



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska Institutionen
Examensarbete magisternivå FEKP01, VT 2008

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

– En studie av bolag på Large Cap-listan

Författare:

Helgesen Charlotte 840207-6486

Paepke Hanna 830212-5565

Safir Jessica 851018-0089

Handledare:

Gårdängen Maria

Sammanfattning

Examensarbetets titel:	Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras? - En studie av bolag på Large Cap-listan
Seminariedatum:	2008-06-05
Ämne/kurs:	FEKP01, Examensarbete magisternivå, 15 poäng
Författare:	Helgesen Charlotte, Paepke Hanna, Safir Jessica
Handledare:	Gårdängen Maria
Fem nyckelord:	Regressionsmodell, ersättning, verkställande direktör, överavkastning, förändring i omsättning
Syfte:	Syftet med examensarbetet är att analysera vilka variabler som påverkar den verkställande direktörens totala ersättning samt hur sambanden mellan dem ser ut. Examensarbetet ämnar bidra resultat till den pågående samhällsdebatten kring verkställande direktörens ersättningar.
Metod:	Författarna använder en deduktiv forskningsansats och utgår från en kvantitativ undersökning i form av en multipel regressionsmodell. Vid insamling av information används sekundärdata.
Teoretiska perspektiv:	Författarna använder sig av agentteorin samt riktlinjer för lönesättning. Vidare utgår examensarbetet från tidigare forskning gjord inom ämnet som teoretisk referensram.
Empiri:	Studien baseras på 42 bolag noterade på Large Cap under den studerade tidsperioden åren 2000 till 2007 samt med svensk hemvist. Data hämtas från Datastream, Avanza och företagens årsredovisningar.
Resultat:	Studien visar på ett positivt samband mellan verkställande direktörens förändring i total ersättning och förändring i antal anställda, överavkastning, förändring i ROA och förändring i ROS samt ett negativt samband med förändring i omsättning, VD-byte samt antal år sedan börsintroduktion. Ovanstående variabler förklarar 0,55 av förändringen i total ersättning. Övriga 0,45 menar författarna kan förklaras av förhandlingsförmåga, svågerpolitik, makroekonomiska effekter och meriter.

Abstract

- Title:** How can CEO's total compensation be explained?
- A study of companies listed at Large Cap
- Seminar date:** 2008-06-05
- Course:** FEKP01, Degree Project Graduate level, Business Administration, 15 University Credits Points
- Authors:** Helgesen Charlotte, Paepke Hanna, Safir Jessica
- Advisor:** Gårdängen Maria
- Key words:** Regression analysis, compensation, CEO, abnormal return, change in sales
- Purpose:** The purpose of the thesis is to analyze which variables that affect the CEO's total compensation and the relation between them. The thesis is meant to contribute to the ongoing debate about compensations to CEOs'.
- Methodology:** The authors use a deductive research approach and a quantitative research in form of a multiple regression analysis. The collection of information includes secondary data.
- Theoretical perspectives:** The authors use the agent theory and guidelines for setting wage rates. Further does the thesis emanate from prior research within the topic as a theoretical frame of reference.
- Empirical foundation:** The study is based on 42 companies listed at Large Cap during the studied time period from the year 2000 to 2007 and with a Swedish domicile. Data is collected from Datastream, Avanza and the companies' annual reports.
- Conclusion:** The study shows a positive relation between CEO's total compensation and change in number of employees, abnormal return, change in ROA and change in ROS. There are negative relations between CEO's total compensation and change in sales, exchange of CEO and year since the IPO. The variables explain 0,55 of the change in CEO's total compensation. The authors mean that remaining 0,45 can be explained by ability to negotiate, cronyism macro economical effects and merits.

Förord

Vi vill först och främst tacka vår fantastiska handledare Maria Gårdängen för hjälp och stöd under examensarbetets gång. Maria har kommit med mycket värdefulla tips och råd under hela processen och givit oss motivation när vi har stått vid kritiska vägskäl. Vi vill även passa på att tacka våra medstudenter och opponenter på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet för deras konstruktiva och hjälpsamma kritik vilken har hjälpt oss mycket i arbetsprocessen med examensarbetet

Lund 27 maj 2008

Helgesen Charlotte

Paepke Hanna

Safir Jessica

Begreppsförklaringar

Ersättning	Innebär både fast och rörlig ersättning samt förmåner
Large Cap-listan	Stockholmsbörsens Large Cap-lista
Koden	Svensk kod för bolagsstyrning
Prestation	Översättning av engelskans ”performance”
Överavkastning	Den avkastning som genereras utöver index

Innehållsförteckning

1 Inledning.....	9
1.1 Bakgrund.....	9
1.1.1 Ersättning till bolagsledning enligt Kodens	10
1.2 Problemdiskussion.....	11
1.2.1 Positionering	11
1.3 Syfte.....	13
1.4 Avgränsning.....	13
1.5 Disposition.....	14
2 Metod	16
2.1 Forskningsansats	16
2.2 Datainsamling.....	16
2.2.1 Sekundärdata.....	16
2.2.2 Litteraturstudie.....	17
2.3 Urval.....	17
2.3.1 Krav inför urvalsprocess	17
2.3.2 Urval bolag	18
2.3.3 Urval tidsperiod.....	18
2.4 Källkritik.....	18
2.4.1 Litteratur.....	19
2.4.2 Reliabilitet.....	19
2.4.3 Validitet.....	19
2.5 Kritik mot den kvantitativa forskningsmetoden	20
2.5.1 Mätprocessen och bortfall.....	20
3 Teoretisk referensram	22
3.1 Agentteorin	22
3.2 Tidigare forskning.....	23
3.2.1 Förhållandet mellan direktörens ersättning och företagets prestation	23
3.2.2 Effekten av incitamentsbaserade kontrakt	24
3.2.3 VD-ersättning och managerialism	25
3.2.4 Sambandet mellan högsta ledningens ersättning och avkastning.....	26
3.2.5 Sammanställning av tidigare forskning.....	27
3.3 Riktlinjer för bestämmande av ersättning.....	28
3.4 Kritik mot den teoretiska referensramen.....	29
4 Regressionsmodellen.....	31
4.1 Regressionsmodell	31
4.2 Beroende variabel.....	31
4.2.1 Total ersättning.....	31
4.3 Förklaringsvariabler	32
4.3.1 Förändring i antal anställda.....	32
4.3.2 Förändring i omsättning.....	32
4.3.3 Överavkastning.....	33
4.3.4 Förändring Return On Assets	34
4.3.5 Förändring i Return On Sales.....	34
4.3.6 VD-byte under perioden åren 2000 till 2007.....	34
4.3.7 År sedan börsintroduktion.....	34
4.3.8 Sammanställning av förklaringsvariabler.....	35
4.3.9 Uteslutna variabler	36
4.3 Den multipla regressionsmodellen	37

4.4 Antaganden	37
4.4.1 Normalfördelade residualer	37
4.4.2 Multikollinearitet	38
4.4.3 Heteroskedasticitet	38
4.4.4 Misspecificering	39
4.5 Bortfall	39
5 Resultat	41
5.1 Resultat från regressionsmodellen	41
5.2 Standardiserade koefficienter	43
6 Analys	45
6.1 Förklaringsgradens implikationer	45
6.2 Verkställande direktörs totala ersättning	46
6.2.1 Ersättning	46
6.3 Variablerna som förklarar ersättningen till VD	47
6.3.1 Antal anställdas samband med ersättningen	47
6.3.2 Påverkan av förändring i omsättning	47
6.3.3 Överavkastning och ersättning	48
6.3.4 Effekten av förändring i ROA	49
6.3.5 ROS påverkan	50
6.3.6 Byte av VD	50
6.3.7 Börslivslängd	50
6.5 Slutsats av analys	51
7 Avslutande diskussion	54
7.1 Författarnas egna tankar och reflektioner	54
7.2 Förslag till framtida forskning	56
Källförteckning	57
Bilagor	64

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

”Jag tror inte att folk förstår vad VD-löner handlar om”

- Michael Eisner, vd för Disney, om kritiken mot hans fleråriga löneavtal på 400 miljoner dollar ¹

¹ <http://www.socialist.nu/citat/overklassen.html> 2008-05-10

1 Inledning

I inledningskapitlet presenteras information om verkställande direktörer och dess totala ersättning. Vidare beskrivs tidigare forskning gjord inom ämnet. Diskussionen mynnar ut i problemdiskussion, forskningsfrågor och syfte, med en avslutande disposition över examensarbetets upplägg.

1.1 Bakgrund

Ersättningen en anställd får för sin arbetsinsats är i de flesta fall lön. Enligt Maria André bör nivån på en anställds lön enbart baseras på prestationen.² Många gånger kan det dock ifrågasättas om lönen verkligen är rättvist satt i förhållande till arbetsprestation. Kopplingen mellan arbetsprestation och nivån på ersättning gällande verkställande direktörer inom näringslivet är främst omdiskuterad i media.³ Syftet med en verkställande direktörs ersättning är att ge lön för arbetsprestation, skapa incitament att driva bolaget i rätt riktning och att skapa värde för aktieägarna.⁴ För en VD innebär den totala ersättningen, hädanefter benämnt ersättning, ofta fast lön, rörlig lön i form av exempelvis bonus samt förmåner såsom bil och hus. Under år 2008 får 44 verkställande direktörer i bolag på Large Cap-listan tillsammans 504 miljoner kronor i ersättning. Lägs pensionsavsättningar till blir summan 653,8 miljoner kronor.⁵

Enligt Landsorganisationen ökade svenska verkställande direktörers genomsnittliga ersättning med 55 procent jämfört med generalindex som ökade med 30 procent under åren 1998 och 2005, vilket relativt generalindex visar på ökade ersättningar till VD.⁶ Ökningen över åren påvisar att sambandet mellan börskursernas utveckling och ersättningarna till de verkställande direktörerna är mycket svagt.⁷

Debatten gällande bonus och höga ersättningar till verkställande direktörer i svenska bolag har de senaste åren varit högst aktuell. Det är främst storleken på ersättningen och i vilken mån den anses vara välförtjänt som diskuteras.⁸ En VD i Sveriges näringsliv hade år 2005 en genomsnittlig

² André Maria (2008) *Så sätter du lön*

³ Schultz Pontus (2008) *Våga sätt lön efter prestation*

⁴ Olsson Tommy (2008) *Chefsbonusar ifrågasätts*

⁵ Sidea Emanuel (2008) *Bonusregn till toppchefer*

⁶ Studien omfattar 50 bolag.

⁷ Bergström, Jeanette *et al.* (2007) *Makteliten gör som de brukar*

⁸ Oxelheim Lars (2006) *En välförtjänt bonus eller...?*

ersättning motsvarande 40,7 industriarbetarlöner, jämfört med år 1980 då ersättningen motsvarade 9,3 industriarbetarlöner. Denna ökade i genomsnitt 3,5 procent per år under perioden år 2000 till år 2006.⁹ TT gjorde år 2007 en jämförande undersökning mellan svenska och europeiska VD - löner, där den svenska medianlönen för en verkställande direktör låg på 8,6 miljoner kronor jämfört med Europasnittet som låg på 20 miljoner kronor.¹⁰ Pontus Schultz, chefsredaktör på Veckans Affärer, menar att diskussionen kring ämnet grundar sig i en form av missunnsamhet, där uppmärksamheten i sig, av att vara VD borde vara tillräckligt tillfredsställande och deras stora löner egentligen borde vara mindre.¹¹ Det synsättet gör att samhället idag uppmärksammar debatten och ifrågasätter storleken på verkställande direktörens ersättning.

Ersättning, i rörlig form, baserat på prestation har blivit allt vanligare i svenska bolag. Prestationerna som ersättningen är kopplad till kan vara vinst, kassaflöde och aktiekurs etcetera. Den välansedda författaren och konsulten Lars Wiberg menar att tanken med prestationsersättning är fel om det skall värnas om hela företagets resultat. Rörlig prestationsersättning tenderar att försvaga de resultat som önskas stödjas, enligt Wiberg.¹² Enligt Lars Oxelheim, professor vid Lunds Universitet, finns det ytterliggare svårigheter med ersättningar baserade på prestation, som att det bonusgrundade resultatet i företagen ej tar hänsyn till makroekonomisk påverkan såsom växelkurser, räntor och inflation. Mycket sällan kan företag själva påverka växelkursen och därför bör den underliggande parametern som prestationsersättning grundar sig på vara rensat från effekter som VD inte har något inflytande på.¹³ Frågan om makroekonomiska effekter på prestationsersättning bidrar till ytterligare en intressant aspekt kring ämnet.

1.1.1 Ersättning till bolagsledning enligt Koden

Svensk kod för bolagsstyrning är ett självreglerande redskap, som bolagen kan använda för att förbättra bolagsstyrningen, och anger vad som anses vara god bolagsstyrning. Koden bygger på principen *följ eller förklara* vilket innebär att bolagen antingen kan följa kodens rekommendationer eller förklara varför de väljer att avvika från den. De bolag som omfattas av Koden är bolag som

⁹ Bergström, Jeanette *et al.* (2007) *Makteliten gör som de brukar*

¹⁰ TT (2007) *Svenska VD-löner under Europasnittet*

¹¹ Schultz Pontus (2008) *Våga sätt lön efter prestation*

¹² Wiberg Lars, (2003) *Lön efter prestation leder till sämre resultat*

¹³ Oxelheim Lars (2006) *En välförtjänt bonus eller...?*

är registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista, har hemvist i Sverige samt har ett marknadsvärde på över tre miljarder kronor.¹⁴

Bolagets styrelse ansvarar för Svensk kod för bolagsstyrnings riktlinjer för ersättning till bolagsledningen. Koden säger bland annat att bolaget skall ha ”en formaliserad och för samtliga ledamöter transparent process för att fastställa principer för ersättning och andra anställningsvillkor för bolagsledningen samt besluta om verkställande direktörens ersättning och övriga anställningsvillkor”.¹⁵ Koden säger även att styrelsen i respektive bolag ”skall inrätta ett ersättningsutskott med uppgift att bereda frågor om ersättning och andra anställningsvillkor för bolagsledningen”.¹⁶ Enligt Kodens rekommendationer skall bolagsstämman ”besluta om samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen”.¹⁷

1.2 Problemdiskussion

Syftet med nedanstående stycken är att ytterligare skildra debatten och diskussionerna kring verkställande direktörer och dess ersättningar. Författarna ämnar även redogöra för examensarbetets problemdiskussion vilken därefter mynnar ut i forskningsfrågor och syfte.

1.2.1 Positionering

Det finns en stor andel internationell och inhemsk forskning kring verkställande direktörens ersättning, både fast och rörlig sådan samt huruvida och i vilken utsträckning den har påverkas av olika förklaringsvariabler.

