale sammenligningsmodellen

Den sosiale sammenligningsmodellen ble introdusert av sosialpsykologen Leon Festinger med “A Theory of Social Comparison Processes” (Festinger, 1954). Den handler om at man evaluerer seg selv ved å sammenligne seg med andre man ser på som sammenlignbare. I lederlønnsammenhengen ser man at lønningene fastsettes av grupper som har til oppgave å sette lønningene korrekt, typisk selskapets styre. Poenget er at disse gruppene har en skjevhet i hva de sammenligner med: det er naturlig å sammenligne med noen som er litt bedre enn seg selv, noe som kan sees på som en forklaring på at lønningene presses oppover. O’Reilly et al. (1988:257) skriver: ”...strong associations were found between CEO compensation and the compensation level of outside members of the board of directors, especially those who serve on the compensation committee”. For eksempel kan norske ledere være mer eller mindre ubevisst selektive når de sammenlikner seg med andre ledere, og se mest på de andre land der forskjellene er større enn her. De økte lønningene for norske ledere kan da kanskje også delvis forklares med at norske ledere i større grad nå enn tidligere sammenligner seg selv med utenlandske ledere.

4.2 Rykte

Et vanskelig målbart, men mye omtalt element av bedrifters verdi er deres rykte- goodwill. Bedriftene kan ha en interesse av å opprette et rykte for å honorere implisitte avtaler, altså at de gir god verdi av avtaler som ellers ville vært ufullstendige og ikke kunne vært tvunget igjennom juridisk. Et slikt rykte vil naturligvis kunne gi besparelser i kontraktsinngåelse, og også gi firmaet et overtak i konkurransesituasjoner. Når biskop Ernst Baasland får fallskjerm (Hegnar 2009) med begrunnelsen at saken har fått ekstra store proporsjoner pga stillingen, kan dette være et utslag av at Staten ønsker å markere overfor framtidige lederkandidater at de er villige til å ta en ekstra utgift når fallet blir ekstra stort pga posisjonen. Bull (1987) har skrevet om implisitte kontrakter som er selv-framtvingende på oppfyllelsesaspektet, der firmaet må oppfylle en kontrakt (med kontrakt punkt som ikke kan juridisk bevises) også i siste fase av et spill. Dette må være for å etablere et rykte som en som kan stoles på. På side 153 skriver han: ” This type of payment, a form of severance pay or bonding, is analogous to

a nonvested pension or retirement bonus.” Hart (1995:67) antyder at rykte generelt er undervurdert i økonomisk litteratur, selv om han her er på et noe annet plan i teorien. Etter å ha skrevet om at opportuniste svært ofte kan sies å lønne seg, skriver han ” ..I believe that the general issue of the influence of reputation on organizational form is a fascinating one”.

Et annet poeng som forklaring på ekstremt høye nivåer på lederlønninger, er at når lederne først er blitt rike, er det enda mer kostbart å gi dem insentiver, som hevdet i Prendergast (1999).

Oyer (2004) kommer også inn på at rykte kan gi høyere lønn, men tenker da på den dimensjonen at spesielt nye firma ikke har etablert troverdighet på å holde implisitte avtaler, og må gi høyere lønn for å kompensere for dette.

4.3 Mangel på gode ledere

Dersom det rett og slett er for få gode lederemner, vil bedriftene konkurrere om disse. Resultatet blir naturlig nok at lønningene presses opp. Dette blir da en modell med en nær vertikal tilbudskurve (se drøfting i Stensbak, 2005). Resultatet kan sies å være både at betalingsviljen blir høy, og at denne betalingsviljen hentes ut. Stensbak (2005) referer et foredrag av Bragelien (2004), der påstanden er at vi har et tilbud av talent, og et øvrig tilbud, og at etterspørselen etter talent er høyere. Kurvene er dermed tegnet slik at det blir mye mye høyere lønn for talent. Stensbak mener dette er en tvilsom forutsetning, og ser ut til å mene den kan falsifiseres ved å vise til at kvinneandelen av lederne er svært lav. Med en forutsetning om at egnetheten er noenlunde likt fordelt er da vurderingen at det må være noe annet enn talent som avgjør ansettelsen. Gabaix og Landier (2008) har også satt opp en modell der de forutsetter knapphet på reell talent, da formulert som at de mest talentfulle vil få bedriften til å gå bedre. Da brukes lønningene som en rasjoneringsmekanisme, og de bedriftene som har størst behov, får de beste lederne ved å tilby de høyeste lønningene.

4.4 Turneringsmodell

Det argumenteres her for at det er rasjonelt for bedriftene å lage karriereløpet for lederemner som en turnering mellom ledertalentene der topplederlønnen for den av talentene som vinner, er meget høy, mens lønningene lenger ned i hierarkiet er lave. Bedriften kan spare lønnsutgifter totalt sett med denne strategien. Lederemnene vil akseptere turneringen dersom de hver for seg anser forventet lønn som høy nok. En svært høy lønn for topplederstillingen kan sørge for at forventet lønn for kandidatene blir høy nok for deltagelse.

En klassisk artikkel er Rosen (1986), der han på side 713 skriver at ekstra tyngde på de øverste gevinstene er nødvendig for å få de konkurrerende deltagerne til å kjempe for å oppnå høyere mål, uavhengig av deres tidligere resultater. Han skriver videre at om de øverste gevinstene ikke er store nok, vil de som har oppnådd en høyere rang hvile på sine laurbær, og minke sine forsøk på å komme høyere. Dermed bruker han turneringsmodellen til å skape insentiver til dem som ikke har nådd til topps ennå. Han skriver at utbetalingene på toppen har indirekte effekter på å øke produktiviteten til deltagerne som er lenger ned på rangstigen. De høye lønningene på toppnivå er altså her laget for å motivere et stort antall mennesker på de nest-høyeste trinnene, det er denne mulige gevinsten som gjør at disse menneskene yter noe ekstra.

Jeg vil nå presentere fire artikler. Det er ikke mange publiserte artikler å velge i som går direkte på emnet for min oppgave. Valgmulighetene var derfor begrensede. Artiklene ble valgt fordi de ser på ulike alternative forklaringer, og er publisert i anerkjente tidsskrift.

5. Ledermaktmodellen

Her har jeg tatt utgangspunkt i artikkelen ” Executive Compensation as an Agency problem”, Bebchuk og Fried (2003).

Hovedpoenget i denne artikkelen er at lederne får høy lønn fordi de har makt i utformingen av lønnskontrakten. Lederne bruker utformingen av lønningskontrakten som et middel til, og tidvis en kamouflasje av, å maksimere egen avlønning. Bebchuk et al. (2002) skriver at lønnstrukturen er laget til fordel for lederne, mens man begrenser kostnadene ved uønsket PR ved å holde seg innenfor det lovlige og akseptable. Ledermaktmodellen gir ifølge disse forfatterne også bedre svar på enkelte trekk ved lederlønninger. De hevder at fraværet av avtaler der ledere ikke belønnes for forhold utenfor deres kontroll er vanskelig å forklare utifra en teori om optimale kontrakter. Jeg vil imidlertid komme tilbake til at det kan være teori for dette, både med Acharya og al (2000), og med Oyer (2004).

Diskusjon om ledernes lønninger må derfor fortsette på bakgrunn av det fundamentale agentproblemet som berører ledelsens beslutningstagning. Det er imidlertid to forskjellige syn på hvordan agentproblemet og lederlønningene er koblet sammen, mener Bebchuk og Fried (op.cit.).

De mener at den vanligste metoden blant de aktuelle økonomer er å se på lønningene som kuren for agentproblemet, med andre ord mener også de at incentivmodellen er den normale forklaringen. Med denne tilnærmingen, som disse forfatterne kaller tilnærmingen med den optimale kontrakten - er styrene antatt å designe lønnsystemer som gir managerne effisiente insentiver for å maksimere aksjeeiernes verdier. Økonomene har gjort mye arbeid innen disse optimale kontraktsmodellene med hensikten å forstå hvordan lønnsystemenes praktiseres. Nyere surveys av denne typen er Murphy (1999) og Core et al. (2003). For noen forskere innen den optimale kontraktsmodellen, er den grunnleggende feilen med de eksisterende modellene at med den politiske begrensningen på hvor sjenerøst lederne kan behandles, blir ikke kompensasjonsmodellene tilstrekkelig rause, som i Jensen og Murphy (1990).

En annen tilnærming for å studere lederlønninger retter fokuset mot en annen link mellom agentproblemet og ledernes lønninger. I denne ledermaktmodellen, blir lederlønningene ikke sett på som et instrument for å løse agentproblemet, men som en del av problemet i seg selv.

Bebchuk og Fried (2003) skriver her at et stort antall forskere har innsett at noen av lønnsmodellenes egenskaper ser ut til å reflektere lederes pengejakt mer enn systemer for effektive insentiver. Eksemplene som de peker på i den artikkelen er Blanchard et al.(1994), Yermack (1997), og Bertrand og Mullainathan (2001).

Bebchuk og Fried (2003) argumenterer dermed med at ledernes makt og pengejakt ”trolig” har en viktig innflytelse på designen av lønnskompensasjon. De mener at ledermakttilnærmingen kan kaste lys over mange av de markerte utslagene i lederlønslandsskapet- ting som lenge har forbauset forskere som jobber innen emnet med optimale kontrakter. De mener også at lederes innflytelse på egen lønn kan gi substansielle kostnader på aksjeeierne- utover den profitten lederne tar ut- dette pga utvanningen og forstyrningen på de insentivene de har på å lede firmaet, slik at firmaets ytelse blir lidende.

