



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Magisteruppsats
Företagsekonomiska institutionen
Lunds universitet
HT 2007

Ersättningskommittéer och VD-löner

– en studie av betydelsen av ersättningskommitténs sammansättning
för ersättning till VD i svenska bolag.

Författare

Karl Lundberg 830415
Oscar Remfors 830209
Blažana Štrbac 850520

Handledare

Prof. Lars Oxelheim

Förord

Under senhösten och vintern 2007 har vi genom skrivandet av magisteruppsatsen fått nyttig och ny kunskap inom området bolagsstyrning. Uppsatsen markerar även slutet för våra studier vid Ekonomihögskolan vid Lunds universitet, vilket har varit fyra fantastiska år med lärorik kunskap och nya vänner. Det är med blandade känslor vi nu går vidare ut i arbetslivet.

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Lars Oxelheim för hans hjälp under författandets gång.

Dessutom vill vi passa på att tacka Helena Levander och det övriga teamet på Nordic Investor Services för deras hjälp med datainsamling till uppsatsen.

Sist men inte minst, ett stort tack till våra familjer och vänner, vilka har stöttat och hjälpt oss på alla de sätt under tiden för skrivandet.

Lund, 11 januari 2008

Karl Lundberg

Oscar Remfors

Blažana Štrbac

Sammanfattning

- Titel:** **Ersättningskommittéer och VD-löner**
- en studie av betydelsen av ersättningskommitténs sammansättning för ersättning till VD i svenska bolag.
- Seminariedatum:** **2008-01-18**
- Ämne/kurs:** **FEKP01 Magisteruppsats, Företagsekonomi, 15 poäng**
- Författare:** **Karl Lundberg, Oscar Remfors och Blazana Strbac**
- Handledare:** **Prof. Lars Oxelheim**
- Fem nyckelord:** **Ersättningskommittéer, incitamentsprogram, bolagsstyrning, bolagskoden, VD-ersättning**
- Syfte:** Studiens syfte är att undersöka om det finns ett samband mellan sammansättningen av svenska börsnoterade bolags ersättningskommittéer och den ersättning som bolagets verkställande direktör erhåller.
- Metod:** De metoder vilka har tillämpats för att uppnå studiens syfte har varit tvärsnittsregression, OLS, t-test samt kontrollvariabler.
- Slutsatser:** Vi finner att det finns ett signifikant samband mellan medelåldern i ersättningskommittén och den ersättning som betalas till VD i form av Total Pay och Noncontingent Pay. För övriga testade variabler finner vi inte något samband med de beroende variablerna.

Abstract

Title: **Compensation Committees and CEO Pay
- a Study of Compensation Committee Structure and its
Influence on CEO Pay**

Date of publication: **January 18, 2008**

Course: **FEKP01 Master Thesis in Business Administration 15
Swedish Credits (15 ECTS)**

Authors: **Karl Lundberg, Oscar Remfors, Blazana Strbac**

Advisors: **Prof. Lars Oxelheim**

Key words: **Compensation Committees, Incentive Programmes,
Corporate Governance, Swedish Code of Corporate
Governance, CEO Pay**

Purpose: The purpose of this thesis is to study whether a relationship exist between the composition of the compensation committee and the CEO pay.

Methodology: The methods practiced in this study are cross-sectional regression analysis, OLS, t-test and control variables.

Conclusions: We find a significant relationship between the average age of compensation committee members and CEO Total and Noncontingent Pay. Further, we do not find any significant relationship for the other independent variables.

Index

1. Inledning	7
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problematisering	8
1.3 Problemformulering	11
1.4 Syfte.....	11
1.5 Målgrupp.....	11
1.6 Avgränsning	11
1.7 Disposition	12
2. Metodik	13
2.1 Studiens utformning.....	13
2.2 Urval.....	14
2.3 Genomförande av datainsamling.....	15
2.4 Val av modell.....	16
2.5 Validitet, reliabilitet och replikerbarhet	16
2.5.1 Validitet.....	17
2.5.2 Reliabilitet.....	18
2.5.3 Replikerbarhet.....	19
2.6 Källkritik	19
3 Teoretisk referensram	20
3.1 Tidigare studier	20
3.2 Beroende kontra oberoende ledamöter.....	24
3.3 Diversifierad styrelse	25
3.4 Variabler.....	27
3.4.1 Beroende variabler	27
3.4.2 Oberoende variabler	28
3.4.3 Kontrollvariabler	29
3.5 Modeller	32
4 Empiri	33
4.1 Deskriptiv statistik	33
4.2 Resultat av regressionerna.....	34
4.3 Validitetstester	36
4.3.1 Homoskedasticitet	36
4.3.2 Ingen autokorrelation	37
4.3.3 Normalfördelning av residualerna.....	38
4.3.4 Ingen multikolinjäritet.....	40
4.3.5 Linjärt samband.....	41
5 Analys	43
5.1 Kort om resultatet.....	43
5.2 Analys av regressioner och variabler	44
5.3 Problemet med Contingent Pay.....	47