Nordic Investor Services har utarbetat en rapport som visar att sambandet mellan verkställande direktörens ersättning och aktieutveckling är svagt. I rapporten påvisas det att mer än vartannat bolag med bonusprogram har gått sämre än konkurrenterna inom branschen medan 60 procent av de börsbolag som ej använder sig av bonusprogram har presterat över respektive branschindex.¹⁸ Det finns dock amerikanska undersökningar som visar på motsatta resultat. Enligt en studie av Watson Wyatt från 2007 finns det en direkt länk mellan den verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. Studien tyder på att verkställande direktörer i

¹⁴ SOU 2004:130 *Svensk kod för bolagsstyrning – Betänkandet*, s. 35

¹⁵ *Ibid.* s. 68

¹⁶ *Ibid.* s. 68

¹⁷ *Ibid.* s. 68

¹⁸ http://svt.se/svt/jsp/Crosslink.jsp?d=65294&a=1078983&lid=puff_1078332&lpos=extra_2 2008-04-14

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

bolag som är finansiellt högpresterande har högre ersättning än deras motsvarigheter i underpresterande bolag.¹⁹ Används total ersättning för att integrera alla former av ersättning pekar resultaten på att verkställande direktörens förmögenhet är starkt relaterat till bolagets förmögenhet.²⁰

År 2006 undersökte en studentuppsats vid Stockholms Universitet huruvida ett samband mellan företagets framgång och bonusutbetalningar till företagets ledning förekommer. I studien valdes ett slumpmässigt antal bolag på Stockholmsbörsens dåvarande A- och O-lista och uppsatsen omfattar tidsperioden åren 2002 till 2005. Skribenterna definierar framgång som företagets aktieavkastning i förhållande till branschindex avkastning. Resultatet från undersökningen blev att den ej kan visa på ett ”signifikant samband mellan VD: ns olika ersättningsformer och företagets över- alternativt underavkastning gentemot branschen.”²¹

Vid Lunds Universitet skrevs en kandidatuppsats år 2004 som studerade hur storlek, vinst och kursutveckling påverkar en verkställande direktörs rörliga och fasta ersättning. Uppsatsen utfördes för åren 2000 till 2001 gällande företag noterade på dåvarande A-listan. Resultatet blev att företagets storlek hade den största effekten på VD: s rörliga och fasta ersättning av de undersökta variablerna. Slutsatsen i studien blev att ur ett aktieägarperspektiv fungerar inte ersättningssystemet på kort sikt.²²

Efter genomförd litteraturstudie har författarna inte hittat någon svensk studie som utgår från Large Cap-listans bolag och berör vilka variabler som kan tänkas påverka en VD: s ersättning, både fast och rörlig sådan samt förmåner, under tidsperioden år 2000 till år 2007.

¹⁹ Pomeroy, Ann (2007) *Pay for Performance Is Working, Says New Study*

²⁰ *Ibid.*

²¹ Nyrén Daniel, Rinaldo Tomas, (2006) *Incitament eller lönetillägg?: Hur väl fungerar börsföretagens bonusprogram?*

²² Christiansson Henrik, Rosengren Karolin, Tevnell Caroline (2004) *Storlek, vinst eller kursutveckling - Vad förklarar VD:s ersättning?*

Ovanstående forskning och examensarbets ämne mynnar ut i följande forskningsfrågor:

- **Hur ser sambanden ut mellan de utvalda förklarande variablerna och verkställande direktörs ersättning?**
- **Hur mycket av verkställande direktörs ersättning kan förklaras av de utvalda oberoende variablerna?**
- **Vad kan, utöver undersökta variabler, förklara förändring i verkställande direktörs ersättning?**

1.3 Syfte

Syftet med examensarbetet är att analysera vilka variabler som påverkar den verkställande direktörens totala ersättning samt hur sambanden dem emellan ser ut. Examensarbetet ämnar bidra med sitt resultat till den pågående samhällsdebatten kring verkställande direktörens ersättningar.

1.4 Avgränsning

Samtliga bolag som undersöks i examensarbetet är listade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista och har hemvist i Sverige. Bolagen omfattas av Koden och dess riktlinjer för hur ersättning till verkställande direktör skall utformas. Avgränsningen görs då författarna anser att undersökningen på så sätt inkluderar bolag som kan jämföras på samma grund. Tidsperioden som studeras är år 2000 till år 2007, då författarna anser att det under en åttaårsperiod inkluderas ett eller flera VD-byten inom de flesta bolag, samtidigt som effekterna av en konjunkturcykel och eftersläpningar då inkluderas.

1.5 Disposition

Kap 1 - Inledning

I det inledande kapitlet presenteras examensarbetets ämne samt författarnas forskningsfrågor och syfte. Vidare presenteras bakgrundinformation om VD: s ersättning.

Kap 2 - Metod

Metodkapitlet berör det framgångssätt som anammats och de metodval som författarna tar under examensarbetet gång.

Kap 3 - Teoretisk referensram

I kapitel tre redogörs för den teoretiska ansats som ligger till grund för analys av den insamlade datan. Även tidigare forskning kring ämnet är utgångspunkt för den kommande analysen.

Kap 4 - Regressionsmodellen

I kapitel fyra redogör författarna för de val kring den multipla regressionen som tas. Vidare förklaras de utvalda variablerna och respektive variabels förväntade påverkan på ersättning.

Kap 5 - Resultat

Det femte kapitlet skildrar insamlad data samt resultat från regressionsmodellen.

Kap 6 - Analys

I analysen diskuteras resultat från regressionsmodellen och den knyts ihop med den teoretiska referensramen. Resultaten förklaras och diskuteras utifrån teorier och tidigare forskning kring ämnet. Även en slutsats presenteras.

Kap 7 – Avslutande diskussion

I det avslutande kapitlet beskrivs författarnas egna tankar och reflektioner kring regressionen och resultatet. Det ges även förslag till framtida forskning inom ämnet.

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

**” Bonussystemen i näringslivet är osunda - de höga Direktörslönerna
undergräver moralen i företagen”**

- Hans Rausing²³

²³ <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?d=678&a=531842> 2008-05-10

2 Metod

I kapitlet beskrivs tillvägagångssätt för insamlande av data från de studerade bolagens hemsidor, årsredovisningar, Avanzas hemsida samt från Datastream. Slutligen diskuteras kritik mot källorna.

2.1 Forskningsansats

Studien utgår från samtliga bolag på Large Cap-listan som omfattas av Svensk kod för Bolagsstyrning. Vidare bygger examensarbetet på tidigare studier av verkställande direktörens ersättning, således används en deduktiv forskningsansats.²⁴ Sambandet mellan verkställande direktörens ersättning och de utvalda variablerna mäts även för att kunna föra en diskussion kring variablernas påverkan på VD: s ersättning.

2.2 Datainsamling

I examensarbetet utförs en litteraturstudie i vilken författarna använder sig av sekundärdata. En kvantitativ datainsamlingsmetod nyttjas i examensarbetet, då det är VD: ns ersättning, hämtad från samtliga bolags årsredovisningar åren 2000 och 2007 samt insamlad data från Datastream och bolagens hemsidor, som ligger till grund för studien.

2.2.1 Sekundärdata

Årsredovisningarna och därmed ersättningen till respektive verkställande direktör hämtas från bolagens hemsidor då författarna anser det vara det lämpligaste tillvägagångssättet. Huruvida bolaget har haft några VD-byten under tidsperioden hämtas även från årsredovisningarna. Respektive bolags livslängd på börsen hämtas från Avanzas hemsida.²⁵ Informationen klassificeras därför som sekundärdata²⁶, vars tillförlitlighet diskuteras närmare under källkritik. I Datastream hittas bolagens aktiekurser som används vid uträkning av överavkastning. Aktiekurserna är justerade för split och emissioner, för åren 2000 samt 2007. Från Datastream hämtas även förändring i bolagets omsättning samt antal anställda och övriga siffror för att räkna

²⁴ Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad hur varför?* (2002), s. 34

²⁵ www.avanza.se 2008-05-02

²⁶ Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad hur varför?* (2002), s. 135

ut Return on Assets, härnäst benämnt ROA, och Return on Sales, härnäst ROS. Från OMXNordicExchange hemsida hämtas OMX Stockholm Benchmark Cap GI som används vid beräkning av överavkastningen.

2.2.2 Litteraturstudie

Författarna genomför en omfattande litteraturstudie för att få en djup och omfattande förståelse för verkställande direktörens ersättning och i synnerhet vilka variabler som påverkar ersättningsnivån, samt för att hitta bästa möjliga relevanta information. Studien utförs genom granskning av artiklar i affärstidningar på Internet och Internetsidor relaterade till ämnet. Lunds universitets databas ELIN granskas även för att hitta tidigare publicerade undersökningar och artiklar relaterade till ämnet.²⁷ För att hitta den relevanta litteraturen och informationen används sökord såsom *executive pay, firm performance, lön, VD-lön börsbolag, bonus, CEO och compensation*.

Utöver den allmänna litteraturen, vilken omfattar examensarbetets ämne, vänder författarna sig till elektroniska källor och hemsidor såsom Kollegiet för bolagsstyrning hemsida²⁸, Lands Organisation i Sveriges (LO) hemsida²⁹ och uppsatsdatabasen Xerxes.³⁰

2.3 Urval

Nedan redogörs på vilken grund urvalet av bolag och tidsperiod sker. Nedanstående krav på bolagen ställs för att kunna jämföra bolagen på bästa sätt trots olikheter mellan dem.

2.3.1 Krav inför urvalsprocess

Bolag som inkluderas i undersökningen skall uppfylla följande krav:

- Bolagen skall ha hemvist i Sverige.
- All nödvändig information från åren 2000 och 2007 måste finnas tillgänglig, vilket innebär att alla siffror om ersättning och undersökta variabler måste finnas i årsredovisningarna och/eller i Datastream.
- Bolagen skall ha varit registrerade på Stockholmsbörsen under åren 2000 till 2007.

²⁷ <https://elin.lub.lu.se/cgi-bin/pclient?url=http://elin.lub.lu.se> 2008-05-01

²⁸ <http://www.bolagsstyrning.se/sv/2008-04-13>

²⁹ <http://www.lo.se/> 2008-04-20

³⁰ <http://theses.lub.lu.se/undergrad/?lang=sv> 2008-05-09

2.3.2 Urval bolag

Författarna studerar ersättning, som utbetalades under åren 2000 och 2007, till verkställande direktör. De bolag som studeras är bolag på Large Cap-listan och väljs då dessa bolags verkställande direktörer antas ha bland de högsta ersättningarna i Sverige. Bolagen omfattas av Svensk kod för Bolagsstyrning, en rekommendation från år 2005 gällande redovisning av ersättning till bolagsledningen.³¹ Trots att Svensk kod för Bolagsstyrning trädde i kraft i juli år 2005³² studeras samma bolag som Koden omfattar även från år 2000 för att kunna undersöka en längre tidsperiod och därmed få större tillförlitlighet i resultaten. Rapporteringen och specificeringen av VD: s ersättning är något bristfällig innan år 2004 vilket leder till svårigheter vid jämförelse av ersättningarna från dessa bolag jämfört med de bolag som specificerat sina ersättningar från år 2000. Svårigheterna ger stöd till valet att undersöka den totala ersättningen till VD då författarna anser att det är denna som är mest intressant. Från och med den 1 juli år 2008 kommer Koden att gälla för alla ungefär 300 bolag som är noterade på reglerade marknader, nämligen OMX Nordiska lista (dock ej First North) samt NGM Equity.³³

2.3.3 Urval tidsperiod

För att få ett så representativt urval som möjligt väljer författarna att studera verkställande direktörens ersättning under en åttaårsperiod, åren 2000 till 2007. Motivet till en åttaårsperiod är dels att ett bolags konjunkturcykel fångas in³⁴ och att effekter av konjunktursvängningar och eftersläpningar tas hänsyn till. Författarna finner vid genomgång av årsredovisningarna att flertalet av de studerade bolagen under tidsperioden har haft ett eller fler VD-byten. VD-byte kan påverka svängningar i verkställande direktörens ersättning och på så sätt fångas in under en åttaårsperiod.

2.4 Källkritik

Som utgångspunkt för examensarbetet ligger insamlad information från olika källor. Under informationsinsamlingsprocessen är författarna noga med att kontrollera källornas ursprung, vilket görs genom att inkludera vikten av källornas tillförlitlighet.

³¹ SOU 2004:130 *Svensk kod för bolagsstyrning - Betänkandet*, s. 68

³² *Ibid.* s. 35

³³ <http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/pressmeddelande20080107.pdf> 2008-05-03

³⁴ <http://www.regeringen.se/sb/d/3914> 2008-04-18

2.4.1 Litteratur

Det insamlade materialet hämtas ur bolagens hemsidor och årsredovisningar, Avanzas hemsida samt Datastream, och är således sekundärdata. Trots att endast en liten del av sekundärdata är rådata och kontrollen över sekundärdata inte är lika stor som över primärdata används sekundärdata som en säker källa.³⁵ Vid användning av sekundärdata är det av stor vikt att vara kritisk till den angivna informationen. Vidare är det viktigt att vara medveten om vem upphovsmännen till Internetsidor och artikelförfattarna är, genom att kontrollera dennes kunskaper inom ämnet.³⁶ Det är viktigt att ta hänsyn till att litteraturförfattarna kan färga sina texter med subjektiva åsikter, vilket motverkas genom att examensarbetets författare är medvetna om problematiken.

2.4.2 Reliabilitet

Reliabiliteten syftar till huruvida en undersöknings resultat skulle bli detsamma om undersökningen genomfördes en andra gång, av andra, eller om resultaten skulle skilja sig åt på grund av tillfälligheter.³⁷ Gällande data som är insamlad för examensarbetet är en övervägande del insamlad från årsredovisningar, vilka är kontrollerade av revisorer, och således anses informationen vara reliabel. Informationen insamlad från Datastream anser författarna vara reliabel då det är världens största och mest respekterade finansiella statistiska databas³⁸, samtidigt som Ekonomihögskolan i Lund och LINC (Lund University Finance Society) rekommenderar Datastream som program för att ta fram finansiell data.

2.4.3 Validitet

Begreppet validitet innebär om det som har till syfte att mätas, verkligen mäts. Validitet avser även att reda ut om de slutsatser som utvecklats från studien har ett samband eller ej.³⁹ För att uppnå den höga validitet som krävs i undersökningen har författarna studerat tidigare undersökningar inom samma ämne för att hitta tillförlitliga variabler, vilket ligger till grund för valen av variabler till regressionen. Följaktligen anses de valda variablerna vara tillförlitliga och mäta det som mätas skall och därför tycks validiteten i undersökningen vara tillfredsställande.

³⁵ Jacobsen, Dag Ingvar, *Vad hur varför?* (2002), s. 187-188

³⁶ Rienecker, Lotte, Jørgensen, Peter Stray, *Att skriva en bra uppsats*, (2004), s. 136

³⁷ Bell Emma, Bryman Alan, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, (2005), s. 48

³⁸ www.datastream.com 2008-04-19

³⁹ Bryman Alan, Bell Emma, *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2005), s. 48

2.5 Kritik mot den kvantitativa forskningsmetoden

Kritik riktas mot den kvantitativa forskningsmetoden vilken anses viktig att beakta och diskutera vidare i det kommande avsnittet. Det är av vikt att uppmärksamma kritiken och dess innehåll för att kunna ha ett korrekt förhållningssätt till den insamlade datan och studiens resultat.

2.5.1 Mätprocessen och bortfall

Kritiken mot mätprocessen i den kvantitativa metoden är bland annat att den ”rymmer en artificiell och något falsk känsla av precision och riktighet”.⁴⁰ Kritikerna menar följaktligen att det resultat som presenteras är en bild av en förväntad verklighet snarare än den riktiga verkligheten. Således kan även författarnas åsikter och förväntningar på resultatet färga tolkningen av regressionens resultat. Kritik kan även riktas mot antalet inkluderade observationer. Författarna får 42 observationer efter att urvalskraven beaktats, men kan få ett bortfall på grund av händelser såsom att all information inte finns tillgänglig för ett bolag, vilket måste beaktas. De anser sig dock ha tagit hänsyn till bortfallet genom att beakta den snedvridning som kan uppstå i resultatet.