Selv om managernes makttilnærming er konseptuelt svært forskjellig fra den optimale tilnærmingen, foreslår ikke de ikke å la den første erstatte den andre. De ønsker altså å forankre sin modell i en insentivmodell, og ser på den som en utbygging mer som en erstatning av insentivmodellen. De mener lønnsarrangementene sannsynligvis blir formet både av markedskrefter som gir press mot optimaliserte utfall med hensyn på verdi, og av lederes innflytelse, som gir tillegg som optimerer bort, til fordel for lederlønningene. Dermed vil lønningene etter deres syn være fastsatt etter en to-steps modell, der lønna først blir presset opp av en insentivtankegang, og deretter presses opp av forhandlingsmakten utover dette.

De mener i sin ”managerial power approach” at disse avvikene er substansielle, og at optimale kontrakter alene ikke kan forklare lønnspraksisen på en adekvat måte.

De hevder at markedskreftene ikke er tilstrekkelig sterke eller fine nok til å sikre optimale kontrakter. De viser til en analyse med til dels de samme forfatterne, (Bebchuk et al. 2002), når de skriver ”An analysis of these markets, however, indicates that the constraints they impose are far from tight and permit substantial deviations from the optimal contracting” (Bebchuck og Fried, 2003:74).

Dette er altså litteratur som tar utgangspunkt i forhandlingssituasjonen i seg selv. Dette kan sees på som en prinsipal-surpervisor-agent modell, som beskrevet i Strausz (1997). I en prinsipal-supervisor-agent modell forhandler ikke agenten med prinsipalen, men med en supervisor, altså en person som har fullmakt til å forhandle i prinsipalens sted. Supervisor-

leddet er i vårt tilfelle da styret, som i forhandlingssituasjonen kan sies å samarbeide med lederen (agenten) om å få de høye lønningene. Bebchuk og Fried (2003) understreker at lederen har påvirkningskraft på å renominere styremedlemmene, og siden styremedlemmene gjerne vil renomineres, har de insentiver til å favorisere lederen. De skriver også at lederen kan påvirke styremedlemmenes lønn og frynsegoder.

Dermed blir lønningene ekstreme fordi lederne implisitt eller eksplisitt samarbeider om å presse hverandres lønninger opp, på bekostning av eiernes interesser. Bebchuk og Fried (2003) skriver på side 81 om gyldne fallskjerm: "The making of such gratuitous payments, however, is quite consistent with the existence of managerial influence over the board." Det er en del litteratur, for eksempel Conyon og He (2004), på i hvilken grad dette kan sies å være relevant. Denne går spesielt inn på aktive versus passive eiere, eller store versus små bedrifter, ut i fra tankegangen at det er lettere å ha oversikt over om det går godt for bedriften om den er mindre, noe som burde lede til at små bedrifter i større grad gir høye lønninger når det går godt enn de store gjør, og at det er vanskeligere å ha oversikt jo mer passive eiere man har. Core et al. (1999) brukes som bevis på at problemet øker med et stort styre, med tilbakeføringsmakt der styret utpekes av bedriftslederen, og med at styret er et styre med personer som sitter i mange styrer. Dette er da svake styrer. Samme rapport brukes som bevis på at tilstedeværelsen av store aksjeeiere fører til sterkere kontroll, de viser og til Cyert et al. (2002) her.

Det optimale kontrakts-synet anerkjenner at lederne lider under et agent-problem og ikke automatisk ønsker å maksimere aksjeeiernes verdier. Dermed er ledere med adekvate insentiver viktig. Om vi er under forutsetningene for optimale kontrakter vil styret- i aksjeeiernes interesse- forsøke å gi insentiver kostnadseffektivt til lederne. Bebchuk og Fried (2003) mener at hvor mye fortørnelse lønna vil skape, påvirker hvor høyt lønna blir satt, og de viser til en empirisk studie av Johnson et al. (1997), der negativ PR har påvirket lønnsøkninger senere.

Bebchuk og Fried (2003) kommer også innom noe som minner om en sosial sammenligningsmodell, når de tar opp at komiteene setter lønna til, eller over, medianen.

Bebchuk og Fried (2003) mener at det er fire forhold der lønna i det minste delvis kan forklares med makt og kamuflasje.

De skriver om "Power-Pay Relationships", fra side 77.

Her mener de at lederen har mer makt der styret er svakt eller ineffektivt, det ikke er noen store, uavhengige aksjeeiere, det er færre institusjonelle aksjeeiere, eller der det er beskyttelse med anti-oppkjøps strategier. De påstår altså at det er beviser for at hver enkelt av disse faktorene påvirker lønnsprofilen forutsatt med deres makttilnærming.

De tar opp ”Compensation Consultants”,

De mener at disse blir brukt til å rettferdiggjøre høye lønninger, istedenfor å optimalisere lønningene. De begrunner dette med at menneskene som har disse oppgavene, har andre oppgaver med det innleiende selskapet, med de følgene dette har for deres insentiver. De viser til Gillan (2001) her.

De tar opp at resultater som ikke lederen kan ta ansvaret for, gir høyere lønn. De skriver om at opsjonplaner bør sortere ut slike ufortjente gevinster, dette vil jeg komme tilbake til med artikkelen av Oyer (2004).

De skriver også om deres ledernes muligheter til å få resettinger av opsjoner- dette kommer jeg tilbake til med Acharya et al. (2000). De snakker også om at bonuser virker kamouflert, og mener at dette kan forklares med at det da blir skjult hvor store de er. Dette nevner jeg bare kort noe om i sammenligning og diskusjons-kapittelet.

Det avgjørende i Bebchuk og Fried (2003) sin modell her, er at forutsetningen om at styret er lojalt overfor aksjonærene, forkastes. Dermed vil styret og agenten kunne samarbeide om å få høyere lønninger for agenten. Dette er altså en *_collusion_*, som direkte oversatt blir *_sammensvergelses_*-modell, dette blir framstilt med en prinsipal-supervisor-agent modell, der styret er supervisor, som i Strausz (1997).

Jeg har i dette kapittelet kort presentert den såkalte ledermaktsmodellen som tilbyr en alternativ forklaring på trekk ved lederlønninger som ikke kan forklares med den enkleste insentivmodellen og optimale kontrakter. I de neste tre kapitlene ser jeg på artikler som forsøker å forklare det med optimale kontrakter, men som gjør ulike variasjoner på insentivmodellen.

6. Hvorfor skal opsjoner resettes når det har gått dårlig?

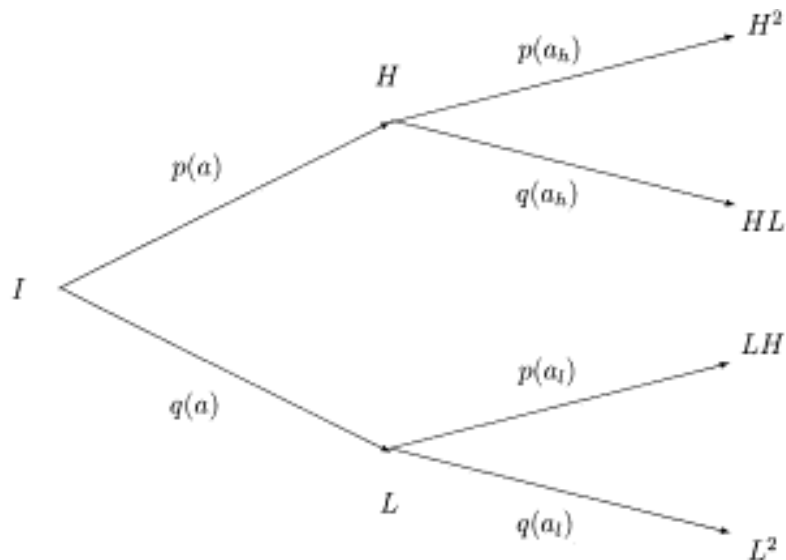
Som litteratur som tar utgangspunkt i varianter av insentivbetingelsen og beholder optimale kontrakter, har jeg valgt Acharya et al. (2000), som har tittelen “On the optimality of resetting executive stock options”.

Eierne velger her å gi høye lønninger ut i fra et behavioristisk ståsted. Selv om forfatterne tilsynelatende igjen ser på insentivbetingelsen, tar artikkelen også opp deltagerbetingelsen. I et spesialtilfelle kan den ansatte gå så langt å si opp helt om det ikke blir resatt. Med resetting her menes at aksjeopsjoner blir satt pånytt med de nye -og lavere- kursene.

Forfatterne viser til at en resetting av opsjoner er vanlig. Det er nødvendig å finne en fornuftig forklaring på hvorfor eierne skal ønske å resette kurs på opsjoner etter at det har gått dårlig i en periode. Modellen tar dermed utgangspunkt i hva som skjer der opsjoner blir verdiløse fordi aksjekursen synker, og når det kan være en fordel å skulle sette nye opsjonspriser slik at opsjonene igjen har en verdi. Dette er et fenomen som har påkalt en del kritikk: det blir spurt hvorfor bedriftene skulle ha noen interesse av å endre disse opsjonene, og den typiske kritikken om at dette må være noe styrene og lederne gjør for å få lønn de ikke fortjener dukker opp. Forfatterne av artikkelen hevder at det ikke er gjort nok arbeid i denne kritikken: de hevder at lederne godt kan ha interesse av å bli motivert pånytt, for de neste periodene, og at det ikke er opplagt at det ville være best for den profittmaksimerende bedriften å ikke røre opsjonene, selv om lederne da ville få en lavere inntekt.

Artikkelen tar opp strategier for prinsipalen: en der han binder seg til masten, slik at det ikke er mulig å resette (pre-commitment), og en strategi der verdiene resettes underveis, for å skape eller gjenskape insentiver (reincantivization).