<i>6 Slutsats</i>	48
6.1 Slutsatser	48
6.2 Vidare forskning	50
6.2.1 – Panelstudie	50
6.2.2 – Kostnad / vinst	51
6.2.3 – Internationellt perspektiv	51
<i>7. Källförteckning</i>	52
7.1 Publicerade källor	52
7.2 Internetkällor	59
7.3 Ytterligare källor	60
<i>8. Bilagor</i>	61
Bilaga A - Bolagskoder	61
Bilaga B - Korrelationsmatriser.....	65
Bilaga C - Bolag i studien	66
Bilaga D - Valutakurs	67
Bilaga E - Definition av oberoende.....	68
Bilaga F - Bolagsstatistik	69
Bilaga G - Sekretessavtal.....	70

Tabell- och ekvationsindex

Ekvation 3.1 (Total Pay).....	31
Ekvation 3.2 (Noncontingent Pay).....	32
Ekvation 3.3 (Contingent Pay).....	32
Tabell 4.1 Variablelstatistik.....	33
Tabell 4.2 Regressionsutfall.....	34

1. Inledning

I följande kapitel presenterar vi bakgrund och motiv till uppsatsen. Vi diskuterar även problemställningen och redovisar problemformuleringen och syftet med uppsatsen. Vi fortsätter kapitlet med att redogöra för de avgränsningar vi har gjort samt den målgrupp vi riktar oss mot. Avslutningsvis redovisar vi uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Början av 2000-talet har kantats av diskussioner gällande företags ersättningar till bolagsledning och vidare även skandaler inom området. Många av dessa skandaler kom att uppdagas i samband med börsnedgången i spåren av IT-hysterin 2001-2002, där många småsparare fick se sina investeringar tappa i värde eller rent utav att försvinna helt, samtidigt som personer i bolagsledningen fick stora bonusar utbetalade, eller kopplades samman med tveksamma vänskaplösningar. I USA var kanske skandalerna inom Enron och WorldCom de som var allra tydligast där följden blev att tusentals anställda förlorade sina arbeten, men även sitt sparade pensionskapital som i många fall fanns placerat i värdepapper i samma företag. I Sverige kom skandalen i Skandia inte mycket senare där personer i bolagsledningen hade skott sig själva på aktieägarnas bekostnad.

Händelser som dessa ledde till att man i USA kom att se över regelverket i ett försök att förbättra förtroendet hos marknaden som var skadat efter redovisningsfusk och ekonomisk brottslighet samt för att hindra att situationen

skulle komma att upprepas. Resultatet blev att man antog ”Sarbanes and Oxley Act” (SOX), en lag för att ge investerare och allmänhet ett skydd mot ekonomiska oegentligheter och vilseledande information. I Europa var Storbritannien bland de första att försöka förhindra liknande skandaler, genom införandet av ”Combined Code” vilken till skillnad från SOX inte är lagstadgad utan i stället fungerar som en rekommendation för bolagsstyrning.

I Sverige valde man att följa Storbritanniens exempel i och med införandet av svensk kod för bolagsstyrning år 2005. Arbetet med att ta fram koden har sin grund i EU och främst Storbritanniens införande av liknande styrmedel. I grund och botten är det aktiebolagslagen som styr, men med anpassning utifrån svensk tradition gällande bolagsstyrning, samt idag nya reglementen från EU. Koden gör bland annat gällande att bolagen ska inrätta en kommitté med uppgift att hantera frågor om ersättningar till bolagets ledning. Kommitténs ordförande kan vara styrelsens ordförande, men ledamöterna ska vara oberoende gentemot bolaget och bolagets ledning. I bolag med mindre styrelse säger koden att de kan använda sig av hela styrelsen som ersättningsutskott, dock med restriktionen att medlem som ingår i ledningen inte deltar. Koden är applicerbar på företag med ett börsvärde överstigande tre miljarder kronor och tillämpar principen följ eller förklara, vilket innebär att ett företag kan göra undantag från koden under förutsättning att de då redogör för varför man valt att göra på det viset. För ytterligare information angående koden se bilaga A.