⁴⁰ Bryman Alan, Bell Emma, *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2005), s. 105

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

”Compensation committees justify big bonuses as a way to reward superior performance”

- William B. Joyce⁴¹

⁴¹Joyce William B, (1999) *Executive Bonuses: Determination and Payment*

3 Teoretisk referensram

Syftet med kapitlet är att redogöra för den teori och tidigare forskning som ligger till grund för examensarbetet, vilka kommer att användas i analyskapitlet.

3.1 Agentteorin

Diskussionen i examensarbetet om ersättningar till verkställande direktörer leder tillbaka till principalagentproblemet.⁴² Agentteorin grundar sig i att agenten, här VD: n, och principalen, aktieägarna, har skilda intressen och kontrakt används för att förena dessa.⁴³ Kontrakten kan inkludera ett övervakningssystem för agenternas handlingar och beslutsfattande för att se till att de inte avviker från principalens intressen. Ett kontrakt kan även vara etableringen av incitament som belönar agenten för viktiga resultat å principalen vägnar såsom lönsamhet.⁴⁴ Verkställande direktör antas vara nyttomaximerare och vill få betalt så mycket som möjligt och arbetar således i syfte att främja främst sina egna intressen⁴⁵ medan aktieägarna vill ha en så god avkastning som möjligt, vilket inte nödvändigtvis är samma mål som verkställande direktör har. Följaktligen är det styrelsens uppgift att finna en rimligt utformad ersättning som förenar VD: ns och aktieägarnas intressen.⁴⁶ Fama och Jensen skriver att den ovannämnda problematiken kring agenter är en viktig del för överlevnaden av organisationer och företag. Kontrakten som används för att länka samman verkställande direktör och aktieägarnas intressen, här ersättningen, begränsar därför risken för att dessa mål inte skall förenas.⁴⁷

Enligt Tosi *et al* (2000) antar agentteorin att agenterna är riskaverta, att de är självcentrerade och att deras intressen kan skilja sig från principalernas intressen. Antagandena leder till att agenten kan uppvisa ett opportunistiskt beteende och således handla främst i sitt eget intresse. När agenten handlar i eget intresse, snarare än i principalens intresse, blir följden ökade kostnader i form av agentkostnader. Tosi *et al* skriver att aktieägarna stöter på minst tre problem för att minska agentkostnaderna. Det första är att icke-närvarande aktieägare inte kan strukturera och

⁴² Lilling Matthew S, (2006), *The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?*

⁴³ Fama Eugene F, Jensen Michael C (1983), *Agency Problems and Residual Claims*

⁴⁴ Tosi *et al.* (2000), *How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies*

⁴⁵ Lilling Matthew S, (2006), *The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?*

⁴⁶ <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Aktieskolan-del-1/> 2008-04-14

⁴⁷ Fama Eugene F, Jensen Michael C (1983), *Agency Problems and Residual Claims*

nära övervaka den högsta ledningens handlingar. Det andra problemet är att ledningen har större insikt i organisatoriska processer och lämpligheten av affärsbeslut än de utspridda aktieägarna. Slutligen är det tredje problemet att ledningen kan använda organisatoriska resurser för att driva mål som inte nödvändigtvis är i aktieägarnas bästa intresse.⁴⁸

Motiveringen till varför agentteorin är lämplig i examensarbetet, är att de ovannämnda kontrakten hjälper principalen att påverka agenten, så att denne inte endast arbetar i kortsiktigt syfte och nyttomaximerande syfte. Det är möjligen mest aktuellt för den rörliga delen av ersättningen vilken ofta är kopplad till bolagets resultat eller liknande.⁴⁹ I examensarbetet studeras den totala ersättningen, således är agentproblemet aktuellt inom de studerade 42 bolagen.

3.2 Tidigare forskning

I kommande avsnitt presenteras tidigare forskning om ämnet som examensarbetet berör, i syfte att jämföra det resultat författarna finner med liknande utländska studier. I den tidigare forskning som granskas har ett flertal olika regressioner utförts, där beroende variabler såväl som förklarande variabler har haft olika sammansättningar. Här väljer författarna ut de regressioner med variabler så lika examensarbetets variabler som möjligt för att kunna jämföra regressionernas resultat. En jämförande analys av studiens resultat och de nedanstående utländska studierna återfinns i analyskapitlet.

3.2.1 Förhållandet mellan direktörens ersättning och företagets prestation

I en amerikansk studie gjord av Jensen och Murphy (1990) utforskades förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. I studien inkluderas ersättning, optioner, aktier och fast lön. Studien är omfattande och inkluderar över tvåtusen verkställande direktörer under fem årtionden. Jensen och Murphy diskuterar att i takt med att känsligheten mellan ersättning och företagets prestation ökar desto större blir blockeringen mellan verkställande direktör och aktieägare. Jensen och Murphy menar även att konflikten mellan VD och aktieägare i detta fall är ett klassiskt exempel på principalagentproblemet. Studien visar att ju fler aktier som verkställande direktör har i bolaget desto mer benägen är denne att acceptera vinstgenererande projekt. Studien lade grunden för en stor del av forskningen som gjordes vidare inom området, så även för examensarbetet. Studiens slutliga resultat blev att relationen mellan

⁴⁸ Tosi *et al.* (2000), *How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies*

⁴⁹ Myrén Karin, (2006), *Rörlig lön tar fart igen*

verkställande direktörs ersättning och aktieägarvärde är obetydlig och har fallit under de granskade 50 åren. De förklarar det svaga sambandet genom att verkställande direktörer i stora bolag ofta har få aktier i det egna bolaget, till skillnad från mindre bolag där VD ofta har en stor del av sin ersättning knuten till aktieägarvärde. Författarna menar även att trots att en verkställande direktörs ersättning består till 50 procent av bonus är den inte starkt känslig mot företagets resultat. Vidare argumenterar de för att politiska styrkor inom både den publika sektorn och i företagen gör det svårare att betala ut en hög ersättning till verkställande direktör när företaget presterar bra.⁵⁰

3.2.2 Effekten av incitamentsbaserade kontrakt

Lilling (2006) argumenterar för vikten av att aktieägare blir väl representerade vid bestämmande av verkställande direktörens ersättning. Om aktieägarna inte prioriteras uppstår principalagentproblemet, vilket här innebär att det är ledningens uppgift att ge verkställande direktör en ersättning samtidigt som den verkställande direktören ska se till bolagets bästa. Ju noggrannare VD ser till bolagets välmående och utveckling desto mer ersättning bör denne få. Ett sätt att förena de två olika parternas mål är att använda sig av incitamentsbaserade kontrakt i syfte att förena VD: s och aktieägarnas intressen som diskuterats i stycke 3.1. Lilling skriver att det har forskats i över 20 år om huruvida incitamentsbaserade kontrakt är effektiva eller ej. Jensen och Murphy menar att förhållandet mellan företagets prestation och verkställande direktörens ersättning är obetydlig, varför Lilling ifrågasätter och undersöker om incitamentsbaserade kontrakt är ineffektiva för att förena aktieägare och VD. Artikelförfattaren menar att det finns många variabler som kan beskriva verkställande direktörens ersättning, där en av de viktigaste är bolagets prestation. Prestationsvariabeln indikerar om det finns en ersättnings- och prestationsbaserad incitamentsteori eller ej. Det finns ett flertal olika mått som kan användas för att mäta prestation, där avkastning är det mest använda. I Lillings regression används logaritmen av bolagets marknadsvärde som prestationsmått. Resonemanget kring variabeln är att ju högre bolagets marknadsvärde är desto högre torde verkställande direktörs ersättning bli. Ett annat mått är storleksmättet, där omsättning och antalet anställda är vanligt förekommande variabler i logaritmerad form, vilka även diskuteras i Lillings studie. I regressionen studeras observationer insamlade under åren 1993 till 2003. Lilling kommer slutligen fram till att incitamentsbaserade kontrakt trots allt är effektiva, då företagets prestation, här mätt som marknadsvärde, har ett positivt samband med verkställande direktörens ersättning. Kontrakten är även effektiva för att minska principalagentproblemen och därmed motivera VD att leda bolaget i

⁵⁰ Jensen C. Michael, Murphy J. Kevin (1990), *Performance Pay and Top-Management Incentives*

rätt riktning, eftersom det i sin tur leder till en högre ersättning. Lilling förklarar skillnaden i sitt och Jensen och Murphys resultat med att de sistnämnda studerade tidsperioden 1939-1989 där sammansättningen av den totala ersättningen förändrats med tiden. Fram till 1980-talet bestod ersättningen mest av fast lön men därefter ökade andelen rörlig lön i takt med att fler incitamentskontrakt knutna till optioner och aktieutveckling började användas mer flitigt.⁵¹

3.2.3 VD-ersättning och managerialism

Tosi *et al* testade i sin undersökning år 2000 det hypotetiska sambandet mellan bolagets storlek och prestation gentemot VD: s lön genom en metaanalys. Analysen bestod av en genomgång av empirisk litteratur där 137 artiklar valdes ut och resultaten integrerades med varandra, därmed gjordes ingen regression. Tosi *et al* skriver att aktieägarna ofta är utspridda vilket gör att de delegerar mycket av ansvaret att leda bolaget till ledningen. Följaktligen dyker diskussioner upp gällande kontroll av ledningen och så även den verkställande direktören. Tosi *et al* skriver att bristande överensstämmelse mellan ledningen och ägarna leder till teorin om managerialism vilken, i linje med agentteorin, syftar till att knyta samman ägarnas och ledningens intressen.

Managerialism fokuserar på tre aspekter av VD-löner. Den första är att VD kan utöva större inflytande på bolagets storlek än på bolagets prestationer, vilket är varför de gärna vill knyta sin ersättning till storleksmått. Exempelvis ökar en ersättning knuten till ett sådant mått betydligt när ett bolag genomför stora uppköp. Den andra aspekten till varför ersättningen ökar är att bolaget blir mer komplext, då det krävs mer av VD att leda ett större bolag samt att bolaget får flera nivåer vilka kräver mer arbetsinsats från verkställande direktörs sida. Den tredje aspekten är att verkställande direktören är riskavert vilket innebär att denne kan reducera eller eliminera ersättningens riskexponering genom att knyta loss den från prestationen och istället knyta an den till en mer stabil faktor såsom bolagets storlek. Studiens slutliga resultat blev att bolagets storlek förklarar nästan nio gånger variansen i total VD-lön än det mest korrelerade prestationsmättet. Tosi *et al* konkluderar med att det finns en stor oförklarad varians i verkställande direktörs lön vilken är svår att förklara då den kan bero på data som inte finns med i metaanalysen. De anser även att det finns många studier kring vad som påverkar verkställande direktörs lön, men inte tillräckligt med konkreta svar på vad det är som påverkar den. Följaktligen är diskussionen kring vad som påverkar ersättningen begränsat till spekulativa tankar om vad som kan påverka VD: s lön.

⁵¹ Lilling Matthew S. (2006), *The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter*

3.2.4 Sambandet mellan högsta ledningens ersättning och avkastning

Conyon's studie från 1997 påvisade ett positivt samband mellan ersättningen till högsta ledningen och avkastning till aktieägarna. Dock fann Conyon minimalt med bevisning för sambandet mellan verkställande direktörs ersättning (både fast lön och bonus) samt avkastning från föregående års resultat till aktieägarna. Han fann att tidigare periods ersättning har stor inverkan på hur ersättningen aktuell period ser ut, därtill har även bolagsstorlek en inverkan på ersättningen. Stabiliteten i ett bolags omsättning tyder på att bolagets storlek, snarare än aktieavkastning är, mer betydande för verkställande direktörens ersättning. Han fann även bevis för samband mellan bolagsstyrningssätt och ersättning. Conyon's regression visade att bolag som har haft ersättningskommittéer har lägre tillväxt i verkställande direktörens ersättning. Studien tyder på att en bolagsstyrningsmekanism såsom en ersättningskommitté har en stor inverkan på en VD: s ersättning, vilket motstrider tidigare forskning utförd med samma variabel. Förhållandet mellan bolagets prestation har ett positivt samband med verkställande direktörs ersättning, men införandet av ersättningskommitté har ett negativt samband med VD: s ersättning över samma period. Över en längre tidsperiod tyder studien på att ersättning till verkställande direktör håller sig relativt konstant, där bolagets omsättning är en variabel som har en inverkan på hur ersättningen ser ut.⁵²

Slutligen menar Conyon att den högst betalda verkställande direktörens ersättning har en positiv korrelation med aktieavkastning. Regressionsmodellen tyder även på ett positivt samband mellan VD: s ersättning och bolagets omsättning, en strategi som aktieägarna på lång sikt inte har så stort intresse av, men som är av vikt för utvärderingen av påverkan på verkställande direktörens ersättning. Trots att variabeln ersättningskommitté inte var nämnvärt stabil är den ändå av förklaring till ersättningen. Sammanfattningsvis menar Conyon att den datan som är insamlad inte helt kan förklara och stödja att innovationer i styrelserummen har påverkat strukturen av bolagsstyrning utan att vidare forskning krävs inom ämnet innan innovationerna kan visa på en påtaglig effekt.⁵³

⁵² Conyon Martin J. (1997), *Corporate Governance and Executive Compensation*

⁵³ *Ibid.*

3.2.5 Sammanställning av tidigare forskning

Studie	Författare	Ant. Obs.	Variabler & Koefficient	R ² / Adj. R ²	Tidsperiod & land	Resultat
Performance pay and top-management incentives.	Jensen och Murphy	877	Δ Aktieägarvärde 0,0000120 Δ Omsättning 0,0000122	0,0148/-	1939-1989, Bolag på Forbes 500 listan. ⁵⁴	Relationen mellan VD: s ersättning och aktieägarvärde är liten. Bonus ej känslig för företagets prestation.
The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?	Lilling	6755	ln Total ersättning _{t-1} 0,54 ln Marknadsvärde _{t-1} 0,199 ln ROA _{t-1} -0,000 VD-anställningstid -0,011 ln Omsättning 0,045 Kön 0,087	0,57/-	1993-2003, Compustat Nordamerikanska bolag ⁵⁵	Positivt samband mellan VD: s ersättning och bolags prestation, mätt som marknadsvärde
How Much does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay	Tosi, Werner, Katz och Gomez-Meija	899	Aktieavkastning Δ Omsättning ROA Antal anställda ⁵⁶	N/A	1987-1991	Bolagets storlek förklarar en stor del av VD: s ersättning.
Corporate governance and executive compensation.	Conyon	1210	Δ Högsta ersättning 0,0334 Aktieavkastning 0,095 Δ ln Omsättning 0,235 Δ Ersättningskommitté 0,009 Δ Separation av VD och styrelseordförande	N/A	1988-1993, Brittiska bolag	Positivt samband mellan ersättningen till högsta ledningen och avkastning till aktieägarna

Tabell 3.1 Sammanställning tidigare forskning

Den tidigare forskning som används i den teoretiska referensramen används i jämförande syfte med resultatet av examensarbetet. Ovanstående sammanställning illustrerar en översikt över tidigare studiers olika variabler och resultat. Tydliga skillnader är att Jensen och Murphy fick resultatet att det råder ett vagt samband mellan verkställande direktörs ersättning och aktieavkastning, medan Conyons studie påvisade ett starkare positivt samband. Vidare tyder Lillings studie på ett positivt samband mellan verkställande direktörs ersättning och företagets prestation, medan Jensen och Murphy kom fram till att bonus inte beror på företagets prestation. Vidare har studierna utförts under olika omständigheter samt att de har olika förklarande variabler vilket påverkar möjligheten att jämföra resultaten. Studiernas koefficienter samt förklaringsgrad kan på så sätt delvis förklaras av ovanstående faktorer.