Modellen har tre tidspunkter, ett før, ett etter, samt et tidspunkt underveis der man har informasjon om hva som har skjedd, men ikke så mye annet er annerledes. Det er på dette tidspunktet den opprinnelige kontrakten eventuelt blir resatt. Modellen er basert på en standard binomisk modell fra teorien om verdipapirprising, utvidet til å endogenisere utbyttefordeling. Modellen som en en-periode modell med en informasjonshendelse underveis. På side 72 (ibid.) inkluderer de denne figuren (figur 1) for å forklare:



Firmaet eies av en prinsipal som har ansatt en agent for to perioder. Firmaet likvideres ved $t=2$. Utfallet da er H^2 , $HL=LH$, eller L^2 , der $H>1>L$. Sannsynligheten for de forskjellige utfall avhenger av innsatsen til agenten i hver av de to periodene.

Agentens innsats er $A = [0, \bar{a}]$. I første periode er innsatsen $a \in A$. Som en følge av dette er signalet $s \in \{H, L\}$ observert. Hvis signalet H vil utfallet i periode 2 bli enten H^2 eller HL . Er signalet L, vil utfallet bli LH eller L^2 . På basis av signalet vil prinsipalen velge hva han vil gjøre i andre periode, a_h som følge av H, a_l som følge av L.

Sannsynlighetene og utfallene avhenger dermed også av handlingene til prinsipalen. Gitt den initiale handling a , signalet H observeres med sannsynlighet $p(a)$, signalet L med sannsynlighet $q(a)=1-p(a)$. Hvis H og agenten velger a_h , er det endelige utfallet H^2 realisert med sannsynlighet $p(a_h)$, HL med sannsynlighet $q(a_h)=1-p(a_h)$. Tilsvarende, hvis L og agenten velger a_l , er sannsynlighetene $p(a_l)$ for LH og $q(a_l)=1-p(a_l)$ for L^2 . Som en variant av modellen kan $p(\cdot)$ avhenge av andre eksterne parametere, men dette er en utvidelse inne i artikkelen.

Når agenten velger a i en gitt periode, blir kostnaden i nyttefunksjonen $c(a)$. En typisk kompensasjonsprofil skal være $\omega = (w_{hh}, w_{hl}, w_{lh}, w_{ll})$. Agenten skal velge en initial handling a , og deretter a_h eller a_l ved nodene H og L, og han skal maksimere den neddiskonterte verdien av resultatet fratrukket kostnaden.

Modellen har de normale forutsetningene på risiko-aversjon, altså at prinsipalen er risiko-nøytral. Prinsipalen ser på agentens handling og velger en kompensasjonsprofil som maksimerer sin egen forventede nytte, som framgår enkelt av neddiskontert verdi av firmaet. All neddiskontering i modellen er ut i fra en rente på null prosent. Det forutsettes at forholdet mellom agent og prinsipal varer i begge periodene, dog er det som en utvidelse underveis tatt med muligheten for at en av partene avbryter ved mellomstadiet. Artikkelforfatterne mener dette kompliserer, uten å bringe noe nytt, de skriver på siste avsnitt før punkt 3.1, side 73(ibid.): “We find that while this complicates exposition, under very general and reasonable conditions it does not affect the qualitative nature of our results.”

Prinsipalens beste-svar problem blir behandlet først, og agenten forventer ω uten randomisering i resettings prosessen. Hvis agenten forventer resetting, vil dette påvirke agentens forventinger, det vil si agenten vet at prinsipalen kan endre seg. Gitt ω og en handlingsvektor $A = (a, a_h, a_l)$ er agentens nytte (kontinuasjonsnytte) fra H kalt U_h gitt ved $U_h = p(a_h)w_{hh} + q(a_h)w_{hl} - c(a_h)$. Agentens nytte av L, kalt U_l , er gitt av

$$(1) U_l = p(a)w_{lh} + q(a)w_{ll} - c(a), \text{ og analogt for } U_l \text{ av L.}$$

Dermed er den forventede nytten a priori

$$(2) U(a, U_h, U_l) = p(a)U_h + q(a)U_l - c(a).$$

Prinsipalens nytte er

$$(5) V_h = p(a_h) [H^2 - w_{hh}] + q(a_h) [HL - w_{hl}]$$

Og prinsipalens forventede nytte blir tilslutt

$$(6) V = p(a)V_h + (1-p(a))V_l.$$

Modellen skiller mellom to hovedtyper av strategier for prinsipalen: der resetting er utelukket, og der det ikke er utelukket, men kontrakten blir resatt for å maksimere prinsipalens verdi.

Forfatterne mener bonuser kompliserer modellen mer enn det klargjør, og ser bort i fra bonuser både av kontanter og aksjer.

De ser først på likevekt under utelukkelse av resetting.

Prinsipalen gir en initial kvanta α opsjoner, på firmaets terminale verdi ($t=2$) og forplikter seg til å ikke endre ved $t=1$. Siden opsjoner vanligvis gis til gjeldende kurs, antas det da å være til en kurs "at-the-money".

Ved en gitt verdi α , er agentens noder determinert. Er for eksempel $HL < 1$, blir de endelige nodene

$$W_{hh} = \alpha (H^2 - 1)^+ = \alpha (H^2 - 1),$$

$$W_{hl} = \alpha (HL - 1)^+ = 0,$$

$$W_{lh} = \alpha (LH - 1)^+ = 0,$$

$$W_{ll} = \alpha (L^2 - 1)^+ = 0,$$

(7), som også er agentens forventede lønn.

Mens prinsipalen velger α for å maksimere $V(\alpha)$.

Den store forskjellen i modellen er da om det er mulig å resette ved $t=1$. Opsjoner kan reforhandles både på antall og kurs, en endring i antall gjenspeiler seg i at det opprinnelige antallet α erstattes med et nytt antall β .

Er dette mulig, blir nodene

$$W_{hh} = \alpha (H^2 - 1)^+ = \alpha (H^2 - 1),$$

$$W_{hl} = \alpha (HL - 1)^+ = 0,$$

$$W_{lh} = \beta (LH - L)^+ = \beta (LH - L),$$

$$W_{ll} = \beta (L^2 - L)^+ = 0,$$

Forfatterne bemerker at nå kan $w_{lh} \neq w_{hl}$, men viktigere er at nå har agentens påvirkningsmuligheter blitt større, og det er nå en avveining mellom en positiv effekt for prinsipalen og en negativ feedback på de initiale insentivene, som påvirker om resetting virkelig er optimalt for prinsipalen

Artikkelen går inn på om det kan bli for mye resetting, der dette er mulig alltid, og mener dette vil være et problem. Dette er jo da selvsagt det normale problemet med at man ikke kan binde seg til masten, vil det oppstå situasjoner der for mange muligheter skaper suboptimale situasjoner, som kjent fra allmenn spillteori: om prinsipalen ikke kan resette, er insentivene til å unngå situasjoner der agenten ønsker resetting maksimalt sterk.

Modellen kan synes som en typisk insentivbasert modell, det er brukt en kvadratisk funksjon for kostnad ved å jobbe for lederen, ut ifra den typiske forutsetningen om at denne lederen er ”arbeidssky”.

Artikkelen har to andre perspektiver: det å bryte forbindelsen mellom prinsipal og agent fullstendig etter at informasjonen er avdekket, her går artikkelen inn på kostnader ved å erstatte lederen, som de andre artiklene, og sier selvsagt at dess større kostnad, dess mer å hente ved resetting.

Det andre aspektet er betydningen av den relative kontroll av manager av return distribution av den optimale resettingen. Her vurderes det a-priori hvilken betydning det skal ha om endringene i verdi skyldes forhold utenfor lederens kontroll. Siden det bør være lettere å skape korrekte insentiver ved mindre bakgrunnsrisiko hevder forfatterne at dess mindre kontroll over utfallet lederen har, dess mindre interessant burde det være å resette noe som helst. Dette er i motsetning til det som ofte blir argumentert.

Resetting vil bare skje etter dårlige prestanda. Selv om resetting teoretisk kan skje i alle tilfelle, er dette noe av poenget med drøftingen. Etter gode prestanda er det ikke behov for resetting, da de gode prestandaene nettopp har blitt belønnet med at opsjonene har steget i verdi. Det er muligens noe å hente på å skrive om resetting også i de gode tilfellene her, om man skal se på deltagerbetingelser og da forutsetter at lederen har avslørt seg som en uvanlig dyktig leder, men denne artikkelen drøfter ikke dette, og jeg skal ikke gå inn på dette her og nå.

Forfatterne drøfter også om det er mulig å binde seg til å ikke forandre noe – på side 68 skriver de at dette kan gjennomføres ved å simpelthen ha det som en regel. Jeg vil bemerke at det vel alltid bør kunne hefte _noe_ tvil ved dette: for en leder må det være mulig å argumentere for at ”dette tilfellet må behandles separat”, selv om det aldri er gjort før, og selv om lederen ser at bedriften vil svekke sin egen forhandlingsposisjon i framtiden, synes det noe enkelt å si at bedriften kan få 100 prosent kredibilitet ved å innføre strategien.

7. Litteratur som bygger på en forutsetning om at aksjemarkedet ikke fungerer

Jeg ser her på Bolton et al. (2006), med tittelen: “Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets”. Dette er en artikkel der irrasjonalitet i markedet påvirker enkeltbedriftens tilpasning. Forfatterne bruker dette som en forklaring på at kortsiktige eiere mer eller mindre bevisst vil belønne ledere som kan skape slike bobler, det vil si i praksis manipulere aksjekursen. De framhever at insentivteorien bygger på to fundamentale forutsetninger, for det første at lederens lønningsprogram er konstruert som en byttehandel mellom risikodeling og insentiver, og for det andre at aksjekursen er en forventningsrett estimator av et firmas fundamentale verdi. De slakker av på denne andre forutsetningen. Dette er altså en annen måte å redde insentivteorien på: Bolton et al. (2006) sier dette i klartekst i sin egen introduksjon.