1.2 Problematisering

En central del av bolagsstyrelsens arbete ligger i att utöva kontroll och genomföra uppföljning av bolagsledningens arbete. Ett led i det är att sätta korrekta löner och ersättningar till ledande personer och i synnerhet den verkställande direktören. Det är ett beslut som i många företag fattas direkt av styrelsen, men som numera har kommit att hamna på den av styrelsen tillsatta ersättningskommittén bord.

Som en fortsättning av lagarna och koderna för bolagsstyrning finns reglementet gällande hur bolagens ersättningskommittéer ska se ut, vilka har till uppgift att utarbeta och ta fram incitamentsprogram för bolagsledningen (Newman, 2000). I Sverige har ersättningskommittéer inte fått samma genomslag som de har fått i till exempel USA, där de stora bolagen redan under tidigt 1990-tal tillsatte ersättningskommittéer. Ersättningskommitténs uppgift är väldigt viktig för bolagen, då de har till uppgift att ta fram och ta beslut om attraktiva incitamentsprogram för att på så sätt kunna behålla, men även locka till sig, en skicklig ledning och en drivande VD för att gynna bolagets och ägarnas intressen (Anderson & Bizjak, 2003).

Styrelsen är de som väljer ledamöter till de olika kommittéerna vilket ger dem möjlighet att vara med och påverka dess utseende. Utvecklingen, framförallt i USA, går mot att ersättningskommittén ska bestå av personer som inte har någon direkt anknytning till bolaget, så kallade oberoende ledamöter (de olika lagarna och koderna finns i bilaga A). För att undvika problemet med dubbla lojaliteter, mot både VD och bolag, bland kommittéledamöterna kan oberoende vara en lösning. I svensk kod för bolagsstyrning finns riktlinjer för hur kommittéerna ska utformas vilket inte är lika strikt som i SOX. Varje bolag skall ha en ersättningskommitté som är ansvarig för den ersättning VD:n tilldelas. Företagets styrelseordförande kan vara ordförande i kommittén medan övriga medlemmar skall vara oberoende gentemot företaget och företagsledningen. Bolagsledningen skall agera på ett sätt så att aktieägarna får insyn i företaget och där de bland annat kan skåda om VD:n får ersättning motsvarande hans prestation inom företaget (Svensk kod för bolagsstyrning, 2004).

Området kring agentteorin beskriver just det problemet, hur ägaren ska utöva kontroll över sitt ombud, i aktuellt fall ägare och bolagsledning (Jensen & Meckling 1976). Ämnet har varit under nästan konstant utveckling de senaste decennierna. Att VD även är styrelseordförande har historiskt varit mer förekommande i amerikanska bolag jämfört med svenska, varför stora delar av den tidigare forskningen tenderar att fokusera på VD:s makt i styrelsearbetet och dess påverkan på VD-ersättningen. Fama (1980) och Fama & Jensen (1983) publicerade artiklar som ytterligare sökte förklara samspelet mellan agent och

principal, eller VD och styrelse. I deras kölvatten har en stor mängd forskning, se vidare i kapitel 3, på området presenterats under de senaste decennierna och resultaten har varit av skiftande karaktär. Att området väcker sådant intresse i den akademiska världen och går att undersöka från så pass många olika infallsvinklar tyder på att VD:s ersättning och styrelsens arbete kommer att fortsätta vara i fokus inom överskådlig framtid.

Hur påverkar då själva utformningen av kommittén den ersättning åt VD som de beslutar? Tidigare studier har gjorts inom området, främst gällande företag i USA och Storbritannien. Det centrala i frågan har varit huruvida VD-ersättningen påverkas av ifall kommittén består av beroende eller oberoende ledamöter, det vill säga att om ersättningen blir högre om ledamöterna har eller har haft en relation till företaget. Många forskare har påpekat att företagsledaren inte skall vara med och bestämma sin egen ersättning samtidigt som kommittén skall bestå av oberoende ledamöter, detta för att få en rättvisare bedömning av VD:s prestation (Conyon & Peck, 1998). Förutom oberoendet finns det ett flertal andra faktorer att ta ställning till vid utformningen av kommittéerna som kan ha påverkan på deras arbete och resultat. Hur påverkar till exempel könsfördelningen och åldern på ledamöterna det arbete de utför? Det har visat sig att kvinnliga och utländska ledamöter som sitter med i revisions-, ersättnings- och nomineringskommittéer har en positiv inverkan på företagsvärdet (Carter *et al*, 2007). Förutom själva företagsvärdet är det av intresse att se hur ersättningen till VD:n ser ut. Tenderar kommittéer att ge VD:n en viss typ av ersättningsvolym beroende på om de består av merparten män, eller om majoriteten är av annan nationalitet?