⁵⁴ www.forbes.com 2008-05-15

⁵⁵ Databas över finansiell och statistisk information över Nordamerikanska bolag.

⁵⁶ Studien inkluderade 46 variabler, dock inkluderas dessa 4 då de är samma variabler som examensarbetet inkluderar.

3.3 Riktlinjer för bestämmande av ersättning

Ersättningsstrategier erbjuds i olika former där långsiktiga incitament ges ut för att VD skall vara medveten om vikten och betydelsen av sina beslut och kortsiktiga incitament appliceras, då beslut som fattas omedelbart påverkar företaget.⁵⁷ Enligt Joyce är verkställande direktörers höga löner ett resultat av den generella lönekonkurrensen på arbetsmarknaden. Som ett led i lönekonkurrensen bör därför ersättningskommittéer i varje bolag utföra en löneutvärdering för att ta reda på vilken ersättningsnivå verkställande direktörer i jämförbara bolag har. Parametrar som kan vara relevanta att studera är bolagets storlek, vinstgenerering eller branschtillhörighet. Vidare kan ersättningskommittén ta ställning till förmåner och aktieoptioner. Incitamentsprogrammen är ofta knutna till bolagets årliga vinst och performance ratings.⁵⁸

De kortsiktiga incitamentsprogrammen är kritiserade, då verkställande direktörer kan tyckas fokusera på enbart kvartalsrapporter och vinsttillväxt. Om verkställande direktörers bonus endast är baserad på vinsttillväxt kommer projekt som inte ökar den kortsiktiga vinsten troligtvis inte att accepteras, varför långsiktiga incitamentsprogram är att föredra. För aktieägare är det viktigt att veta att värdet på aktierna förväntas stiga och därför knyts ofta VD: ns bonus till aktier genom optioner.⁵⁹

Det ifrågasätts ofta om VD: n verkligen är värd den ersättning och bonus som denne får. Ersättningskommittéer försvarar ersättningen genom motiveringen att den belönar överlägsen prestation. Andra faktorer som stödjer argumentet att ha höga nivåer av ersättning är att VD är högsta ansvarig för ett mycket stort kapital, med tjänsten kommer stress och ansvar samt att de bör skapa ett tillfredsställande aktieägarvärde. Joyce menar även att det finns många som anser att det är fundamentalt fel att knyta bonus till bolagets prestation i helhet. Argumentet bygger på att belöning, såsom bonus, försvagar effektiviteten i ett belöningsystem och att bolagets utformade ersättningsplan istället borde tillåta bredare incitamentsprogram till alla anställda. Annan kritik mot verkställande direktörers stora bonus är att de, trots dåliga tider för bolaget, får stora ersättningar i form av bonus.⁶⁰

⁵⁷ Joyce William B. (1999), *Executive Bonuses: Determination and Payment*

⁵⁸ *Ibid.*

⁵⁹ *Ibid.*

⁶⁰ *Ibid.*

3.4 Kritik mot den teoretiska referensramen

Författarna försöker ha ett kritiskt förhållningssätt till den teoretiska referensramen och innehållet för att på så sätt kunna använda den tillsammans med insamlad data i den kommande analysen. De är medvetna om att den teori och tidigare forskning som används kan färgas av upphovsmännens personliga åsikter, dock lägger examensarbetets författare tyngd på de objektiva delarna av teori och tidigare forskning såsom de variabler som använts i regressionerna. I viss tidigare forskning, exempelvis i Jensen och Murphy's studie, skriver de att den verkställande direktören förtjänar varje krona den får.⁶¹ Artikelförfattarnas subjektiva inställning till hur välförtjänt ersättningen är kan färga deras urval av variabler så att resultatet av regressionen blir såsom önskat. Författarna av examensarbetet har detta i åtanke när de studerar och jämför sina egna resultat med tidigare forskning.

⁶¹ Tosi *et al* (2000), How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

” The point is that you can't be too greedy”

- Donald Trump⁶²

⁶² <http://www.socialist.nu/citat/overklassen.html> 2008-05-10

4 Regressionsmodellen

I det fjärde kapitlet presenteras de variabler som författarna väljer att använda i den multipla regressionen samt den multipla regressionen och de antaganden som gäller.

4.1 Regressionsmodell

Det finns ett flertal modeller som kan användas för att undersöka sambandet mellan olika faktorer. I examensarbetet används en multipel regressionsmodell med utgångspunkt i minsta kvadratmetoden för att granska vilka variabler som påverkar en verkställande direktörs ersättning i de studerade bolagen. En multipel regressionsmodell väljs då det är en välanvänd modell vid säkerställandet av statistiska samband mellan en beroende och ett flertal oberoende variabler. Genom regressionsmodellen skattas en ekvation som förklarar sambandet mellan den beroende och de förklarande variablerna.⁶³

4.2 Beroende variabel

Nedan presenteras den beroende variabeln, total ersättning till verkställande direktör, som används i den multipla regressionsmodellen.

4.2.1 Total ersättning

Den beroende variabeln sätts till förändringen i den verkställande direktörens totala ersättning mellan år 2000 och år 2007. Data hämtas från utvalda bolags årsredovisningar och endast kostnadsförd utbetald ersättning under de angivna åren inkluderas, således exkluderas exempelvis optioner och finansiella instrument som löses kommande år. Författarna är medvetna om att den rörliga utbetalda ersättningen i vissa fall kopplats till året innan, men då det överlag inte har specificerats i årsredovisningarna har det ej kunnat beaktas. De menar även att företets antas jämna ut sig över den valda tidsperioden. I de fall då VD har bytts ut representerar ersättningen den VD som suttit under längst tidsperiod. Ersättningen har räknats om genom att dividera

⁶³ Brooks Chris, *Introductory econometrics for finance* (2002), s. 42

ersättningen på antal arbetade månader och därefter multiplicerats med tolv för att få jämförbara siffror.

4.3 Förklaringsvariabler

Nedan klargörs de förklaringsvariabler vilka bedöms kunna ha ett samband med de granskade bolagens verkställande direktörens förändring i total ersättning, vilka således används i regressionsmodellen. De variabler som redogörs för väljs efter granskning av tidigare forskning inom samma område. Författarna inkluderar även variabler som de anser vara av vikt för regressionen, även om inget stöd finnes i litteraturstudien. Valet av variabler samt den förväntade effekten variabeln kommer ha på regressionen motiveras för. Vidare beskrivs hur data till respektive variabel insamlas. Variablerna räknas i största möjliga mån som en förändring för att få ett elasticitetssamband och för att kunna jämföras med den beroende variabeln total ersättning, trots att det inte alltid gjorts i tidigare forskning. Förklaringsvariablerna kategoriseras efter kategori, i likhet med Tosi *et als* studie, för att möjliggöra en tydligare diskussion i analysen.

Storleksvariabler

Enligt Lilling är de två vanligaste storleksmått total omsättning och antalet anställda, således inkluderar författarna båda måtten i examensarbetet.⁶⁴

4.3.1 Förändring i antal anställda

I Tosi *et als* studie tas antalet anställda i absoluta tal med som en förklarande variabel.⁶⁵ I examensarbetet används förändringen av antal anställda som ett storleksmått där förändringen i antalet anställda mellan år 2000 och år 2007 räknas ut för att sedan sättas i relation till hur ersättningen för VD förändrats. Data om antalet anställda hämtas från Datastream. Författarna menar att ju fler anställda ett bolag har, desto större ansvar har verkställande direktör, varför sambandet däremellan bör vara positivt.

4.3.2 Förändring i omsättning

I likhet med Jensen och Murphys samt Tosi *et als* studier används variabeln förändring i omsättning som en förklarande variabel,⁶⁶ ⁶⁷ medan Conyon och Lilling använder variabeln

⁶⁴ Lilling Matthew S. (2006), *The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?*

⁶⁵ Tosi *et al* (2000), *How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies*

⁶⁶ Tosi *et al* (2000), *How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies*

⁶⁷ Jensen C. Michael, Murphy J. Kevin (1990), *Performance Pay and Top-Management Incentives*

omsättning i logaritmerad form.⁶⁸ ⁶⁹ Då examensarbetets beroende variabel ersättning är i procentuell förändring väljer författarna att använda den procentuella förändringen även i omsättning. Förändring i omsättning räknas som omsättningen år 2007 i förhållande till omsättning år 2000, där siffrorna hämtas från Datastream. Det bör finnas en korrelation mellan förändringen i omsättning och verkställande direktörs ersättning. Sambandet antas vara positivt då en ökad omsättning bör vara ett mål för bolaget och därmed belönas.

Prestationsvariabler

I tidigare studier har många typer av prestationsmått använts och författarna till examensarbetet väljer ut följande att inkludera i studien:

4.3.3 Överavkastning

I tidigare studier har aktieavkastning samt aktieägarvärde, marknadsvärde multiplicerat med avkastning, använts som prestationsmått. I examensarbetet används överavkastning som mått då författarna anser att det återspeglar principalernas långsiktiga intressen där överavkastningen syftar till avkastningen som aktien genererar utöver index.

Överavkastning från år 2000 till år 2007 räknas ut som börskursen vid stängning per den 31 december respektive år. Stängningskurserna jämförs med OMX Stockholm Benchmark Cap GI⁷⁰ för respektive år. Aktieindexet används då det är ett lämpligt jämförelseindex för investerare, trots att indexet saknar fem av Large Cap-listans bolag.⁷¹ Information om börskurserna hämtas från Datastream, medan OMX Stockholm Benchmark Cap GI hämtas från OMXNordicExchanges hemsida. Regressionen har även utförts med en riskjusterad överavkastning, men då ingen märkbar skillnad kunde påvisas har testerna gjorts med variabeln överavkastning (se bilaga 9). Variabeln överavkastning har inte hittats i litteratursökningen men anses emellertid vara av stor betydelse för ersättningen till VD. Variabeln inkluderas då VD: n bör agera i aktieägarnas intresse och överavkastning är ett mått på bolagets avkastning relativt marknadens förväntningar och det jämförande indexet. Författarna förväntar en positiv korrelation mellan överavkastningen och verkställande direktörs ersättning.

⁶⁸ Lilling Matthew S. (2006), *The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?*

⁶⁹ Conyon Martin J. (1997), *Corporate Governance and Executive Compensation*

⁷⁰ http://omxnordicexchange.com/kursinformation/index/Microsite_Index/?InstrumentId=SSESE0000744237
2008-04-29

⁷¹ http://omxnordicexchange.com/produkter/index/OMX_index/OMXS_Local_Index/ 2008-04-29

4.3.4 Förändring Return On Assets

I tidigare nämnda studier av Lilling samt Tosi *et al* inkluderas return on assets som en oberoende variabel. ROA räknas ut genom att dividera årets resultat med totala tillgångar och i examensarbetet används förändringen i ROA mellan år 2000 och år 2007.⁷² Författarna menar att förändringen av nyckeltalet är väsentligt då det visar på hur väl ett bolag och därmed en VD lyckas använda sina tillgångar till att generera vinst.⁷³ Ökar ROA bör därför ersättningen öka och en positiv korrelation förväntas. Data hämtas från Datastream.

4.3.5 Förändring i Return On Sales

Trots ej funnet i tidigare studier används i examensarbetet return on sales som ett prestationsmått relaterat till VD: s ersättning. ROS räknas ut som earning before interest and taxes, härnäst benämnt EBIT, dividerat med omsättning och är därmed ett mått som visar marginalvinsten per krona.⁷⁴ Data hämtas från Datastream och korrelationen förväntas vara positiv.

Meritvariabler

Mått på meriter används i studien som ett sätt att inkludera mer kvalitativa variabler som ett komplement till de tidigare kvantitativa förklaringsvariablerna.

4.3.6 VD-byte under perioden åren 2000 till 2007

Huruvida bolaget har genomgått ett eller flera VD-byten under perioden som studeras benämns med en dummyvariabel. Variabeln är 1 om bolaget har bytt verkställande direktör under perioden och 0 om de har haft samma under alla åren. Variabeln har inte hittats i tidigare forskning men bedöms likväl vara angelägen. Upplysningar om hur länge verkställande direktör har haft sin position, hämtas från bolagens årsredovisningar. Gällande variabelns samband med VD: s ersättning förväntas den ha en negativ korrelation då författarna gör antagandet om att en ny VD ofta går in på en lägre ersättningsnivå än den nivå den avgående VD: n hade.

4.3.7 År sedan börsintroduktion

Antal år sedan bolaget introducerades på börsen är en variabel som författarna inte finner i tidigare forskning. Ålder på VD har i tidigare forskning använts som variabel, men då utbyte av

⁷² Lilling Matthew S. (2006), *The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?*

⁷³ Krischna et al (2007), *Business Analysis and Valuation* s. 201

⁷⁴ *Ibid.* s. 204

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

VD varit ett vanligt förekommande fenomen har variabeln fått justerats till att gälla livslängden på börsen.⁷⁵ Trots justering menar författarna likväl att variabeln kan ha en inverkan på verkställande direktörens ersättning då det kan tänkas ställa större krav på VD efter börsintroduktion. Ju längre period bolaget har funnits på börsen i desto snabbare takt bör därför ersättningen öka. Korrelationen med förändring i total ersättning förväntas följaktligen vara positiv. Livslängden på börsen beräknas som den naturliga logaritmen av (antal år + 1) sedan introduktion fram till år 2000. Data är hämtad från Avanza.⁷⁶

4.3.8 Sammanställning av förklaringsvariabler

Variabel	Förkortning	Förväntat tecken	Måttenhet
Förändring antal anställda	ANST	+	Procent
År sedan börsintroduktion, naturliga logaritmen av (år + 1)	LNBORSLIV	+	År
Förändring i omsättning	OMS	+	Procent
Förändring i överavkastning	OVERAVK	+	Procent
Förändring i ROA	ROA	+	Procent
VD-byte	VDBYTE	-	dummy, 0 eller 1
Förändring i ROS	ROS	+	Procent

Tabell 4.1 Sammanställning av förklaringsvariabler

⁷⁵ Holmgren Per (1990), *Topchefernas kamp i löneligan*

⁷⁶ www.avanza.se 2008-04-29

4.3.9 Uteslutna variabler

Kön

Författarna anser att variabeln kön vore av stort intresse att använda i examensarbetets regression, framförallt som en dummyvariabel såsom i Lillings artikel.⁷⁷ Dock är det svårt att använda variabeln då de bolag som per idag har kvinnlig VD inte haft det under hela den granskade perioden. Således anser författarna att det blir missvisande att använda kön som variabel då de inte finner något rimligt sätt att använda den på, eftersom de förändringar som varit i kön på VD är svårhanterligt.

Utländsk medborgare

Utländsk medborgare som variabel vore även av vikt för regressionen såsom den varit i Lillings artikel.⁷⁸ Författarna anser likväl att den är svårhanterlig, på samma sätt som den ovan diskuterade variabeln kön är. Eftersom flertalet bolag har bytt VD under den studerade perioden är det svårt att använda variabeln då endast åren 2000 och 2007 granskas.