Ideen er at aksjekursen har to komponenter, en langsiktig fundamental, og en kortsiktig spekulativ. Strengt tatt er poenget med modellen at aksjekursen som estimat på reell verdi avviker i to dimensjoner: dels avviker den i seg selv pga den spekulative komponenten. Man kan og si at den avviker fordi estimatet har større varians. Dette igjen betyr at artikkelen har en modell der aksjemarkedet har to typer investorer, de som evner å se den langsiktige trenden i verdiene, og de som ikke gjør det- med det til følge at de som ikke gjør det kan bli overoptimistiske ved avvik, de kan dermed handle aksjer som er hausset opp, for eksempel med luftslottsprosjekter. Siden det bare er ett marked de to typene handler i, vil også de som ikke tror på luftslottene, måtte forholde seg til de høyere prisene for disse aksjene.

Forfatterne skriver på side 578 (ibid.) at de bygger på en modell med overoptimistiske investorer av Scheinkman og Xiong (2003). Denne overoptimismen er deretter en kilde for heterogene forventninger blant investorene, noe som vil la dem spekulere mot hverandre, fordi investoren ikke bare har sitt håp om framtidig dividende, men også har en mulighet til å selge aksjene til mer optimistiske investorer i framtiden. Mens den langsiktige fundamentale komponenten altså gjenspeiler vanlig teori, vil den kortsiktige spekulative komponenten gjenspeile synet på om andres syn. Den andre spesifiserende forutsetningen er at lederen kan dele sin tid på to ting: å øke den langsiktige verdien av firmaet, eller å bruke tid på prosjekter der man kan forvente at investorene har avvikende tro på prosjektene. Også på dette punktet skiller modellen seg fra den enkle insentivmodellen, da poenget ikke lenger bare er nivået på

innsatsen, men fordelingen av innsatsen på forskjellige oppgaver. Dette kalles for en multitask-prinsipal agent modell, se Laffont og Martimort (2002), side 188-189. Bolton et al. (2006) understreker at deres modell skal kunne ha gyldighet også med aktive eiere, i den forstand at selv med aktive eiere, vil det være rasjonelt å bruke noe tid på den spekulative komponenten.

Hvis det er store forskjeller mellom investorenes oppfatninger, vil det være mye å tjene på å få lederen til å satse på luftslott-prosjekter. Et viktig poeng er at både de nåværende eierne, og lederne vil tjene på denne strategien. Det kan samtidig underminere den langsiktige verdien til bedriften. Bolton et al. (2006) skriver på side 579 at dette gir en alternativ forklaring på en nylig krise framfor forklaringen med lederes makt og maktmisbruk brakt fram av manglende overvåkning av styret, slik som i Bebchuk og Fried (2003) diskutert tidligere i denne oppgaven.

Bolton et al. (2006) viser til at denne modellen forklarer kortsiktighet som en rasjonell handling. De går dermed i rette med de som har ment at den nåværende strukturen av lederlønninger ikke kan forklares med agentteori.

Selve modellen er svært matematisk, men intuisjonen er enkel. Jeg har derfor valgt å ikke redegjøre for matematikken i den.

Som forslag til å reparere de problemene de peker på, har Bolton et al.(2006) på side 597 at lederne må sitte på aksjeinteressene en stund, dette ville avskrekke mot å bruke kortsiktige strategier.

8. Litteratur som bruker deltakerbetingelsen som en forklaring

Oyer (2004) sin artikkel: “Why do firms use incentives that have no incentive effects? “ søker å vise at bedrifter kan ønske å gi lederen avlønning som samvarierer med konjunktorene i markedet bedriften opererer i. Argumentet er at lederen vil få gode jobbtilbud utenfor bedriften når konjunktorene er gode.

Artikkelen tar utgangspunkt i at det er kostbart å justere lønninger og avtaler, det vil si det kan være høye transaksjonskostnader. Dette er en kritisk forutsetning i modellen. Ut ifra dette viser han at bedrifter kan ønske å gi lederen en avlønning som automatisk varierer med lederens jobbtilbud utenfor bedriften. Denne modellen forklarer hvorfor ledere (og ansatte) blir belønnet for forhold som er utenfor deres kontroll, for eksempel med opsjoner der det ikke er noen justering for at markedet som helhet er godt.

Da utsides tilbud har en sterk innvirkning på deltagerbetingelsen, og hensikten med artikkelen er å gå inn på den ofte oversette deltagerbetingelsens betydning, som det står i utdraget på side 1619(ibid.), etablerer artikkelen en sammenheng mellom hvor godt det går i økonomien som helhet, og lønn i et gitt firma. Det er sentralt i denne modellen at svingninger i jobbmarkedet for lederen gjør at lederens arbeidsgiver ender med å la lederen få opsjoner.

Modellens fokus på stabiliseringseffekten av lønn skal fokusere på firmaenes optimale valg. Forutsetningene han bruker er: lederens innsats er uavhengig av lønna, det eneste variable med den er om den tilbys og kjøpes eller ikke.

Firmaet er risikonøytralt, den ansatte er risikoavers. Firmaet utbetaler all profitt som dividende på slutten av hver periode. Den ansatte kan ikke binde seg for periode to i periode en. De kan heller ikke kjøpe noen forsikring mot sin intertemporale risiko. For å kunne fange opp at modellen skal kunne utvides til langsiktighet, forutsetter han at det ikke er mulig å forutbestemme lønna i periode en eller to. Den ansatte er villig til å la deler av sin lønn avhengig av firmaets resultater, hvis de samtidig kompenseres for risiko. Firmaets verdi er korrelert, men ikke perfekt korrelert, med resten av økonomien.

Modellen har to perioder, og tre varianter:

a) fast lønn i periode en, som justeres i periode to til markedslønn

b) la lønn avhenge av firmaets prestanda, slik at deltagerbetingelsen er akkurat oppfylt. Dette vil, siden firmaets verdi ikke er perfekt korrelert med resten av økonomien, ikke bli det samme som markedslønna da kontrakten ble undertegnet.

Dette flytter noe av risikoen over på den ansatte.

c) en kombinasjon av a og b, men der tilstandskomponenten gir et overskudd for den ansatte i noen tilstander av økonomien. Firmaet må da finne en optimal tilpasning for byttet mellom risikotillegget fra variabel kompensasjon og komponenten fra den faste delen av lønna.

Firmaet kan bruke spotmarkedet de to kostnadene blir for tunge.

Firmaet kan ønske å unngå å justere lønna: de kan ønske å sette lønna så høyt at tilbudet i punkt b) ikke vurderes, men dette har preg av å være en hjørneløsning.

Firmaet har ingen andre frihetsgrader (bortsett fra nedleggelse). Justeringer av lønn er kostbare, men den ansatte er villig til å la en del av lønna avhenge av firmaets resultater, hvis han eller hun blir kompensert for risiko. Etter å ha signert avtale med firmaet, vil den ansatte få et utsides tilbud som varierer med økonomien som helhet. Avhengig av forholdene, sier modellen at firmaet vil velge en av tre kontrakter: 1) Fast lønn, som så justeres i periode to etter utsides tilbudet, noe som da vil føre til kostnader med informasjonsinnhenting, forhandling, og turnover. 2) Som lønnsvariant nr 2 kan firmaet strukturere lønna slik at den ansattes deltagerbetingelser alltid er møtt eksakt. Dette er mulig i modellen fordi det er to komponenter i lønna, og fordi det forutsettes at økonomien bare kan være i en av to tilstander. En slik strukturering vil flytte noe av risikoen til den ansatte. 3) Den tredje varianten er en kombinasjon der noe av betalingen er avhengig av firmaet, og noe ikke. Her holder bare en av deltagerbetingelsene med likhet, nemlig den i gode tider. I dårlige tider får den ansatte noe grunnrente utover risikopremien. Dette er fordi det på grunn av den ansattes risikoaversjon er billigere for bedriften å gi den ansatte noe forsikring (mot dårlige tider), enn å kompensere risikoen fullt ut som må til dersom deltagerbetingelsen i dårlige tider også binder.

Firmaets bruttoprofit i periode nr i er θ^i , hvis de har en ansatt i sin produksjonsfase, så netto profit er θ^i minus den ansattes lønn.

Tidslinjen i modellen er:

1. kontrakt tilbys og signeres
2. Første periodes brutto profitt avsløres, og den ansatte får $b\theta$, der bruttoprofitt trekkes fra en normalfordelt fordeling, med varians σ^2 , og forventning θ_h . Den ansatte får et tilbud fra utsiden, dette avhenger av tilstanden økonomien er i. For den ansatte er verdien $s^2 \in \{s_h, s_l\}$. Modellen setter $q = \Pr(s^2 = s_h | s^1)$. Og ved å betale kostnaden k kan firmaet justere kontrakten. Alternativt om den ansatte sier opp, kan de erstatte ham ved å tilby lønna s_h eller s_l . Kvasirenta reflekterer for eksempel søkekostnad eller tap av humankapitalen fra første periode.
3. Andre periodes profitt avsløres, og den ansatte får sin andel, som i periode en.