Någon undersökning kring sammansättningen av ersättningskommittéer och utfallet i form av ersättning till VD har inte tidigare genomförts på den svenska marknaden. I och med införandet av svensk kod för bolagsstyrning gentemot alla börsnoterade bolag från och med halvårsskiftet 2008 vill vi därför studera ämnet vidare.

1.3 Problemformulering

Utifrån ovan nämnda problemdiskussion finner vi det intressant att studera följande problemformulering:

Påverkar sammansättningen av ersättningskommittén den verkställande direktörens ersättning?

1.4 Syfte

Uppsatsens syfte är att undersöka om det finns ett samband mellan sammansättningen av svenska börsnoterade bolags ersättningskommittéer och den ersättning som bolagets verkställande direktör erhåller.

1.5 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig i första hand till seminariedeltagarna, samt forskare och studenter vid svenska universitet. Den kan även vara av intresse för personer med ledande befattningar inom området för bolagsstyrning i svenska bolag.

1.6 Avgränsning

I vår studie undersöker vi bolag noterade på Stockholmsbörsen. Vi har där valt att studera de 50 största på Stockholm Large Cap respektive Mid Cap-listan. Vi utesluter därmed de minsta bolagen vilka är noterade på Small Cap. Anledningen till det är att bolagskoden 2005 endast omfattade de större bolagen samt att de

med största sannolikhet har mer välutvecklade ersättningskommittéer och bolagsrutiner jämfört med de mindre bolagen. Stickprov har visat att majoriteten av bolagen på Small Cap inte hade någon ersättningskommitté under 2005. Vidare har vi beslutat att inte ta med bolag som är sekundärnoterade på svenska börsen, med anledning av att deras redovisningsregler på området kan skilja sig mot de svenska och därmed störa jämförbarheten.

1.7 Disposition

Kapitel 2 - Metodik

I metodkapitlet presenterar vi tillvägagångssättet för vår studie samt vilka metoder vi använder oss av.

Kapitel 3 - Teoretisk referensram

Kapitlet redogör för de teorier och modeller som ligger till grund för vår studie, samt tidigare forskning inom ämnet.

Kapitel 4 - Empiri

Här presenteras den empiriska undersökningen, dataunderlaget samt de tester som har gjorts på regressionerna.

Kapitel 5 - Analys

Resultaten från den empiriska studien presenteras och analyseras.

Kapitel 6 - Slutsatser

Presentation av slutsatser och rekommendation till vidare forskning.

Kapitel 7 - Källförteckning

Kapitel 8 - Bilagor

2. Metodik

I detta kapitel redogör vi för den metodik vi har följt i arbetet med uppsatsen. Vidare redogör vi för datainsamlingen samt det urval vi har använt oss av. Vi avslutar kapitlet med en källkritik samt metodbakgrund till regressionerna.

2.1 Studiens utformning

I vår studie arbetar vi utifrån den deduktiva ansatsen, det vill säga att vi tillämpar redan existerande teorier på vår empiri. Studien utgår från en positivistisk vetenskapssyn, med det menas att all data bygger på empirisk grund och ska kunna beslutas som objektivt sann (Ryan *et al*, 2002). För att få fram bästa möjliga resultat använder vi oss av modeller och förenklingar som är relevanta för studien samt för att läsaren ska kunna förstå studien bättre.

Då vi undersöker hur sammansättningen av en ersättningskommitté påverkar VD:ns ersättning, lämpar det sig bäst att använda sig av den kvantitativa ansatsen. Problemformuleringen kommer att besvaras utifrån logisk och mätbar data då vi kommer att undersöka huruvida individerna i en ersättningskommitté påverkar ersättningen till bolagets VD.

Vi anser att det finns ett glapp gällande tiden för beslut och verklig utbetalning av ersättning. Utifrån det har vi valt att studera ersättningskommitténs sammansättning för år 2005 vilket också är det år då Svensk kod för bolagsstyrning implementerades. Utformningen av incitamentsprogrammen borde

därför ge resultat under följande år och utifrån det väljer vi att se på ersättning till VD för år 2006.