Ersättningskommitté

I bland annat Conyons studie har variabeln ersättningskommitté använts som en dummyvariabel. Det är endast en rekommendation att följa riktlinjerna i Svensk kod för bolagsstyrning om att ha en ersättningskommitté. Vidare hade så många som 37 av de 42 granskade bolagen år 2007 ersättningskommittéer (se bilaga 11), varför variabeln utesluts ur regressionen. De fem bolag som inte hade en ersättningskommitté förklarar det genom att styrelsen i princip har samma uppgifter som en sådan kommitté. I och med förklaringen anses en ersättningskommitté inte ha någon inverkan på graden av ersättningen.

Övriga variabler

Efter ett best subset-test i Minitab utesluts variablerna förändring i kassaflöde, förändring i årets resultat samt förändring i totala tillgångar då det ej går att påvisa något samband mellan variablerna och den beroende variabeln förändring i total ersättning. Dessutom är de övriga uteslutna variablerna ej signifikanta i den multipla regressionen.

⁷⁷ Lilling Matthew (2006), *The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity matter?*

⁷⁸ *Ibid.*

4.3 Den multipla regressionsmodellen

Den multipla regressionsmodellen som används är:

$$\text{ERS} = \beta_0 + \beta_1 \times (\text{ANST}) + \beta_2 \times \ln(\text{BORSLIV} + 1) + \beta_3 \times (\text{OMS}) + \beta_4 \times (\text{OVERAVK}) + \beta_5 \times (\text{ROA}) - \beta_6 \times \text{Dummy- (VDBYTE)} + \beta_7 \times (\text{ROS}) + u$$

Figur 4.2 Regressionsformel

ERS är den beroende variabeln förändring i total ersättning som undersöks i studien. C är interceptet som anger det uppskattade värdet på förändringen i den totala ersättningen när alla oberoende variabler har värdet noll. Förklaringsvariablerna har introducerats i tidigare stycken och u motsvarar slumpvariabler.⁷⁹

4.4 Antaganden

Enligt både Gujarati och Kennedy finns för multipel linjär regression ett antal antaganden som måste vara uppfyllda för att modellen skall anses vara lämplig.⁸⁰ För att undersöka om dessa antaganden är uppfyllda görs nedanstående tester.

4.4.1 Normalfördelade residualer

Jarque-Bera-testet utförs för att visa om antagandet om normalfördelade residualer uppfylls (se bilaga 1). Testet mäter även kurtosis och skevhet där kurtosis avser huruvida residualerna är symmetriska kring noll, där perfekt symmetriska residualer ligger på noll och skevhet mäter hur pass toppig normalfördelningen är, där tre är en perfekt toppighet. Storleken på P-värdet visar om nollhypotesen skall accepteras eller förkastas, där ett p-värde som är lägre än 0,05 innebär att nollhypotesen om en normalfördelning förkastas.⁸¹ Jarque-Bera-testet har ett P-värde på 0,46, således kan nollhypotesen om normalfördelade residualer inte förkastas. Kurtosis är 2,79 vilket indikerar på en normalfördelning, om än lite platt, och skevhet är 0,46 vilket tyder på en viss översymmetri. Två bolag, så kallade uteliggare, fick uteslutas för att nollhypotesen om residualernas normalfördelning inte skall kunna förkastas.⁸²

⁷⁹ Brooks Chris, *Introductory econometrics for finance* (2002), s. 59

⁸⁰ Gujarati Damodar, *Basic Econometrics* 4th edition (2003), s. 65-75 samt Kennedy Peter, *A Guide to Econometrics* (2003), s. 48-49

⁸¹ Hill *et al*, *Undergraduate Econometrics* second edition (2001), s 138-139

⁸² Uteslutna företag är SAS och MTG.

4.4.2 Multikollinearitet

Något som kan orsaka problem i regressionsmodeller är då de oberoende variablerna är starkt korrelerade med varandra och därmed i stort sett mäter samma sak, så kallad multikollinearitet.⁸³ Examensarbetet ämnar studera huruvida överavkastning, omsättning, antal anställda etcetera inverkar på verkställande direktörens ersättning. Dock kan det vara så att VD:s ersättning har en påverkan på överavkastning, omsättning, antal anställda etcetera. Även förklaringsvariablerna kan vara korrelerade med varandra. För att uppfylla antagandet om att exakta linjära samband mellan de oberoende variablerna ej existerar⁸⁴ granskas korrelationen mellan de olika variablerna utifrån en korrelationsmatris (se bilaga 2) som visar att den högsta korrelationen mellan två variabler är 0,74, vilket är mellan förändringen i antalet anställda och förändringen i omsättning. Enligt Kennedy anses 0,8 – 0,9 vara ett högt värde på korrelationen⁸⁵ och därmed anses 0,74 vara någorlunda högt. Därmed görs ytterliggare ett test för att kontrollera multikollineariteten genom variance inflation factor (VIF) test (se bilaga 3). Enligt Gujaratis tumregel är en variabel högt korrelerad med en annan om värdet på VIF överstiger 10.⁸⁶ Det högsta värdet på VIF i studien är 2,37, således är multikollinearitet inte ett problem.

4.4.3 Heteroskedasticitet

Grundantagandet är att det råder homoskedasticitet, vilket innebär att variansen för feltermerna är konstant. Skulle feltermerna inte visa samma varians för alla observationer föreligger heteroskedasticitet vilket testas genom White's heteroskedasticitet-test (se bilaga 4 och 5). Testet körs endast utan cross-products då antalet observationer är för få för att använda cross-products. Ingen av variablerna eller regressionen får vara signifikanta, då heteroskedasticitet föreligger vid signifikanta värden. Är standardfelen och t-värdena mycket lika varandra oavsett om de körs med White's standardfel eller med vanliga standardfel tyder det på att graden av heteroskedasticitet är låg.⁸⁷ White's heteroskedasticitet-test med vanliga standardfel visar att ingen av variablerna eller regressionen är signifikanta, således antas heteroskedasticitet ej föreligga. Körs regressionen med White's standardfel tyder det dock på att en viss grad av heteroskedasticitet föreligger då en av variablerna, antal år på börsen, blir signifikant med värdet 0,0405.

⁸³ Körner Svante, Wahlgren Lars, *Statistisk Dataanalys 3: e upplagan* (2000), s. 361

⁸⁴ Gujarati Damodar N, *Basic Econometrics* (2003), s. 75

⁸⁵ Kennedy Peter, *A Guide to Econometrics* (2001), s. 209

⁸⁶ Gujarati Damodar N, *Basic Econometrics* (2003), s. 362

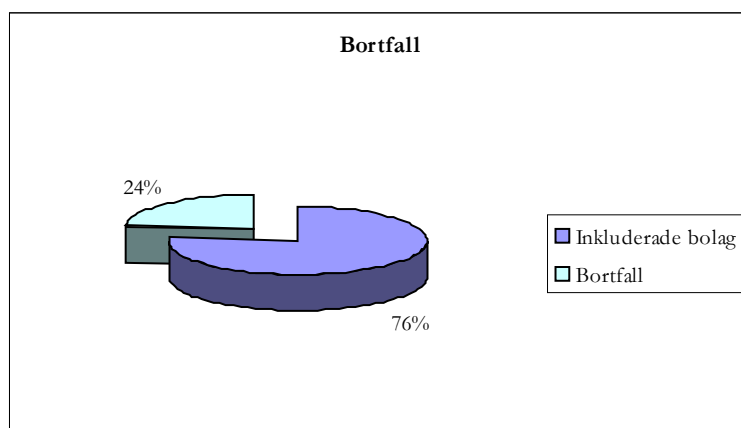
⁸⁷ *Ibid.* s. 418

4.4.4 Misspecificering

Ett grundantagande när det gäller den multipla regressionsmodellen är att den beroende variabeln och de oberoende variablerna skall ha ett linjärt samband.⁸⁸ För att undvika eventuella problem räknas merparten av variablerna i elasticitetssamband samt att den naturliga logaritmen tas ur åldern plus ett, då variabeln inte anses ha ett linjärt samband med förändring i total ersättning. Som komplement utförs Ramsey's RESET test för att se om modellen är misspecificerad eller inte (se bilaga 6). Visar testet på en signifikans innebär det att modellen inte är misspecificerad.⁸⁹ Ramsey's RESET test visar ej på felspecificering då ingen av variablerna visar sig vara signifikant. Studien genomförs i E-views och Minitab med ett 95-procentigt konfidensintervall, vilket innebär att variablerna kan utläsas med 95 procents säkerhet.

4.5 Bortfall

De uppsatta kraven för bolag som inkluderas i studien nämnda i stycke 2.3.1, gör att det blir ett naturligt bortfall på 13 bolag av alla bolag som ursprungligen studerades. Av Large Cap-listans bolag som omfattas av Koden inkluderas 42 av 55 bolag i examensarbetet, således blir bortfallet 24 procent. Anledningen till bortfallet är att de bolagen inte uppfyller de uppsatta kraven på att all nödvändig information från åren 2000 och 2007 finns tillgänglig samt att bolagen måste ha varit registrerat på Stockholmsbörsen under perioden. Bortfallet på 24 procent kan leda till snedvridningar gällande slutsatser och därför även examensarbetets reliabilitet. Antalet ursprungliga bolag i studien är 55, vilket är ett relativt lågt antal i jämförelse med de jämförbara studierna vilka presenterades i kapitel tre. Ett bortfall på 13 av 55 bolag gör att bortfallet inte kommer påverka resultatet av studien då det ursprungliga antalet observationer är av ringa antal.



Figur 4.2 Bortfall

⁸⁸ Gujarati Damodar N, *Basic Econometrics* (2003), s. 65

⁸⁹ Hill *et al*, *Undergraduate Econometrics* second edition.(2001), s. 187-188

”...det talas aldrig om samhällsansvar när den som har mycket får höga löneökningar, då är det konkurrenskraftigt eller något liknande. Det här sättet att resonera tror jag eroderar förståelsen för att löneskillnaderna växer”

- Fredrik Reinfeldt⁹⁰

⁹⁰<http://di.se/nyheter/?page=/avdelningar/artikel.aspx%3fstat%3d0%26articleid%3d2007%255c06%255c15%255c237390%26sectionid%3dettan%26menusection%3dstartsidan%3bhuvudnyheter> 2008-05-10

5 Resultat

I resultatkapitlet presenteras resultatet av regressionsmodellen.

5.1 Resultat från regressionsmodellen

Den slutliga studien omfattar 42 bolag som alla varit registrerade på Stockholmsbörsen mellan åren 2000 till 2007. I genomsnitt har den totala ersättningen ökat med 123 procent under de åtta åren, vilket innebär en genomsnittlig årlig ökning med 10,57 procent (se bilaga 8).

Variabel	Medelvärde	Median	Maximum	Minimum	Standardavvikelse
ERS	1.233566	0.915733	4.628336	-0.699385	1.272108
ANST	2.620264	0.169932	47.71525	-0.992801	8.355660
BORSLIV	11.40476	11.50000	21.00000	0.000000	7.522517
OMS	1.613334	0.576020	15.72277	-0.804037	3.148521
OVERAVK	1.960665	0.824963	17.75208	-1.376893	3.758066
ROA	0.029091	0.097692	17.75208	-1.376893	3.758066
ROS	0.033201	0.160623	9.997515	-23.17965	4.271593
VDBYTE	0.761905	1.000000	1.000000	0.000000	0.431081

Tabell 5.1 Summering av studiens variabler

Vid tolkning av resultatet av regressionsmodellen beaktas fyra aspekter:

1. Tolkning av varje koefficients värde och betydelse⁹¹
2. Regressionskoefficienternas statistiska signifikans⁹²
3. Övergripande förklaringsgrad för modellen⁹³
4. Statistisk signifikans för modellen⁹⁴

⁹¹ Körner Svante, Wahlgren Lars, *Praktisk Statistik* (2002), s. 164

⁹² Gujarati Damodar N, *Basic Econometrics* (2003), s. 146

⁹³ Körner Svante, Wahlgren Lars, *Praktisk Statistik* (2002), s. 166

⁹⁴ Gujarati Damodar N, *Basic Econometrics* (2003), s. 258

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

Beroende variabel: ERS

Metod: Minsta kvadratmetoden

Antal observationer: 42

Variabel	Koefficient	Medelfel	t-värde	P-värde
ANST***	0.086468	0.008499	10.17388	0.0000
LNBORSLIV*	-0.333500	0.140031	-2.381613	0.0230
OMS***	-0.250766	0.034647	-7.237655	0.0000
OVERAVK***	0.175750	0.047320	3.714034	0.0007
ROA***	0.072741	0.013950	5.214286	0.0000
VDBYTE*	-1.277204	0.487628	-2.619217	0.0131
ROS	0.048826	0.028277	1.726694	0.0933
C***	2.787951	0.695417	4.009036	0.0003

Förklaringsgrad: 0.629094

Justerad förklaringsgrad: 0.552731

F-värde: 0.000007***

Tabell 5.2 Resultat från regressionen

Som grund till regressionstest ligger White's consistent standard errors and covariance som justerar för medelfelen för heteroskedasticitet. Alla variabler utom ROS är statistiskt signifikanta och regressionens förklaringsgrad, justerad för antalet variabler, är 0,5527131 på en trestjärnig signifikansnivå.

* = signifikans på 5 % nivå

** = signifikans på 1 % nivå

*** = signifikant på 0,1 % nivå

$$\text{ERS} = 2.788 + 0.086(\text{ANST}) - 0.334 \ln(\text{BORSLIV} + 1) - 0.251(\text{OMS}) + 0.176(\text{OVERAVK}) + 0.073(\text{ROA}) - 1.277(\text{VDBYTE}) + 0.049(\text{ROS}) + u$$

Figur 5.1 Regressionsformel

Alla variabler utom ROS är signifikanta. ANST, OMS, OVERAVK, och ROA är signifikanta på 0,1 procents nivån medan LNBORSLIV och VDBYTE är signifikanta på 5 procents nivån. Alla variabler utom LNBORSLIV och OMS får förväntade tecken, dessutom byter OMS tecken vid övergång från enkel regression till multipel regression (se bilaga 7). ANST, OVERAVK, ROA och ROS har ett positivt samband med ERS medan LNBORSLIV, OMS och VDBYTE har ett negativt samband. VDBYTE är den variabel som har störst påverkan på ERS och ROS är den variabel som har minst påverkan. Förklaringsgraden är 0,629 och den justerade förklaringsgraden

är 0,553, vilket betyder att studien förklarar 55 procent av förändringen i total ersättning. Anledningen till att skillnaden inte är så stor mellan förklaringsgraden och den justerade förklaringsgraden är att alla variabler utom en är signifikanta. Hela modellen är signifikant på 0,1 procents nivå.