Firmaet betaler den ansatte, enten som delbetaling, eller i sin helhet, w . Variabelen w kan avhenge av s i første periode, men kontrakter fra periode en kan ikke avhenge av s i andre periode. Det er kostnader forbundet med å justere w etter at s i andre periode er avslørt. Firmaet kan betale en fast lønn som sikrer deltagelse uavhengig av utsides tilbud, eller partene kan skrive en kontrakt basert på verdien av θ . Kontrakter der $w_1 \neq w_2$ er utelukket. De forventede utfallene er $\theta_h - \theta_l$ eller $\Delta\theta$ som utfallsrommet av de forventede utfallene. σ^2 , variansen av firmaets profitt gitt realisasjonen av s , er idiosynkratisk volatilitet. Kontrakten er linær i θ . Han sier at dette ikke nødvendigvis er optimalt, men at det lar ham sammenligne faste lønninger med en form for kontingent betaling. Siden den ansatte har en konstant absolutt risikoaversjon, r , som er en svært viktig forutsetning for modellen, og hans inntekt trekkes fra en normalfordeling, er sikkerhetsekivalenten i periode i CE avhengig av reservasjonslønna $CE^i = w + bE[\theta^i | s^i] - rb^2 \sigma^2$. For å unngå tilpasningskostnad, samtidig som de forsikrer seg om at den ansatte vil fortsette å arbeide i firmaet i andre periode uavhengig av s^2 , må paret w og b tilfredstille to deltagerbetingelser. Ved å si at betalingen bare kan avhenge av θ , antar han at θ er det målet som er mest korrelert med spotmarkedets lønninger.

Om $s^2 = s_h$, vil den ansatte bli i firmaet om

$$(1) s_h \leq w + b\theta^h - rb^2 \sigma^2.$$

Tilsvarende, om $s^2 = s_l$ vil den ansatte bli om

$$(2) s_l \leq w + b\theta^l - rb^2 \sigma^2$$

(1) er "bull constraint", og (2) er "bear constraint".

Dermed vil kontrakten bestå av $w + b \theta^l$.

Det er snakk om tre typer kontrakter i modellen. Modellen definerer også bull – og bear bibetingelser, dette er da deltagerbetingelsen ved henholdsvis sterkt og svakt marked. Den første varianten er at lønn settes lik spotmarkedets tilbud. Da tilbyr de s_h i periode en, og s_l i periode to. De bruker da eventuelt k til å justere lønna ned hvis $s^2 = s_l$. Totalprofitt over to perioder blir da $\Pi^{sm} = (1+q)(\theta_h - s_h) + (1-q)(\theta_l - s_l) - (1-q)k$. Å bruke spotmarkedet kan føre til transaksjonskostnader.

I det andre tilfellet, der begge de to deltagerbetingelsene binder, dvs at uansett utfall i periode 2 vil den ansatte være indifferent på å bli eller slutte, forkortet DPC, er profitten

$$\Pi^{dpc} = (1+q)(\theta_h - s_h) + (1-q)(\theta_l - s_l) - 2r\sigma^2(\Delta s)^2 / (\Delta\theta)^2$$

og lønna

$$w = s_h - ((\theta_h \Delta s) / \Delta\theta) + r\sigma^2(\Delta s)^2 / (\Delta\theta)^2$$

Firmaet kan unngå både transaksjons- og risikokostnader ved å sette $w = s_h$ og $b = 0$.

Da vil kontrakten nøyaktig tilfredstille ”bull”- betingelsen, og la den ansatte tjene Δs i periode to hvis $s^2 = s_l$. Oyer mener det normalt vil være optimalt for firmaet å spare noe av dette, ved å la noe av risikoen falle på den ansatte. Firmaet vil velge b og w for å maksimere $E[\Pi] = (1+q)(1-b)\theta_h + (1-q)(1-b)\theta_l - 2w$, med bull-betingelsen som bibetingelse. Igjen, etter å ha generert førsteordensbetingelsen og omordnet, finner Oyer at den optimale andelen for den ansatte er $b = (1-q)\Delta\theta / 4rq^2$. Dermed vil profitt under den tredje variant, en SPC-kontrakt være

$$\Pi^{spc} = 2(\theta_h - s_h) - (1-q)\Delta\theta + (1-q)^2(\Delta\theta)^2 / 8r\sigma^2, \text{ og}$$

$$\text{og lønn under en SPC kontrakt } w = s_h - ((\Delta\theta - (1-q)[(3+q)\Delta\theta + (1-q)\theta_l]) / 16r\sigma^2).$$

Her inkluderer både profitten og lønna både risikopremie og renter som den ansatte får om spotmarkedets lønn er lav. Den relative viktigheten av transaksjonskostnader, renter og risikopremium avgjør hvilke av de tre kontraktene som er optimale og mulige å oppnå: Modellens spørsmål er når hver av de tre betingelsene holder i den optimale kontrakten.

Han skriver at ved å kombinere de to bibetingelsene, substituere den optimale SPC ansattes andel, og rydde opp, finner han den optimale SPC kontrakten når

$$\Delta s > (1-q)(\Delta\theta)^2 / 4r \sigma^2 \quad (11)$$

Bytteforholdet mellom risiko og avkastning som driver 11, finnes bare når vi velger mellom regimer uten tilpasningskostnader (altså DPC og SPC, i motsetning til spotmarkedets lønn).

Spotmarkedets lønn er foretrukket framfor DPC-kontrakten når

$$\Delta s > (\Delta\theta / \sigma) \sqrt{(k(1-q) / 2r)}$$

Ved å kombinere formelen for totalprofitt over de to periodene i spotmarkedet, og formelen for lønn under SPC-kontrakten, finner han at SPC-kontrakten er optimal når

$$(1-q)(\Delta\theta)^2 / 4r \sigma^2 < \Delta s < k + (1-q)(\Delta\theta)^2 / (8r \sigma^2).$$

Denne avspeiler forskjellen på spotmarkedets lønn på godt og dårlig utfall.

Oyer (2004) gjør deretter en analyse der sjokk felles for alle firma, ($\Delta\theta$) og idiosynkratiske for det enkelte firma (σ^2) påvirker den optimale kontrakten. Eierskap blir mer verdifullt når de felles sjokkene øker og de idiosynkratiske sjokkene blir mindre viktige. Hvis eierskap er optimalt, vil større felles og mindre firmaspesifikke sjokk få firmaet til å senke, og etter hvert eliminere, de rentene de deler. Det tredje her, er at om de felles sjokkene øker svært mye, eller de idiosynkratiske går ned fra store til små, vil den ansattes del bli svakt økende med felles sjokk, og svakt synkende med idiosynkratiske sjokk.

I sin proposisjon 1, på side 1628 (ibid.), har han seks punkter:

1. Hvis spotmarkedets lønn ikke avhenger av firmaets verdi, altså om $\theta_h = \theta_l$, vil $b=0$.
2. En DPC-kontrakt er optimal under en positiv terskel for idiosynkratiske sjokk, dvs det finnes en $\sigma_D > 0$ som gjør at for enhver $\sigma < \sigma_D$, vil firmaet velge en DPC-kontrakt med $b>0$.
3. Spotmarkedets lønn er optimal over en viss terskel for idiosynkratiske sjokk, så det finnes en σ_{SM} slik at for enhver $\sigma > \sigma_{SM}$, vil firmaet sette $b = 0$, og, om nødvendig, ta kostnaden k ved å sette $w_2 = s^2$.

4. Hvis $\Delta s < 2k$, er $\sigma_D < \sigma_{SM}$, og SPC-kontrakten er optimal for alle σ slik at $\sigma_D < \sigma < \sigma_{SM}$.
5. Hvis $\Delta s \geq 2k$, er $\sigma_D = \sigma_{SM}$, og en SPC-kontrakt er aldri optimal.
6. En DPC-kontrakt er optimal over en viss terskel for felles sjokkmulighet, spotmarkedets lønn er optimal under en viss terskel for felles sjokkmulighet, og om $\Delta s < 2k$ er en SPC-kontrakt optimal mellom DPC og spotmarkedets terskelgrenser. Det betyr at det finnes en $\Delta\theta_D$ slik at firmaet vil velge en DPC for alle $\Delta\theta > \Delta\theta_D$, det finnes en $\Delta\theta_{SM}$ slik at firmaet vil bruke spotmarkedets lønn for alle $\Delta\theta < \Delta\theta_{SM}$, og hvis $\Delta s < 2k$ og $\Delta\theta_D > \Delta\theta_{SM}$ og en SPC-kontrakt er optimal for alle $\Delta\theta$ slik at $\Delta\theta_D > \Delta\theta_{SM}$.

Hans proposisjon 2, er at den ansattes andel synker med de idiosynkratiske sjokkmulighetene, σ^2 , og øker med de felles sjokkmulighetene $\Delta\theta$ i DPC-situasjonen. Firmaets andel er konstant i σ^2 og $\Delta\theta$ i DPC-situasjonen. I begge tilfeller er profitten synkende, mens lønna for den ansatte er stigende, med de felles sjokkmuligheten. Er $b > 0$, er w økende med muligheten av idiosynkratiske sjokk, og synkende med sjokkmulighetene for hele industrien.

Den ansattes utsides muligheter -altså $\Delta s = s_h - s_l$ - er en viktig variabel, og han kommer til tre resultater for endringer her:

1. Når den ansattes utsides muligheter varierer over en større spekter, vil firmaet ønske å gå over fra DPC til SPC, og tilslutt til spotmarkedet.
2. Når vidden av den ansattes utsides muligheter er større, vil den ansattes del øke til et platå, så være konstant, og tilslutt gå tilbake til null for et tilstrekkelig stor verdi av reservasjonsnyttens spekter, og
3. Profitten synker når den ansattes utsides muligheter øker.

Proposisjon 3 har fire punkter:

1. En DPC-kontrakt er optimal under en strikt positiv terskel for utsides muligheter, dvs det finnes en $\Delta s_D > 0$ som gjør at for enhver $\Delta s < \Delta s_D$, vil firmaet velge en DPC-kontrakt med $b > 0$.
2. Spotmarkedets lønn er optimal over en viss terskel for utsides muligheter, så det finnes en Δs_{SM} slik at for enhver $\Delta s > \Delta s_{SM}$, vil firmaet sette $b = 0$, og, om nødvendig, ta kostnaden k ved å sette $w_2 = s^2$.