5.2 Standardiserade koefficienter

För att bättre kunna jämföra de oberoende variablerna beräknas även de standardiserade koefficienterna som anger den relativa betydelsen av den förklarande variabeln. Interceptet försvinner vid denna beräkning och de oberoende variablerna kan rangordnas efter betydelse. De standardiserade koefficienterna visar att den mest betydande oberoende variabeln är förändring i omsättning, följt av förändring i antal anställda och överavkastning. Detta skiljer sig från rangordningen vid de icke-standardiserade koefficienterna där VD-byte har störst betydelse, detta följt av antal år sedan börsintroduktion och därefter förändring i omsättning (se bilaga 10).⁹⁵

⁹⁵ ises.abo.fi/kurser/stat/5734/PPTSLIDES/Kapitel%203.ppt 2008-05-10

” Vi vill alla bli miljonärer, spelverksamheten har aldrig varit mer utbredd. Men i den här serien ska vi fokusera på de mest bespottade - direktörer och andra höjdare som kritiserats våldsamt för sina höga löneuttag, sina bonusar och sina fallskärmsavtal”.

- Magnus Jacobson⁹⁶

⁹⁶ http://www.svd.se/nyheter/idagsidan/artikel_104740.svd 2008-05-10

6 Analys

I analyskapitlet diskuteras vad som kan tänkas förklara verkställande direktörens ersättning. Utifrån tidigare forskning samt presenterad teori analyseras regressionsmodellens resultat. Examensarbetets forskningsfrågor besvaras således genom det sjätte kapitlet.

6.1 Förklaringsgradens implikationer

Regressionsmodellen har en förklaringsgrad på 0,629 och den justerade förklaringsgraden är 0,55. Jämförs förklaringsgraden med andra studier är den stark, då Jensen och Murphys studie hade en förklaringsgrad, ej justerad, på 0,0148 och Lillings studie 0,57. Värt att beakta är att tidigare studier har använt olika förklaringsvariabler, antal observationer, olika tidsperioder etcetera, vilket gör att det är svårt att jämföra förklaringsgraderna.

En anledning till att förklaringsgraden är 0,55 kan vara att variabler och faktorer som är svåra att mäta inte tas med i studien. Exempel på sådana är kvalitativa variabler som andra typer av meriter än de som inkluderas, tidigare relationer till bolaget, förhandlingsförmåga samt så kallad svågerpolitik. Vidare kan det handla om den psykologiska effekt som redovisningen av VD: s ersättning i årsredovisningarna sedan år 2004 får. Om en verkställande direktör har insikt i vad en VD i ett annat bolag har i lön, vill denne självklart ha minst detsamma och kan genom publicerade lönesiffrorna förhandla sig fram till andra lönenivåer. De ovannämnda alternativa variablerna är svåra att kvantifiera då en del av måtten används utan att det dokumenteras, såsom exempelvis förhandlingsförmågans roll i ersättningsnivåer. Att inte alla variabler redogörs för gör det svårt att med säkerhet peka ut exakt vad som är skälet till att den enskilde VD: s ersättning ser ut som den gör, dock är en förklaringsgrad på 0,55 en bra bit på vägen utifrån de undersökta variablerna.

6.2 Verkställande direktörs totala ersättning

Nedan analyseras verkställande direktörens ersättning såsom den använts i regressionen.

6.2.1 Ersättning

Examensarbetets resultat visar att den totala ersättningen till verkställande direktör i genomsnitt har ökat med 10,6 procent per år, medan industriarbetarlöner ökade i genomsnitt med 3,5 procent under den studerade tidsperioden. Vid en jämförelse mellan en svensk industriarbetares lön och en verkställande direktörs ersättning har således VD: s ersättning ökat tre gånger så mycket som industriarbetarens under den studerade perioden och ökningen anses därför vara relativt hög.

Enligt Landsorganisationens rapport, som omfattade åren 1998 och år 2005, ökade svenska verkställande direktörens genomsnittliga ersättning med 5,6 procent per år. Ökningen kan därför antas ha accelererat de senare åren av den studerade perioden, vid jämförelse med examensarbetets resultat. Dock bör det tilläggas att urvalet i de två studierna till viss del skiljer sig åt, då det i examensarbetet används 28 av Landsorganisationens 50 studerade bolag vilket förklarar en del av ökningen.

Den del utav accelerationen i ersättningsökningen som inte beror på de olika urvalen i studierna kan förklaras av flera företeelser. Det är det stora trycket på VD, bolagets ansikte utåt, som lätt kan bli sparkad och därmed tar stora risker vilket den högre ersättningen då är kompensation för. Internationellt sett är ersättningen till VD högre än i Sverige och ökad globalisering och konkurrens om de bästa verkställande direktörerna kan ha bidragit till en ökning i ersättningen, då Sverige vill vara med i konkurrensen om de bästa verkställande direktörerna. Ökningen i ersättningen beror även till viss del på högkonjunkturen som karaktäriserat åren 2000 till 2007 som självfallet har återspeglats i ersättningsnivåerna. De alternativa förklaringarna i stycke 6.1, förklarar även delvis ökningen i ersättningen till VD. Särskilt meriter samt förhandlingsförmågan som förbättras i och med redovisningen av andra verkställande direktörens ersättning kan ha stor inverkan på verkställande direktörer och dess utbetalade ersättning. Som Professor Oxelheim (2006) påpekar rensas oftast inte det bonusgrundande resultatet för makroekonomiska effekter såsom växelkurser och inflation. Effekterna, om de inte rensas bort, förklarar därför en del av ökningen i ersättningarna.

6.3 Variablerna som förklarar ersättningen till VD

Nedan analyseras de testade variablerna som kan påverka ersättningen.

Storleksmått

6.3.1 Antal anställdas samband med ersättningen

Förändring i antal anställda får, som förutsågs, ett positivt samband med förändring i total ersättning. När författarna gör en omräkning till standardiserade koefficienter av variabeln visar den att tillväxten i antal anställda är den av variablerna som, relativt sett, påverkar ersättningen näst mest, efter förändring i omsättning. Detta stöds av Tosi *et als* påstående om att storleksmått är av störst betydelse vad gäller ersättning till verkställande direktör. Tillväxt i bolagets storlek belönas då antalet anställda ökar, vilket innebär att då bolaget blir större ökar VD: ns ansvar och det bör denne få betalt för. Resultatet är även i linje med vad Tosi *et al* säger om managerialism och att ersättningen ska öka när ett bolag blir mer komplext, då det krävs mer av en VD att leda ett större bolag än ett mindre bolag. Eftersom både examensarbetet och Tosi *et al* kommer till samma slutsats gällande antal anställdas reella påverkan på ersättningen, anses antalet anställda ha en inverkan på ersättningen.

6.3.2 Påverkan av förändring i omsättning

Förändring i omsättning har, mot förväntan, ett negativt samband med förändringen i total ersättning. Dock är den positiv i den enkla regression och byter därmed tecken samt går från att vara icke-signifikant till signifikant när regressionsmodellen går från enkel till multipel, vilket tyder på instabilitet i variabeln. Utfallet betyder att verkställande direktör blir belönad för att ha ökat omsättningen när endast omsättning och ersättning studeras, men sätts förändringen även i relation till övriga variabler får den en negativ betydelse. Förklaringen är att ökad omsättning inte behöver betyda att bolaget går bättre. Bolaget i fråga kan ha sålt mycket men hänsyn måste tas till kostnader, vilka kan öka parallellt med att omsättningen ökar. Aktieägarnas avkastning ökar inte endast för att omsättningen växer, därmed bör inte VD belönas i sådana fall. På så sätt har styrelsen lyckats förena aktieägarnas intresse med verkställande direktörens intresse och motverkat principalagentproblematiken. Det bör tilläggas att vid beräkning av standardiserade koefficienter får förändring i omsättning högst värde och har därför störst betydelse utav alla förklarande variabler, vilket stämmer med Tosi *et als* studie som säger att storleksmått är av större betydelse än prestationsmått. Dock påverkar detta inte aktieägarna negativt, då en ökning i omsättning inte

ger verkställande direktör högre ersättning. Både i examensarbetet och i Jensen och Murphys studie sker en ändring i riktningskoefficienten för förändringen i omsättning. I Jensen och Murphys studie, liksom examensarbetet, går den från positiv till negativ när regressionen går från att endast inkludera förändring i omsättning och aktieägarvärde till att även inkludera variabler i form av nyckeltal. Både Lilling och Conyon använder sig av en logaritmerad form av omsättning och bådas studier uppvisar ett positivt samband mellan total ersättning och omsättning, till skillnad från examensarbetets resultat. Skillnaden i resultaten beror på inte på beräkningsmetoden av omsättning, utan kan istället bero på olika statistiska tekniker, datainsamlingsmetoder eller urval, som Tosi *et al* skriver. Det innebär i sin tur att omsättningens påverkan på ersättning kvarstår oförklarad.

Prestationsmått

6.3.3 Överavkastning och ersättning

Överavkastning är, som författarna trodde, positivt korrelerad med ersättning och är av stor vikt i förklaringen av förändringen i total ersättning vilket även visas när koefficienterna standardiserats och variabeln hamnar på tredje plats i relativ betydelse. Då överavkastning är ett viktigt resultatmått för aktieägarna förväntas VD agera i aktieägarnas intresse och skall på så sätt också belönas vid ökad överavkastning. När bolaget presterar över index och därmed går bättre än genomsnittet på börsen, kan överavkastningen premieras genom en viss ökning i ersättning till VD. Troligen är ökningen mest kopplad till en förändring i den rörliga delen av ersättningen och mindre relaterad till fast ersättning och förmåner. Examensarbetets resultat stämmer överens både med Lillings och Conyons studier men inte med Jensen och Murphys, vilka ej uppvisar något tydligt samband mellan aktieägarvärde och ersättning. Författarna förklarar den senare olikheten med Lillings argument om att den totala ersättningen i examensarbetet har en högre andel rörlig ersättning än vad den totala ersättningen hade i Jensen och Murphys studie. Jensen och Murphy menar att sitt svaga samband förklaras utifrån att verkställande direktörer i stora bolag tenderar att ha färre aktier i bolaget och en mindre del av ersättning knuten till rörlig lön. Trots att tidigare forskning inkluderar olika antal observationer, olika länder etcetera tyder majoriteten av studierna på ett positivt samband mellan aktieägarvärde och ersättning, vilket visar att överavkastning är en viktig förklaring till hur verkställande direktörers ersättning ser ut.

Regressionen visar att en procents ökning i överavkastningen leder till 0,176 procents ökning i VD: s ersättning. Sambandet är ett bevis på att agentens och principalens intressen är sammanlänkade. Verkställande direktörer antas, enligt agentteorin, vilja maximera sin ersättning

och i och med den positiva korrelationen går dennes agerande i riktlinje med aktieägarnas intresse. Till viss del verkar de studerade bolagen ha lyckats koppla den rörliga ersättningen till rätt mål och på så sätt har de undvikit en del av problematiken som diskuterats i agentteorin. Dock kan det vara så att VD gynnas mer än aktieägarna av kortsiktiga beslut som den rörliga ersättningen kan vara kopplad till eftersom den inte nödvändigtvis är kopplad till mått som gynnar aktieägarna. I och med att ökningstakten i VD: s ersättning accelererat de senare åren jämfört med Landsorganisationens tidigare studie finns det skäl att misstänka att agenten kan ha prioriterat sina egna intressen framför principalernas, för att maximera sin egen ersättning.

Ersättningskommittéer som rekommenderas i Svensk kod för Bolagsstyrning, kan bidra till att förena principalens och agentens intressen. Joyce (1999) skriver att de utför löneutvärderingar som gör att ersättningarna noggrant undersöks och därmed kan utvecklas till det bättre. Koden rekommenderar ersättningskommittéer för att skapa mer transparens kring ersättningsnivåer i svenska bolag vilket i linje med Joyce's artikel bidrar till att sätta ersättning på korrekt vis. I och med att de kortsiktiga incitamentsprogrammen har kritiserats har målen, som grundas på prestation, utvecklats från att vara kortsiktiga till att vara mer långsiktiga och på så sätt gynna aktieägarna som får en ökad försäkring om att värdet på deras aktier kommer att stiga. Därmed torde även aktieägarna anse att ersättningen till verkställande direktör är befogad, eftersom VD då uppfyller aktieägarnas önskan om ett högre aktieägarvärde.

6.3.4 Effekten av förändring i ROA

ROA är signifikant vid den multipla regressionen men ej signifikant vid den enkla regressionen. Skälet till att variabeln inte är signifikant när den som enskild variabel sätts i samband med förändring i total ersättning kan vara att ROA endast är ett av många sätt att mäta avkastning på måste nyckeltalet sättas i relation till andra faktorer för att bli signifikant. Variabeln har som väntat ett positivt samband med förändringen i total ersättning, precis som i Tosi *et als* studie. Resultatet blir att när variabeln används i regressionen leder det till en ökning i ROA, vilket ger en ökning i total ersättning. VD belönas därmed för att ha lyckats använda tillgångarna till att skapa vinst för bolaget. Eftersom både Tosi *et al* och examensarbetet kom fram till att ROA har ett positivt samband med ersättningen anses detta ge tyngd till påståendet att variabeln faktiskt leder till högre ersättning.

6.3.5 ROS påverkan

ROS är den enda av de oberoende variablerna som inte är signifikant säkerställd, dock var den som förväntat positivt korrelerad med den beroende variabeln. Resultatet från regressionen är att nyckeltalet inte kan sägas ha ett samband med förändringen i ersättning. Det kan tänkas ha en liknande orsak till varför variabeln förändring i omsättning bytte tecken; ROS som baseras på omsättning, är inte tillräcklig för att förklara en del av ersättningen, trots att resultat och därmed även kostnader tagits hänsyn till. Eftersom ROS inte nämns som variabel i tidigare forskning går den inte att jämföra med andra studier för att få stöd till regressionens resultat.

Meritmått

6.3.6 Byte av VD

VD-byte under den studerade perioden har, som författarna förutsåg, ett negativt samband med förändringen i ersättning och är signifikant på 5 procents nivå. VD-byte har den högsta koefficienten vilket tyder på att ett byte av verkställande direktör i ett bolag har stor betydelse för den totala ersättningen. Vid tillämpning av standardiserade koefficienter faller dock VD-byte till fjärde plats i relativ betydelse. Skälet är att variabeln är en dummy-variabel och att den därmed inte mäts i samma mått som de övriga variablerna vilka redogörs för i procent.

Det är rimligt att om en ny VD anställs i ett bolag bör lönen sättas lägre för att sedan höjas i takt med anställningstiden. Dessutom utbetalas ofta den rörliga delen av ersättningen ett år i efterskott och därmed blir den totala ersättningen första året som ny verkställande direktör lägre än vad ersättningen var för den avgående VD: n.

6.3.7 Börslivslängd

Antal år sedan börsintroduktion är signifikant men får inte det tecken som förväntas. Istället påverkar antalet år sedan börsintroduktion förändring i total ersättning negativt, vilket innebär att bolagets antal år på börsen inte ger högre lön till VD. Standardiserade koefficienten minskar den och blir därmed relativt sett, bland de minst betydande oberoende variablerna. Utfallet kan delvis förklaras av att de oberoende variablerna är beräknade i olika typer av måttenheter och även om antalet år logaritmeras blir svaret annorlunda vid standardisering.