3. Hvis $(1-q)(\Delta\theta)^2 / (8r\sigma^2) \geq k$, er $\Delta s_D < \Delta s_{SM}$ og en SPC-kontrakt er optimal for alle Δs slik at $\Delta s_D < \Delta s < \Delta s_{SM}$.
4. Hvis $(1-q)(\Delta\theta)^2 / (8r\sigma^2) \geq k$, er $\Delta s_D = \Delta s_{SM}$ og SPC-kontrakten er aldri optimal.

Hans fjerde proposisjon er

1. Den optimale andelen til den ansatte er svakt synkende med utsides muligheter for utsides muligheter under det nivået der spotmarkedets løsning er optimal.
2. Firmaets profitt er monotonisk synkende med den ansattes utsides muligheter. Profitten er konveks i de utsides mulighetene i DPC-området, og lineær med de utsides mulighetene i SPC-området.

Fordi de forventede lønningene under SPC-kontrakten er høyere om nivået på økonomien er lav i periode en, vil b være høyere, og denne kontrakten vil være noe mindre attraktiv for firmaene i et slikt scenario.

Spesielt fra side 1644 anvender Oyer (ibid.) modellen på noen empiriske eksempler, han viser til at de fleste opsjoner for ledere ikke justeres for faktorer utenfor lederens kontroll, som at hele markedet er i framgang. Han bruker dette som en forklaring på gåten med at empiriske studier ikke finner sammenheng mellom lønna og lederens egne resultater. Han viser flere studier som har sett på dette spørsmålet og kommet til ulike forklaringer, men peker på at alle disse har antatt en konstant deltagerbetingelse. Modellen til Oyer(2004) viser at det kan være optimalt å betale ledere for industrispesifikke resultater, hvis bransjens resultater er korrelert med lederens alternative jobbmuligheter, og sier som eksempel at det da er bedre å betale en leder i oljeindustrien utifra firmaets absolutte resultat relative resultat θ , framfor det relative resultatet $(\theta - \theta_{\text{market}})$.

Han gjør også tre utvidelser av modellen i seksjon IV, den første av utvidelsene hans handler om hva som skjer om forutsetningen om at det ikke er mulig å forutbestemme w_1 og w_2 slakkes. Firmaet kan da forsikre den ansatte mot hans arbeidsmarkedsrisiko, og SPC-kontrakten blir viktigere. Er det korrelasjon mellom firmaets resultater og den ansattes verdi, for eksempel fordi dette gir økt humankapital, vil den ansattes utsides tilbud i periode to bli en funksjon av firmaets resultat i periode en. Dette vil flytte noe av risikoen ved idiosynkratiske sjokk. Den tredje utvidelsen er at den ansatte får bonus på slutten av periode to, men kan sparkes på slutten av periode en om han gjør en svak innsats. Her kan det å overføre eierskap til den ansatte gi insentiver der de er av størst verdi, da det vil være viktigst å ikke bli sparket der markedet er generelt svakt.

9. Sammenligning og diskusjon

Hensikten med oppgaven var altså er å se om det finnes relevante økonomiske forklaringer før man går på modeller der markedet svikter fullstendig. Insentivmodellen forutsetter at uten insentivavlønning og med ikke-verifiserbar innsats, er lederen villig til å ta en jobb som en leder, og deretter gjøre en svak innsats- altså nøye seg med å jobbe ineffektivt. Med insentivavlønningen vil ifølge denne modellen deltagerbetingelsen for en sterk innsats bli oppfylt på marginen, slik at lederen ifølge modellen ikke får mer penger enn nødvendig.

Slik jeg ser det, bør denne modellen bare passe til en undergruppe av ledere som ikke burde vært ansatt i det hele tatt. Med det mener jeg rent normativt at en dyktig leder normalt bør ha egeninteresse i at firmaet går så godt som mulig. Personlig synes jeg det virker urimelig at det avgjørende i lederens nyttefunksjon i prinsipal-agent-teorien for at lederen skal handle i aksjonærenes interesser bare er lønna. Det er ikke vanlig å sette opp noe positivt ut i fra ære i å gjøre en god jobb, det forutsettes at det ikke er tilstrekkelig for lederen å se at ting går godt. Det forutsettes altså at lederen er en rasjonell aktør med en så vidt begrenset nyttefunksjon at den høye lønna, eller en mulighet til å få en meget høy lønn ved et godt resultat, må til for å få en sterk innsats.

Det har imidlertid vært forskning på om penger som insentiv ikke kan kombineres med andre typer insentiver. Dette er drøftet i "Pay enough or Don't Pay at All" av Gneezy og Rustichini (2000), der konklusjonen er at penger som insentiv vil fortrenge verdien av andre insentiver. Der er det gjort eksperimenter med små pengesummer. Selv om det åpenbart kan være diskutabelt å overføre dette til et høyt nivå, vil dette poenget- overført til lederlønninger - for så vidt styrke at det er saklig å kun se på lønninger, det vil si at man kan se bort fra andre typer belønninger, som for eksempel målopplevelse.

Jeg har ikke gått i detaljer inn på de rene knapphetsmodellene, der det er mangel på gode ledere, og bedriftene må by for å få den beste lederen. Gabaix og Landier (2008) har satt opp en modell hvor det er et ledermarked med ledere med ulik grad av talent. I likevekt i modellen er lederlønnen avhengig av firmaets størrelse både i absolutt forstand, og relatert til størrelsene på firmaene i økonomien. De kalibrerer modellen og viser at deres data passer med firmaets størrelse (absolutt og relativ), og at utviklingen i størrelsen i stor grad kan forklare forskjellen i lederlønnnivå mellom bedrifter og utviklingen i lederlønn i de senere

tiår. De har konkludert med at deres data passer med at det er en sammenheng mellom de høyere lønningene, og knapphet på ledertalent. En slik modell bør naturligvis gi høye lønninger, spesielt i store bedrifter. Om en knapphetsmodell er riktig, men markedene ellers fungere som de skal, bør det på den annen side ikke være slik at bedrifter som går dårligere enn sitt marked ellers, har hatt høye lederlønninger. Gabaix og Landier (ibid) har sett på tall fra 1980 til 2003. Det kunne vært interessant å se på hvordan tallene hadde passet med denne modellen under finanskrisa. Stensbak (2005) har avfeid knapphetsmodellen med argumentet at kvinneandelen er så lav som den er. Om forutsetningen om at talent er noenlunde likt fordelt mellom kjønnene er riktig, er dette en gyldig argumentasjon.

Som litteratur som vektlegger forholdet mellom styret og ledere, altså lønnsforhandlingssituasjonen har jeg dermed brukt Bebchuk og Fried (2003).

Dette er den litteraturen som ligger nærmest en korrump verden av de forklaringene jeg går inn på. Denne artikkelen markerer seg dermed som en artikkel der lederne bruker sin makt til å få høyere lønn. Dette er i motsetning til de andre artiklene her, der den høye lønna kommer som biprodukt av at eierne virkelig ønsker å belønne eller motivere lederne, og altså at lederlønningene blir høye uten at det er noen form for markedssvikt inne i bildet.

Bebchuk og Fried (2003) skiller seg selvsagt fra de andre artiklene på flere punkter.

Bebchuk og Fried (2003) ser på forholdet mellom styret og eiere, men de andre artiklene antar at dette ikke et problem i det hele tatt. De skriver videre at nøkkelen til å komme i posisjon er å bli innstilt. De skriver videre at det dermed heller ikke er ønskelig å få rykte som en som forhandler og kjøpslår om lønninger og andre frynsegoder.

De mener at ledernes evne til å få ut dividende er større jo større makt de har. Det er grenser for hva styret vil godta, og hva markedet vil tillate, men disse grensene er videre enn hva man ville oppnådd med normale forhandlinger. En viktig byggestein her er kostnaden ved publikums protester, og begrensninger som følge av denne.

Bebchuk og Fried (2003) skriver videre at denne potensielle betydningen av andres oppfatning av dette, og kostnadene ved oppstandelse, forklarer viktigheten av kamuflasje av lønningene. For å unngå eller minimere oppstandelsen er det et betydelig insentiv til å tåkelegge eller legitimere – dette kaller de da å kamuflere – utbyttingen. De mener at markedskreftene ikke er sterke nok til å sikre optimale kontrakter. Jeg har altså ikke

kommentert selve denne forutsetningen så mye, men jeg har forsøkt å vise at andre har kommet med forklaringer som ikke gjør det nødvendig å ha dette synet.

Ikke alle er enige i at Bebchuk og Frieds (ibid.) modell viser at lønningsfastsettelsen bryter med hva som er en korrekt lønnsfastsettelse utifra teorien om optimale kontrakter. Core et al. (2005) mener at ledermaktmodellen ikke tar hensyn til at de som fastsetter lønningene, forutser maktforholdene, og innstiller seg etter dem. Core et al. (2005) mener dermed at det ikke er gitt at lønningene ikke er optimale. Dette motargumentet må jeg imidlertid si synes svakt: om modellen med at det er makt å ta hensyn til er riktig, ville det være nærmest overraskende om man kunne klare å annihilere effekten ved å ta hensyn til den.

Bebchuk og Fried (2003) sitt poeng om at styret først signaliserer til den potensielle lederen at han eller hun er den beste kandidaten, og deretter forhandler om lønn, ser imidlertid ikke ut til å være drøftet av andre artiklene. Den påståtte virkningen er altså at lederen får en veldig sterk posisjon i lønnsforhandlingen. Med kunnskapen om å være den beste kandidaten, er det etter mitt skjønn også trolig å anta at lønna som partene kommer fram til, ikke lenger vil være den laveste som lederen ville ha akseptert for å få stillingen. Isteden får vi en situasjon at det blir en lønn der gevinsten av at nettopp denne lederen ansettes, deles mellom partene. Ettersom styret på dette punktet også er optimistiske på vegne av lederens egnethet, vil denne gevinsten være en sum som naturlig settes høyt, og siden det ville være pinlig for styret å ikke ansette den kandidaten de i steg en har avslørt som den beste, bør det være relevant å tro at lønningene vil presses opp noe i steg to, lønnsforhandlingen. Slik jeg ser det, er denne modellen noe annerledes enn de andre forholdene Bebchuk og Fried (2003) skriver om: mens mange av de andre forholdene går på illojalitet, går dette mer på at styrene bruker en lett uheldig forhandlingsteknikk med de framtidige lederne. Denne biten bør kunne forklare hvorfor lønningene ved ansettelse er for høye, men den kan selvsagt også gå på at lønningene blir for høye ved reforhandlinger av lønna, da det samme forholdet gjør seg gjeldende her: lederen er ansatt som den beste, og kan nå presse de han eller hun forhandler med, utifra en tilsvarende tankegang.

I denne oppgaven har jeg også presentert noen artikler som forsøker å gi alternative forklaringer på ulike trekk ved lederlønn.

Acharya et al. (2000) er forbauset over at resetting bare har blitt fordømt, og at ingen har forsøkt å gi en teoretisk vurdering av hvorfor resetting foregår. Forfatterne vedgår at

resettingen vil svekke initiale insentiver, men mener at under robuste forhold vil strategien med ingen resetting være strengt dominert av den helt motsatte strategien med å resette når dette måtte finnes lønnsomt. Forfatterne påstår også at _noe_ resetting alltid er optimalt.

Artikkelen av Acharya et al. (2000) er dermed et forsøk på å skrive noe som tidligere bare er forutsatt bort, altså at det er rasjonelt å resette disse aksjeopsjonene. Mitt inntrykk er at de her ønsker å gå i rette med de som lettvis har erklært at det må ligge korrupsjon eller i alle fall kameraderi under når de har hørt at kurser har blitt resatt.

Slik som jeg ser det, har de her tatt utgangspunkt i noe som faktisk foregår, altså er empirisk relevant: resetting av opsjoner er nettopp hva mange kritikere har gått ut i mot.

Bolton et al. (2006) sin modell er mer opptatt av feil i aksjemarkedet som sådant. Kjernen i artikkelen var altså at aksjekursene ikke er korrekte speil for den reelle verdien i børsnoterte firmaer. Dette er en forklaring som etter mitt syn er nødvendig, siden det er en kjent sak at aksjekursen kan avvike fra den tilsynelatende korrekte verdien på firmaet. Dermed må vi ha teori som tar med seg mulige forklaringer på hva dette egentlig kan gjøre for forholdet mellom eierne og lederne av selskapet. Dette er - om forutsetningen er korrekt - en fundamental feil i aksjemarkedet, at aksjekursene gjenspeiler de reelle verdiene er en forutsetning som svært mye teori feilaktig bygger på. Overoptimistiske investorer forutsettes ofte borti enklere modeller, men de finnes på markedet, og de påvirker alt som skjer. Og når de finnes, må modellene også ta hensyn til dem. En av følgene av at de finnes, er at man kan ha et skjult eller åpent ønske om å få solgt til dem. I og med at det finnes investorer som er overoptimistiske, og disse påvirker aksjekursene, vil modellen både forklare at lønningene blir høye, og at noen bedrifter ender opp med oppblåste verdier. Når Bolton et al. (2006) da begynner å drøfte hva som skjer om at forutsetningen om at aksjekursene er de beste estimatene på korrekte verdier er gal, kunne de trolig ha brutt ned svært mye av den teorien som foreligger. Deres konklusjon er at da må styrene bli mer langsiktige. Dette er en anbefaling der det ikke underbygges krystallklart hvorfor dette i seg selv skal være profittmaksimerende for det enkelte selskap- det er mulig at om man er dyktig nok, kunne et styre ha sjonglert seg fram med stadig skiftende prosjekter, kjøpt og solgt og tjent penger på en stadig tilstrømmende overoptimisme. Et interessant trekk ved Bolton et al. (2006) sin artikkel er at det innføres ulike grupper av investorer, der noen tjener og andre taper på ledernes insentiver. Bruken av en multitask-prinsipal-agent modell, som nevnt i Laffont og Martimort (2002), passer bedre til virkeligheten, da en leder har mange oppgaver.

Den grunnleggende forutsetningen som gjøres i denne artikkelen er at den normale forutsetningen at aksjemarkedet avspeiler reelle verdier, ikke er riktig. Selv om denne forutsetningen bryter med standard forutsetninger i økonomifaget om rasjonelle aktører, kan de tidvis ekstreme svingningene i aksjemarkedet – bobletendensene – indikere at forutsetningen i Bolton et al.(2006) kan være riktig.

Oyer (2004) sin fundamentale ide er at firmaene må forholde seg høye transaksjonskostnader, og forholde seg til at selv om de forhandler med personer med grunnleggende like ferdigheter som de andre firmaene, vil personer etter hvert bygge seg opp en kompetanse spesifikk for sin bransje og kanskje også geografiske plassering. Oyer (2004) skiller seg fra de andre jeg har sett på i denne oppgaven, ved at den ser helt bort fra rollen til insentiver for ledere, og fokuserer på deltagerbetingelsen. Denne modellen forklarer hvorfor ledere (og ansatte) blir belønnet for forhold som er utenfor deres kontroll.

Artiklene skiller seg også naturligvis fra hverandre i hvilke politikkimplikasjoner de gir. Der Bebchuk og Fried (2003) er opptatt av å ha bedre kontroll over styret og spørsmålet om eierstyring og selskapsledelse, peker Bolton et al. (2006) på viktigheten av tiltak som kan gjøre at aksjonærene blir mer langsiktige.

Turneringsmodellen -som jeg jo ikke valgte å skrive så mye om- skiller seg fra de andre modellene ved å ikke koble lønn og ytelse for topplederen som sådan. Den kan dermed introdusere lederens lønn i nyttefunksjoner til mange mennesker som ikke har jobben, og dette er da så vidt jeg kan se et poeng som ikke tas opp ellers på området, om man ser bort fra mishagsytringene. Men nettopp fordi lederlønningen har positiv verdi for andre personer i samme firma, bør det være opplagt at turneringsmodellen da kan forklare hvorfor bedriften gir lederen høyere lønn enn det rasjonelle imellom akkurat disse to burde tilsi. Er det noen modell av dem jeg nevner kort som jeg finner tiltalende, og kanskje brukt for lite i diskusjonen i media, må det være denne.

I en empirisk artikkel konkluderer Lambert et al. (1983) med at forklaringene er å finne i en kombinasjon av modellene, og ikke nødvendigvis i en enkelt av dem. De fant at forklaringene agentteori, ledermakt og turneringsteori til sammen kunne forklare de tallene de hadde.

Så vidt jeg kan se, har både Bolton et al. (2006) med sin teori om at aksjemarkedets særegenheter, Oyer (2004) med sin teori om rigiditeter i markedet, og Acharya et al. (2000)

om at det er meningsfylt å gi nye insentiver for å oppfylle deltagerbetingelsen pånytt, gitt alternative forklaringer på de høye lønningene.

Jeg mener dermed at jeg har lyktes med å vise at det finnes andre forklaringer i økonomisk teori på de høye lederlønningene enn både den enkle insentivmodellen, og ledermaktteori.

10. Oppsummering

Oppgaven startet altså med en tanke om å skrive noe normativt, men ble isteden en presentasjon og drøftelse av noen alternative modeller for lederlønningene.

Jeg har gått inn på irritasjonen over de høye lønningene. Jeg har deretter gått igjennom en del modeller for lønnsdannelsen. En variant av en agent-prinsipal modell der det er lederens insentiver som må sikres, har blitt presentert. Denne modellen handler om moralsk hasard, og forutsetter altså at uten ekstra insentiver når innsats ikke er verifiserbar, er lederne villige til å gjøre en dårlig innsats. Med insentivmodellen vil de med de ekstra insentivene yte høy innsats. Jeg har kort vist at denne er for svak, og jeg har deretter gått igjennom noen alternative modeller.

De modellene jeg ikke la så stor vekt på, er dekket i kapittel fire.

De er for det første den sosiale sammenligningsmodellen. Den sosiale sammenligningsmodellen er også beslektet med noe som Bebchuk og Fried (2003) kommer inn på, nemlig at når de komiteene som skal bestemme lønn, setter denne lik -eller høyere- enn medianen, vil lønningene presses opp. Den sosiale sammenligningsmodellen er dermed også en modell som på dette punktet er forenlig med ledermaktmodellen.

Modellen for rykte er en modell som også har preg av å være svært generell samfunnsvitenskap. Jeg skrev ikke mye om den, men tillot meg å vise til at rykte generelt har blitt sett på som fascinerende av minst en kjent forfatter. Det bør også etter mitt syn være klart at å ha rykte på seg for å være raus, bør kunne gjøre bedriften mer attraktiv på jobbmarkedet, med de positive følgene dette har av å kunne velge mellom fler kandidater.

Modellen for mangel på gode ledere er en modell som kanskje dukker opp mer underforstått enn uttrykkelig. Den forklarer godt at lønningene blir høye, og Gabaix og Lander (2008) har gjort en empirisk undersøkelse der de mener datagrunnlaget passer med en variant av denne modellen, men jeg har vist til en publikasjon (Stensbak, 2005) der den sees på som åpenbart gal.