I realiteten innebär ovanstående resonemang att ju kortare livslängd ett bolag haft på börsen, desto snabbare växer ersättningen till verkställande direktör. Det kan förklaras av att det från

aktieägarnas sida ställs högre krav på VD och på bolaget efter att det har börsintroducerats. Verkställande direktör i fråga blir mer offentlig och utsatt för mer press än tidigare och det kan kompenseras genom en högre ersättning, vilket även Joyce (1999) poängterar i sin artikel. Ytterligare ett skäl är att bolag som varit börsnoterat ett par år har mer vana av att vara offentligt och därmed kompenseras inte VD:n i samma takt som om bolaget nyligen blev börsintroducerat. Den ersättning som är rörlig och därmed knuten till aktiens utveckling är även utsatt för förväntningar och spekulation. Denna kan verkställande direktör påverka i form av olika beslut, eftersom VD besitter stor makt och inflytande över beslut som fattas i bolaget. Sålunda kan den rörliga delen av ersättningen växa snabbare än vad den gjort tidigare, när den varit knuten till exempelvis vinst och kassaflöde.

6.5 Slutsats av analys

Examensarbetet visar att storleksmått förklarar mestadels av förändringen i total ersättning, precis som Tosi *et als* studie visar. Innebörden enligt teorin om managerialism är att verkställande direktör anses ha dragit jämnt i intressekampen mot aktieägarna. Genom att ersättningen till störst del beror på bolagets storlek och verkställande direktör kan utöva större inflytande över ett bolags storlek än över dess prestationer kan denne på så sätt påverka sin ersättning mer än om prestationsmättet vore av störst betydelse. En storleksökning i form av omsättning innebär inget problem för aktieägarna då en omsättningsökning ej ger högre ersättning utan snarare en minskad sådan. Antagandet om att verkställande direktörer är riskaverta stämmer också överens med examensarbetets resultat då storlek ses som ett mer stabilt mått än vad prestationsmått gör och således undviker VD risker som är kopplade till faktorer som ligger utanför dennes kontroll.

Enligt agentteorin är det styrelsens uppgift att finna en rimligt utformad ersättning som förenar VD:s och aktieägarnas intresse. Prestationsmått har alla ett positivt samband med ersättning men med tanke på att ersättningen är knuten mer till storlek än till prestation är det ett tecken på att styrelserna misslyckats med sin uppgift. Det kan medföra att VD handlar i eget intresse och tar till exempel beslut om uppköp då en storleksökning av bolaget ger högre ersättning, trots att aktieägarna inte behöver ha något intresse av uppköpet. Ett sådant opportunistiskt handlande medför agentkostnader och skulle, enligt Lilling, kunna minskas om aktieägarna var representerade vid bestämningen av ersättning till VD, exempelvis i form av ersättningskommittéer. Tilläggas bör att så länge ersättningen till VD är lägre än agentkostnaderna tjänar aktieägarna på att verkställande direktören får högre ersättning.

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

Oavsett vilken relativ betydelse prestationsmått har visar examensarbetets studie, i likhet med en stor andel tidigare forskning, ett positivt samband mellan aktieägarvärde i form av överavkastning, och ersättning till VD. På så sätt har styrelserna delvis lyckats förena agentens och principalernas intressen. Examensarbetets studie visar därmed, i likhet med vad Lilling skriver i sin artikel, att incitamentsbaserade kontrakt är effektiva då alla prestationsmått har ett positivt samband med ersättning.

Efter standardisering har meritvariablerna minst relativ betydelse bland de olika kategorierna. Det kan förklara varför variablerna inte använts i tidigare studier. Dock betyder inte resultatet att kvalitativa variabler inte har någon påverkan på ersättningen, snarare är det så att det finns svårigheter med att måttbestämma och kvantifiera kvalitativa variabler.

”Om aktieägarna kan tjäna pengar utan att lägga två strån i kors tror jag att de kan avstå en liten skärv till dem som jobbar hårt för bolagets räkning”

- Securitas vd Thomas Berglunds kommenterar i Aftonbladet den bonus på 500 miljoner kronor som han kan få om företagets vinstutveckling håller i sig.⁹⁷

⁹⁷ <http://www.socialist.nu/citat/overklassen.html> 2008-05-10

7 Avslutande diskussion

I det avslutande kapitlet lägger författarna fram sina egna tankar kring examensarbetets ämne och utfall. Kapitlet avslutas med förslag till framtida forskning inom ämnet.

7.1 Författarnas egna tankar och reflektioner

Som nämnt i kapitel ett bör lön baseras på prestation enligt Maria André. Lars Wiberg håller inte med om påståendet utan hävdar att lön kopplad till prestation är negativt för företaget. Författarna håller med André när det gäller aktieägarnas perspektiv då examensarbetets resultat visar att de studerade prestationsmått bidrar till ökat aktieägarvärde men stämmer snarare in på Wibergs påstående när det gäller verkställandes direktörs synvinkel. VD tjänar mer på att lönen är kopplad till storleken på företaget då det är främst storleken som denne kan påverka. Författarna ställer sig därmed frågan vad syftet med ersättning är och kommer fram till att det beror på vem som tillfrågas. Är det arbetsgivaren, i form av aktieägare, blir svaret ett sätt att behålla duktiga ledande befattningshavare, skapa incitament att driva bolaget i rätt riktning samt skapa värde för aktieägarna. Ställs frågan till en verkställande direktör borde svaret bli att ersättning är en motivationsfaktor samt att den i grund och botten är till för att tjäna sitt uppehälle. Frågeställningen blir vidare vad ersättningen bör knytas till för att den skall uppfylla både aktieägares och verkställande direktörens syfte, såsom det är tänkt i både agentteorin och teorin om managerialism. Det kan tyckas rimligt att knyta den till både storleks-, prestations-, och meritmått för att uppnå de skilda syftena. Resultatet visar att storleksmått har större inflytande på ersättningen än vad de två andra måtten har, med prestationsmått på en klar andraplats. Följaktligen anser författarna att det skulle gynna aktieägarna ytterligare om ersättningen istället vore mer kopplad till prestationsmått, såsom överavkastning, än storleksmått.

Diskussionen kring ersättning till verkställande direktörer grundas på de sju kvantitativa variablerna som författarna valt att granska och dess påverkan på ersättningen. De anser att det är väl så viktigt att beakta kvalitativa aspekter kring bestämning av ersättning till verkställande direktör, såsom förhandlingsförmåga, då studien och förklaringsgraden tyder på att de kvantitativa variablerna inte förklarar all ökning i ersättningsnivån. Eftersom de kvantitativa variablerna är mycket svåra att kvantifiera krävs det att de uppmärksammas i debatten kring VD:s ersättning. Den allmänna uppfattningen verkar vara att ersättningen främst skall stödjas på

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

prestationsmått såsom överavkastning etcetera. Dock är det inte att undgå att andra variabler vilka uppfattas av författarna som ”inofficiella” då de ej redovisas för, såsom svågerpolitik och meriter, verkar ha stor påverkan på den totala ersättningen. Författarna anser också att ett skäl till de höga ersättningarna kan vara att styrelsen genom den vill signalera att bolaget i fråga är i en tillväxtfas och att uppgiften med att leda det är ett mycket ansvarsfullt och viktigt arbete. På så sätt kan aktieägare dras till bolaget i och med dess signalering om framtidstro.

Författarna menar även att en påverkan på ersättning som bör beaktas är den som makroekonomiska faktorer har, såsom professor Lars Oxelheim påpekat. Han anser att den rörliga delen av ersättningen ej rensas för makroekonomiska faktorer såsom växelkurser, räntor och inflation. Verkställande direktör har ingen påverkan på yttre sådana faktorer och därför anser författarna i linje med Oxelheim att bolagen bör anstränga sig för att eliminera inflytandet som de yttre faktorerna kan ha på ersättningen. Likväl som VD kan få positiva effekter av makrofaktorerna kan de slå ut som negativ påverkan om förändringen i faktorerna varit negativ till följd av exempelvis en lågkonjunktur. Med det i åtanke menar examensarbetets författare att bolagen på Large Cap-listan bör göra så mycket som möjligt för att eliminera effekten av makroekonomiska faktorer på verkställande direktörs ersättning. En rensning för exempelvis valutaförändringar bör således göras för att slippa de eventuella merkostnader som en utbetalning av lön påverkad av sådana kan innebära.

Slutligen bör det i diskussionen tilläggas att internationellt sett ligger de svenska ersättningsnivåerna lågt och vill Sverige behålla sina duktigaste verkställande direktörer får samhället stå ut med att nivåerna på ersättningen kommer att fortsätta vara höga i framtiden. I och med lönekonkurrensen kommer det även i framtiden att bli viktigt att vara medveten om vad det är som påverkar ersättningen till VD varför författarna uppmanar till framtida forskning om ämnet.

7.2 Förslag till framtida forskning

Författarna har under examensarbetets gång kommit över flera intressanta och spännande områden inom ämnet ersättning till VD och ledande befattningshavare som de dock inte har kunnat fördjupa sig i på grund av tidsbrist. Områdena är likväl mycket intressanta för framtida forskning. Det framstår för författarna som särskilt intressant för framtida studier att ta sig an frågeställningar som rör makroekonomiska faktorer påverkan på den ersättning som VD får och hur stor effekt dessa makrofaktorer faktiskt har. Det är även intressant att närmare granska huruvida svenska bolag överhuvudtaget tar hänsyn till makrofaktorer vid bestämning av ersättning till ledande befattningshavare. I fall någon gör det innebär det att bolagen inte kan jämföras på samma grund. Förslag på en eventuell frågeställning i en framtida studie kan vara:

- *Hur ser svenska bolag på rensning av VD: s ersättning från makroekonomiska faktorer och hur stor del av verkställande direktörs ersättning beror på dessa faktorer?*

Ett annat alternativ till framtida forskning inom området är att granska ägarskap i bolag, såsom det gjorts i andra studier inom ämnet, för att se vilken effekt det har på verkställande direktörs ersättning i kombination med de variabler som använts i examensarbetet. Författarna anser att det vore lämpligt att utforma studien som en nordisk studie för att på så sätt få ett större urval av bolag, än om det endast vore svenska bolag som inkluderades. Således kan tydliga signaler utläsas och slutsatser dras för nordiska storbolag. Ett förslag på en eventuell frågeställning inom detta område är således:

- *Hur påverkar ägarskap i kombination med variablerna antal anställda, år på börsen, omsättning, överavkastning, return on assets, return on sales och VD-byte verkställande direktörs ersättning i nordiska storbolag?*

Författarna förslår även framtida forskning där ersättningen delas upp efter typ av ersättning allt eftersom mer data blir tillgängligt i årsredovisningarna. I examensarbetet studeras den totala ersättningen varför det kan vara intressant att gå mer in på djupet vad det gäller fast lön, rörligt lön, förmåner samt också pensioner och se huruvida det skiljer sig åt beroende på vilken typ av ersättning som studeras. Frågeställningen kan därmed bli:

- *Skiljer sig förklaringen av ersättning åt mellan olika typer av ersättning?*

Källförteckning

Publicerade källor

Brooks Chris (2002) *Introductory econometrics for finance*, Cambridge University Press, UK

Bryman Alan, Bell Emma (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber AB, Malmö

Jacobsen, Dag Ingvar (2002) *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund

Gujarati Damodar N (2003) *Basic Econometrics* 4th edition, McGraw Hill, Columbus, Ohio, USA

Hill R Carter, Griffiths William E, Judge George G (2001) *Undergraduate Econometrics* second edition, John Wiley & Sons, Inc. New York, NY, USA.

Kennedy Peter (2003) *A Guide to Econometrics*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, USA

G. Palepu Krischna, Healy Paul M., Bernard Victor L. and Peek Erik (2007) *Business Analysis and Valuation*, Thomson, London

Körner Svante, Wahlgren Lars (2002) *Praktisk Statistik*, Studentlitteratur, Lund

Körner Svante, Wahlgren Lars (2000) *Statistisk Dataanalys 3: e upplagan*, Studentlitteratur, Lund

Rienecker, Lotte, Jørgensen, Peter Stray (2004) *Att skriva en bra uppsats*, Wallin & Dahlbom Boktryckeri AB, Lund.

Artiklar

Conyon Martin, (1997) "Corporate Governance and Executive Compensation", *International Journal of Industrial Organization*, Vol 15. Nr. 4, s. 493-509, 1997

Fama Eugene, Jensen Michael C, (1983) "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of law and economics*, Vol. 26, issue 2, s. 327-350, 1983.

Holmgren Per, (1990) ”Toppchefernas kamp i löneligan”, *Veckans affärer*, den 15 februari 1990.

Jensen Michael C, Murphy Kevin J, (1990) ”Performance Pay and Top-Management Incentives”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, Nr. 2, s.225-265, 1990

Joyce William B, (1999), ”Executive Bonuses: Determination and Payment”, *Journal of Compensation and Benefits*, Vol. 14, Nr. 4, s. 59-62,

Lilling Matthew S, (2006) ”The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?”, *Atlantic Economic Journal*, Vol. 34, issue 1, s. 101.

Myrén Karin, (2006) ”Rörlig lön tar fart igen”, *CSjobb*, 2006-11-01

Olsson Tommy, (2008) ”Chefsbonusar ifrågasätts”, *Aktiespararna*, den 10 april 2008.

Oxelhielm Lars, (2006) ”En välförtjänt bonus eller...?”, *Management Magazine*, nr. 4/2006.

Pomeroy Ann, (2007) ”Pay for Performance Is Working Says New Study”, *HR Magazine*, januari 2007.

Tosi Henry L, Werner Steve, Katz Jeffery P, Gomez-Mejia Luis R, (2000) “How Much Does Performance matter? A meta-Analysis of CEO Pay” *Journal of Management*, Vol 26, Nr 2, s. 301-339,

TI, (2007) ”Svenska vd-löner under Europasnittet”, *Privata affärer* den 15 mars 2007.

Wiberg Lars, (2003) ”Lön efter prestation leder till sämre resultat”, *Management Magazine*, nr. 6/2003.

Andra publicerade källor

Bergström Jeanette, Bystedt Eva, Evertsson Sofie, Järliden Bergström Åsa-Pia, (2007) ”Makteliten gör som de brukar, En studie av inkomstutvecklingen för makteliten perioden 1950-2005”, *Landsorganisationen i Sverige*, 2007.

Nyrén Daniel, Rinaldo Tomas (2006), *Incitament eller lönetillägg?: Hur väl fungerar börsföretagens bonusprogram?* Samhällsvetenskapliga fakulteten, Företagsekonomiska institutionen, Stockholms Universitet, Studentuppsats.

Christiansson Henrik, Rosengren Karolin, Tevnell Caroline (2004), *Storlek, vinst eller kursutveckling – Vad förklarar VD: s ersättning?* Företagsekonomiska institutionen, Ekonomihögskolan, Lunds Universitet, Studentuppsats.

Nätupplagor av affärstidningar

André Maria, (2008) ”Så sätter du lön”, *Chef.*, 2008-04-10

Schultz Pontus, (2008) ”Våga sätt lön efter prestation”, *www.VA.se*, 2008-04-24

Sidea Emanuel, (2008) ”Bonusregn till börsens chefer”, *www.VA.se*, 2008-03-28

Regeringskansliets publikationer

Svensk kod för bolagsstyrning – Betänkandet,

Justitiedepartementet, Statens Offentliga Utredningar, SOU 2004:130

Elektroniska källor

Aktiespararnas hemsida

www.aktiespararna.se

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

Avanzas hemsida

www.avanza.se

Chefs hemsida

www.chef.se

Dagens Industri

www.di.se

Dagens Nyheters hemsida

www.dn.se

Datastreams hemsida

www.datastream.com

Forbes hemsida

www.forbes.com

Kollegiet för Svensk Bolagsstyrnings hemsida

www.bolagsstyrning.se

Landsorganisationen i Sveriges hemsida

www.lo.se

Lunds Universitets databas

www.elin.lub.lu.se

OMX hemsida

<http://omxnordicexchange.com>

Privata affärers hemsida

www.privataaffarer.se

Regeringens hemsida

www.regeringen.se

Socialists hemsida

www.socialist.nu

Svenska Dagbladets hemsida

www.svd.se

Sveriges televisions hemsida

www.svt.se

Veckans Affärers hemsida

www.va.se

Xerxes hemsida

www.thesis.lub.lu.se

Åbo akademi, Department of Economics and Statistics

www.ises.abo.fi

Årsredovisningar år 2000 och år 2007

Årsredovisningar för de studerade bolagen på Stockholmsbörsens Large Cap-lista från åren 2000 och 2007 (se företagsinformation).