Turneringsmodellen er også kort referert. Skulle jeg skrevet mer om noe, måtte det vært denne.

Jeg har deretter fra og med kapittel fire tatt for meg de modellene og artiklene som var ment som kjernen i oppgaven. Den første her er ledermaktmodellen, som er den modellen som ser ut til å være mest vist til i media, og som handler om at lønningene presses opp som følge av maktforholdene. Den er den modellen som kommer nærmest "Gutteklubben Grei" modellen, den modellen jeg startet med å ønske ikke var riktig. I kapitlet har jeg kommentert en del aspekter ved denne, og jeg har senere i oppgaven vist at i alle fall noen av disse aspektene kan forklares med mindre -om jeg får bruke ordet- suspekterte modeller.

I kapittel seks har jeg gått inn på en artikkel av Acharya et al. (2000), der de viser en alternativ forklaring på at opsjoner blir resatt etter at det har gått dårlig med bedriften. Dette er jo nettopp noe som ser ut til å provosere mange, men de har laget en modell der dette faktisk kan forklares med relevant økonomisk teori, og jeg har gjengitt hovedpoengene herfra.

I kapittel sju har jeg gjengitt intuisjonen fra en meget kompleks modell, framstilt i Bolton et al. (2006), der de tok utgangspunkt i aksjemarkedets manglende evne til å gi et presist estimat av firmaers verdi. Siden investorene trekker sitt estimat fra en fordeling, og det er de investorene som får de høyeste estimatene som bestemmer aksjekursen, er det relevant å belønne lederne i bedriften i å øke variansen på estimatorene. Dette fører til at ledere kan belønnes for å satse på luftslottprosjekter.

Den siste modellen var en modell hentet fra Oyer (2004), som er den artikkelen som kanskje kommer nærmest den tanken jeg først hadde om å finne modeller som handlet om deltagerbetingelsen. Her er det en modell som drøfter hva som skjer om lederen bygger opp sin kompetanse i et spesifikt marked, og den forklarer hvorfor det er relevant for firmaene å ta hensyn til dette i sine lønnsavtaler med lederen. Jeg har framstilt kjernen i denne modellen.

I kapittel ni har jeg så sammenlignet disse modellene, og diskutert litt rundt dem. Jeg har her søkt å bedømme argumentene som har kommet, og holdt dem opp i mot hverandre- og da spesielt opp mot ledermaktmodellen, som man nå kan få inntrykk av begynner å bli den modellen media vanligvis bruker som sin hovedforklaring på lederlønningene.

Jeg har også framhevet at Bolton et al. (2006) viser at en grunnleggende svakhet med aksjemarkedene er at de kan skape både høye lederlønninger, men også belønne strategier

som er til skade for økonomien som helhet. Men jeg har først og fremst konkludert med at disse modellene gir alternative forklaringer.

Figurliste:

Side 20, Figur 1: Fra Acharya et al. (2000), side 72

Kildeliste

- Acharya, V. V., John, K. and Sundaram, R.K. (2000): "On the optimality of resetting executive stock options", *Journal of Financial Economics*, **Vol. 57**, No 1, 65-101
- Bebchuk, L. A. and Fried, J.M. (2003): "Executive compensation as an agency problem", *The Journal of Economic Perspectives* **Vol. 17**, No 3, 71-92
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M. and Walker, D.I. (2002): "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation", *The University of Chicago law review* **Vol. 69**, 751-846
- Bertrand, M. and Mullainathan, S. (2001): "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are", *The Quarterly Journal of Economics*, **Vol. 116**, 901-932
- Blanchard, O.J. (1994): "What do Firms do with Cash Windfall", *Journal of Financial Economics*, **Vol. 36** No 3, 337-360
- Bolton, P., Scheinkman, J. and Wei Xiong (2006): "Executive Compensation and Short-termist Behavior in Speculative Markets", *Review of Economic Studies*, **Vol. 73** (2006), 577 - 610
- Bragelien, I. (2004): "Why are managers paid so generously? Does it matter?" Foredrag, Samfunnsøkonomenes forening, Høstkonferansen, 12 november 2004. Slides, side 2.
- Brick, I.E., Palmon, O. Wald, J.K. (2006): "CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?", *Journal of Corporate Finance* **Vol. 12** (2006) 403- 423
- Bull, C. (1987): "The Existence of Self-Enforcing Implicit Contracts", *Quarterly Journal of Economics*, **Vol. CII**, 147-159
- Conyon, M.J. and He, L. (2004): "Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in US Entrepreneurial Firms", *Journal of Management Accounting research*, **Vol. 16**, 35-56

Core, J. E., Holthausen, R.W. and Larcker, D. (1999): “Corporate Governance, Chief Executive Performance and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, **Vol. 51** No 3, (1999) 371-406

Core, J. E. , Guay, W. R. and Thomas, R.S. (2005): “Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay Without Performance?” *Michigan Law Review*, **Vol. 103** (2005), pp. 1142-85

Core, J. E., Guay, W.R. and Larcker, D.F. (2003). “Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey.” *Economic Policy Review* **Vol. 9** (2003), 27-50

Cyert, R, Sok-Hyon Kang and Kumar, P. (2002): “Corporate Governance, Takeovers, and Top-management Compensation: Theory and Evidence”, *Management Science*, **Vol. 48** No 4, 453-69 (2002)

Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983): “Agency problems and residual claims”, *The Journal of Law and Economics*, 327-349

Festinger, L. (1954): “A theory of social comparison processes”, *Human Relations*, 7(2), 117-140

Forbes (2009):”Historical CEO compensation” ,
http://www.forbes.com/2009/04/21/executive-pay-ceo-leadership-compensation-best-boss-09-bosses_map.html, accessed 03/5-2009

Gabaix, X and A. Landier (2008): “Why Has CEO Pay Increased So Much “, *Quarterly Journal of Economics* (2008), **Vol. 123**, No. 1, 49-100

Gillan, S. (2001): “Has pay for performance gone awry? Views from a corporate governance forum”, *Research Dialogue*, July, 68, 1-16

Gneezy, U and Rustichini, A. (2000):“Pay enough or Don’t Pay at All”,*The Quarterly Journal of Economics* 2000, **Vol. 115**, No. 3,791-810

Hart, O. (1995): *Firms, contracts and financial structure*, Oxford University Press.

Hegnar.no (2009) : ”Biskop Ernst Baasland får fallskjerm”
<http://www.hegnar.no/okonomi/innenriks/article372508.ece> aksessert 03/5-2009

-
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy (1990): "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, **Vol. 98**, No. 2., 225-264
- Johnson, M.F., Porter, S. and Shackell-Dowell M.B (1997): "Stakeholder Pressure and the Structure of Executive Compensation",
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=41780, accessed 31/8-2009
- Laffont, J. and Martimort, D. (2002): *The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model*, Princeton University Press
- Lambert, R.A., D.F. Larcker, K. Weigelt (1993.): "The Structure of organizational Incentives", *Administrative Science Quarterly*. Ithaca: Sep 1993. **Vol. 38**, Iss. 3; 438-462
- Lazear, E. P. (2002): "Output-based Pay: Incentives, Retention or Sorting?" IZA DP No. 761
- Macho-Staedler, I. and Pérez-Castrillo, J. D (2001): *An Introduction to the Economics of Information. Incentives and Contracts*, Oxford University Press.
- Murphy, K. J. (1998): "Executive Compensation", *Handbook of Labor Economics*, Ashenfelter, O. and Card D. (red), Amsterdam:North Holland, 2485-2563
- NOU 2005: 16 Etter inntektsoppgjørene 2005 (2005): http://odin.dep.no/asd/norsk/dok/andre_dok/nou/046001-020006/dok-bn.html, accessed 03/5-2009
- O'Reilly III, Charles A., B. G. Main and G. S. Crystal (1988): "CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories", *Administrative Science Quarterly*, **Vol. 33**, No. 2 (Jun., 1988), 257-274
- Oyer, P. (2004): "Why do firms use incentives that have no incentive effects?" *The Journal of Finance*, **Vol. 59**, No 4, 1619-1649
- Prendergast, C (1999): "The Provision of Incentives in Firms", *Journal of Economic Literature*, **Vol. 37**, No. 1 (Mar., 1999), 7-63
- Rosen, S. (1986): "Prizes and Incentives in Elimination Tournaments", *The American Economic Review*, **Vol. 76**, No. 4 (Sep., 1986), 701-715
- Scheinkman, J.A. and Xiong, W. (2003) "Overconfidence and speculative bubbles", *Journal of Political Economy*, **Vol. 111**, 1183-1219

SSB (2009): ” Pressemelding fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene”
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/aid/pressecenter/pressemeldinger/2009/pressemelding-fra-det-tekniske-beregning.html?id=546390> accessed 03/5-2009

Stensbak, H. (2005): “Lønnsdannelse hos toppledere”, RØST:Velferd 2005-02

Strausz, R. (1997): “Collusion and Renegotiation in a Principal-Supervisor-Agent Relationship”, The Scandinavian Journal of Economics, **Vol. 99**, No. 4, 497-518

Svalund, J. (2008): ”Norske lederlønninger 2006”. FAFO-rapport 2008:17

Tirole, J. (1988): The theory of Industrial Organization , Massachusetts Institute of Technology

VG nett (2006): “Tillitsvalgte reagerer på Baksaas-uttalelse: -Telenor-sjefen er urimelig og arrogant” <http://www.vg.no/nyheter/innenriks/artikkel.php?artid=169106> accessed 10/08-2009

Yermack, D. (1997): “Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements”, The Journal of Finance, June, **Vol. 52**, No 1,449-476