Företagsinformation

Assa Abloy

www.assa.se

Atlas Copco

www.atlascopco.se

Axfood

www.axfood.se

Axis

www.axis.com/se

Castellum

www.castellum.se

Electrolux

www.electrolux.se

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

Elekta	www.elekta.com
Eniro	www.eniro.se
Ericsson	www.ericsson.com/se
Fabege	www.fabege.se
Getinge	www.getinge.se
H&M	www.hm.com/se
Hexagon	www.hexagon.se/
Holmen	www.holmen.se
Hufvudstaden	www.hufvudstaden.se
Industrivärden	www.industrivarden.se
Investor	www.investorab.com/sv/
JM	www.jm.se
Kinnevik	www.kinnevik.se
Kungsleden	www.kungsleden.se
Latour	www.latour.se
Lundbergföretagen	www.lundbergforetagen.se
Meda	www.meda.se/swedish/
MTG	http://se.mtg.se/
NCC	www.ncc.se
Nordea Bank	www.nordea.se
Ratos	www.ratos.se
SAAB	www.saab.com
Sandvik	www.sandvik.se
SAS	www.sas.se
SCA	www.sca.com
Scania	www.scania.se
SEB	www.seb.se
Seco Tools	www.secotools.com/se
Securitas	www.securitas.com
SHB	www.handelsbanken.se
Skanska	www.skanska.se
SKF	www.skf.com
SSAB	www.ssab.se
Swedbank	www.swedbank.se

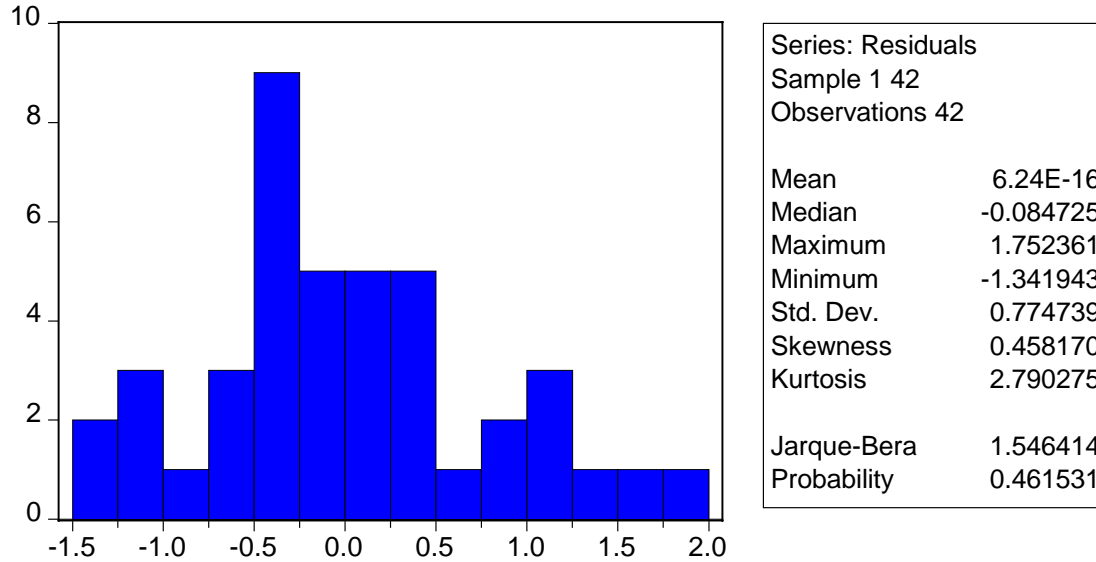
Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

Swedish Match	www.swedishmatch.com
Tele2	www.tele2.se
Trelleborg	www.trelleborg.com
Volvo	www.volvo.com

Bilagor

Bilaga 1

Jarque-Bera-test



Bilaga 2

Korrelationsmatris

	ERS	ANST	LNBORS LIV	OMS	OVERAVK	ROS	ROA	VDBYTE
ERS	1.000000	0.438426	-0.157018	0.281324	0.488495	0.042997	0.152878	-0.479310
ANST	0.438426	1.000000	0.109845	0.739125	0.252618	0.043730	0.082071	-0.441017
LNBORS LIV	-0.157018	0.109845	1.000000	0.020026	-0.186861	0.016143	0.151334	-0.180754
OMS	0.281324	0.739125	0.020026	1.000000	0.358372	0.121964	0.242929	-0.469203
OVERAVK	0.488495	0.252618	-0.186861	0.358372	1.000000	-0.247066	-0.125309	-0.194510
ROS	0.042997	0.043730	0.016143	0.121964	-0.247066	1.000000	0.090752	-0.076168
ROA	0.152878	0.082071	0.151334	0.242929	-0.125309	0.090752	1.000000	-0.053118
VDBYTE	-0.479310	-0.441017	-0.180754	-0.469203	-0.194510	-0.076168	-0.053118	1.000000

Bilaga 3

VIF-test

Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF
Constant	2,7880	0,5453		5,11	0,000
overavk	0,17575	0,04185		4,20	0,000
omsattn	-0,25077	0,07234	-3,47	0,001	2,938
ROA	0,07274	0,02575		2,82	0,008
anst	0,08647	0,02449		3,53	0,001
Vdbyte	-1,2772	0,3615	-3,53	0,001	1,375
ROS	0,04883	0,03320		1,47	0,151
lnborsliv	-0,3335	0,1548	-2,15	0,038	1,131

S = 0,850762 R-Sq = 62,9% R-Sq(adj) = 55,3%

Bilaga 4

White Heteroskedasticity Test med vanliga standardfel

F-statistic	0.726493	Probability	0.723229
Obs*R-squared	10.59344	Probability	0.644834

Test Equation:

Dependent Variable: RESID²

Method: Least Squares

Date: 05/13/08 Time: 16:08

Sample: 1 42

Included observations: 42

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.757580	0.702677	1.078134	0.2902
ANST	-0.259497	0.206266	-1.258070	0.2188
ANST ²	0.004753	0.003858	1.232080	0.2282
LNBORSLIV	0.873511	0.538301	1.622718	0.1159
LNBORSLIV ²	-0.247938	0.147901	-1.676372	0.1048
OMS	0.005577	0.338458	0.016477	0.9870
OMS ²	0.007264	0.017125	0.424186	0.6747
OVERAVK	-0.000748	0.099850	-0.007489	0.9941
OVERAVK ²	0.004530	0.007083	0.639594	0.5276
ROS	-0.034335	0.161296	-0.212871	0.8330
ROS ²	-0.002435	0.007449	-0.326840	0.7462
ROA	0.047182	0.056332	0.837567	0.4094
ROA ²	0.001144	0.003777	0.302829	0.7643
VDBYTE	-0.688299	0.405854	-1.695928	0.1010
R-squared	0.252225	Mean dependent var	0.585930	
Adjusted R-squared	-0.094956	S.D. dependent var	0.793485	
Durbin-Watson stat	2.187529	Prob(F-statistic)	0.723229	

Bilaga 5

White Heteroskedasticity Test med White's standardfel

F-statistic	0.726493	Probability	0.723229
Obs*R-squared	10.59344	Probability	0.644834

Test Equation:

Dependent Variable: RESID²

Method: Least Squares

Date: 05/13/08 Time: 16:11

Sample: 1 42

Included observations: 42

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.757580	0.569617	1.329982	0.1943
ANST	-0.259497	0.187638	-1.382964	0.1776
ANST ²	0.004753	0.003458	1.374365	0.1802
LNBORSLIV	0.873511	0.406583	2.148418	0.0405
LNBORSLIV ²	-0.247938	0.127297	-1.947716	0.0615
OMS	0.005577	0.406001	0.013736	0.9891
OMS ²	0.007264	0.020950	0.346750	0.7314
OVERAVK	-0.000748	0.104135	-0.007181	0.9943
OVERAVK ²	0.004530	0.007466	0.606756	0.5489
ROS	-0.034335	0.301528	-0.113871	0.9102
ROS ²	-0.002435	0.013205	-0.184382	0.8550
ROA	0.047182	0.081798	0.576806	0.5687
ROA ²	0.001144	0.006844	0.167135	0.8685
VDBYTE	-0.688299	0.419089	-1.642368	0.1117
R-squared	0.252225	Mean dependent var	0.585930	
Adjusted R-squared	-0.094956	S.D. dependent var	0.793485	
Durbin-Watson stat	2.187529	Prob(F-statistic)	0.723229	

Bilaga 6

Ramsey's RESET-test

F-statistic	0.559232	Probability	0.459866
Log likelihood ratio	0.705786	Probability	0.400846

Test Equation:

Dependent Variable: ERS

Method: Least Squares

Date: 05/13/08 Time: 16:52

Sample: 1 42

Included observations: 42

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ANST	0.029375	0.094824	0.309781	0.7587
LNBORSLIV	-0.241105	0.188624	-1.278228	0.2101
OMS	-0.142011	0.196477	-0.722787	0.4749
OVERAVK	0.091187	0.166290	0.548362	0.5871
ROA	0.053514	0.037374	1.431855	0.1616
ROS	0.022279	0.059552	0.374117	0.7107
VDBYTE	-0.798305	0.856820	-0.931707	0.3583
C	2.031803	1.309174	1.551973	0.1302
FITTED^2	0.128971	0.211231	0.610567	0.5457
R-squared	0.635275	Mean dependent var	1.233566	
Adjusted R-squared	0.546857	S.D. dependent var	1.272108	
Durbin-Watson stat	2.239089	Prob(F-statistic)	0.000018	

Bilaga 7

Resultat från de enskilda regressionsmodellerna

Variabel	Koefficient	Medelfel	t-värde	P-värde
ANST***	0.066748	0.021635	3.085166	0.0037
C	1.058668	0.187392	5.649493	0.0000

Förklaringsgrad: 0.192217

Justerad förklaringsgrad: 0.172022

F-värde: 0.003682***

Durbin-Watson: 2.574417

Variabel	Koefficient	Medelfel	t-värde	P-värde
LNBORSLIV	-0.218799	0.217594	-1.005539	0.3207
C	1.726668	0.528202	3.268953	0.0022

Förklaringsgrad: 0.024654

Justerad förklaringsgrad: 0.000271

F-värde: 0.320682

Durbin-Watson: 2.595410

Variabel	Koefficient	Medelfel	t-värde	P-värde
OMS	0.113664	0.061303	1.854131	0.0711
C	1.050188	0.214824	4.888599	0.0000

Förklaringsgrad: 0.079143

Justerad förklaringsgrad: 0.056122

F-värde: 0.071104

Durbin-Watson: 2.577605

Variabel	Koefficient	Medelfel	t-värde	P-värde
OVERAVK**	0.165356	0.046701	3.540716	0.0010
C	0.909359	0.196095	4.637336	0.0000

Förklaringsgrad: 0.238627

Justerad förklaringsgrad: 0.219593

F-värde: 0.001030**

Durbin-Watson: 2.245658

Variabel	Koefficient	Medelfel	t-värde	P-värde
ROA	0.034702	0.035469	0.978388	0.3338
C	1.232557	0.196396	6.275886	0.0000

Förklaringsgrad: 0.023372

Justerad förklaringsgrad: -0.001044

F-värde: 0.333763

Durbin-Watson: 2.602276

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

Variabel	Koefficient	Medelfel	t-värde	P-värde
ROS	0.012805	0.047044	0.272188	0.7869
C	1.233141	0.198551	6.210691	0.0000

Förklaringsgrad: 0.001849

Justerad förklaringsgrad: -0.023105

F-värde: 0.786878

Durbin-Watson: 2.601062

Variabel	Koefficient	Medelfel	t-värde	P-värde
VDBYTE**	-1.414432	0.409501	-3.454039	0.0013
C	2.311228	0.357442	6.466032	0.0000

Förklaringsgrad: 0.229738

Justerad förklaringsgrad: 0.210482

F-värde: 0.001320**

Durbin-Watson: 2.458254

Bilaga 8

Formel för årlig ökning i total ersättning

$$(1.233566+1)^{(1/8)}-1 = 0.1057$$

Bilaga 9

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance test

Dependent Variable: ERS

Method: Least Squares

Date: 05/20/08 Time: 14:33

Sample: 1 42

Included observations: 42

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ANST	0.085923	0.008428	10.19477	0.0000
JOVERAVK	0.162400	0.048938	3.318464	0.0022
LNBORSLIV	-0.349091	0.144821	-2.410502	0.0215
OMS	-0.247792	0.036648	-6.761396	0.0000
ROA	0.074434	0.013316	5.589655	0.0000
ROS	0.045699	0.027881	1.639112	0.1104
VDBYTE	-1.330047	0.507363	-2.621490	0.0130
C	2.853485	0.730509	3.906159	0.0004
R-squared	0.604900	Mean dependent var	1.233566	
Adjusted R-squared	0.523556	S.D. dependent var	1.272108	
Durbin-Watson stat	2.343989	Prob(F-statistic)	0.000020	

JOVERAVK = Justerad överavkastning

Bilaga 10

Standardiserade koefficienter

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,788	,545		5,112	,000
	OVERAVK	,176	,042	,519	4,200	,000
	OMS	-,251	,072	-,621	-3,467	,001
	ROA	,073	,026	,320	2,825	,008
	ANST	,086	,024	,568	3,531	,001
	VDBYTE	-1,277	,361	-,433	-3,533	,001
	ROS	,049	,033	,164	1,471	,151
	LNBORSLEV	-,334	,155	-,239	-2,154	,038
a. Dependent Variable: ERS						

Bilaga 11

Tabell över bolag med och utan ersättningskommitté år 2007

Bolag	Ersättningskommitté år 2007
Assa Abloy	Ja
Atlas Copco	Ja
Axfood	Ja
Axis	Ja
Castellum	Ja
Electrolux	Ja
Elekta	Ja
Eniro	Ja
Ericsson	Ja
Fabege	Ja
Getinge	Ja
H&M	Nej
Hexagon	Ja
Holmen	Ja
Hufvudstaden	Nej
Industrivärden	Ja
Investor	Ja
JM	Ja
Kinnevik	Ja

Hur kan verkställande direktörens ersättning förklaras?

Kungsleden	Ja
Latour	Ja
Lundbergföretagen	Nej
Meda	Nej
NCC	Nej
Nordea Bank	Ja
Ratos	Ja
SAAB	Ja
Sandvik	Ja
SCA	Ja
Scania	Ja
SEB	Ja
Seco Tools	Ja
Securitas	Ja
SHB	Ja
Skanska	Ja
SKF	Ja
SSAB	Ja
Swedbank	Ja
Swedish Match	Ja
Tele2	Ja
Trelleborg	Ja
Volvo	Ja