2.2 Urval

Ur hela populationen, alla noterade bolag på Large Cap och Mid Cap, väljer vi de 50 största bolagen listade på Large Cap-listan och de 50 största bolagen från Mid Cap-listan (efter att ha avlägsnat de bolag vilka är domicilierade utanför Sverige). Skälet till att vi exkluderar bolag listade på Small Cap-listan är att ett stickprov visade att få bolag hade ersättningskommittéer i styrelsen. Därefter har vi rensat ut ett antal bolag som inte hade en ersättningskommitté under den aktuella perioden samt några bolag vilka inte var noterade 2005. Det resulterade i ett slutligt urval om 74 bolag. Det innebär att vi företar en urvalsstudie av ett antal noterade bolag i Sverige. Den bakomliggande orsaken är att inom de två grupperna återfinns de tongivande aktierna på bägge listor samt att vi utifrån våra resultat vill kunna göra jämförelser med liknande populationer på andra marknader. En urvalsundersökning är också tids- och arbetsmässigt fördelaktig jämfört med en totalundersökning.

På Large Cap-listan är alla bolag med ett marknadsvärde överstigande 1 miljard euro listade. Bolag som har ett marknadsvärde mellan 150 miljoner euro och 1 miljard euro finns listade på Mid Cap (www.omxgroup.com). I vårt urval ingår ett brett spektrum av bolag från båda listorna, där bolagen verkar inom olika branscher samt skiljer sig till storleken. Avslutningsvis ska allt mynna ut i ett resultat som är relevant och tillförlitligt. Det tror vi att vi kan åstadkomma med det här urvalet av bolag.

Tidigare studier (Oxelheim & Randøy, 2005) har rensat ut banker och försäkringsbolag vid urvalet med motiveringen att de bolagen påverkas av speciell lagstiftning och därför inte är jämförbara med övriga listade bolag. Med utgångspunkt från de parametrar vi undersöker i vår studie finner vi att strukturen

på banker (inga försäkringsbolag är vid denna tidpunkt noterade på OMX Stockholm) inte skiljer sig märkbart från övriga bolag. Vi har även utfört regressionsanalyser där vi inkluderar respektive exkluderar bankerna och skillnaderna mellan resultaten är försumbara. Därmed har vi valt att behålla dem i vårt urval.

2.3 Genomförande av datainsamling

Informationen om VD-ersättningen hämtar vi från Nordic Investor Services och vid behov kompletteras den med uppgifter från bolagens årsredovisningar. Här inkluderas ersättningskomponenterna lön, bonus (alternativt rörlig lön), förmåner, optionstilldelning samt pensionsavsättning. Data rörande ersättningskommittéerna och dess ledamöter har hämtats från årsredovisningar för respektive bolag, likaså övrig bolagsspecifik information. Tillgång till tidigare publicerade artiklar inom ämnet möjliggörs genom användning av databasen ELIN via Lunds universitet.

För att hitta våra undersökningsobjekt använder vi oss av stockholmsbörsens Large Cap- och Mid Cap-listor. De bolag vi väljer är helt oberoende av varandra och verkar inom olika branscher.

Vår empiri bygger på data vi fått från Nordic Investor Services samt årsredovisningar, vilka är att klassa som sekundärdata. Datamaterialet ligger till grund för vår studie och således även för vårt resultat. De vetenskapliga artiklar vi har funnit inom närliggande ämnen har gett oss en bättre förståelse för de teorier och problem som vi vill belysa genom vår studie. De ligger till grund för de analyser och tester vi har valt att genomföra.

2.4 Val av modell

För att kunna påvisa ett resultat utifrån vårt syfte och därmed även förkasta eller inte förkasta de hypoteser vi presenterar i kommande kapitel har vi i vår studie valt att tillämpa oss av regressionsanalys. Eftersom vi inte utför en panelundersökning med tidsseriedata, utan bara undersöker data från en punkt i tiden, använder vi en så kallad tvärsnittsregression. Vi har valt att använda oss av tre regressionsanalyser för att testa de oberoende variablerna mot tre beroende variabler; logaritmerad Total Pay; logaritmerad Noncontingent Pay; och logaritmerad Contingent Pay. Vidare förklaring av dessa variabler återfinns i avsnitt 3.4.1. Regressionsanalysen utförs i mjukvaruprogrammet Eviews 5.1 där vi har valt att använda oss av metoden OLS¹. Tidigare forskning inom samma ämne har även de använt sig av regressionsanalys (Newman & Mozes 1999, Vafeas 2003, Oxelheim & Randøy 2005) varför vi finner metoden lämplig även för den studie vi genomför. Då vi även vill testa våra hypoteser utifrån hur de påverkar resultatet var och en för sig, använder vi oss av ett t-test vilket lämpar sig väl när varje hypotes endast har en koefficient (Brooks 2004, s. 102).

2.5 Validitet, reliabilitet och replikerbarhet

Validitet, reliabilitet och replikerbarhet är olika kvalitetskriterier som en studie bör uppfylla för att kunna betraktas som trovärdig.

¹ Ordinary Least Squares (minsta kvadratmetoden)

2.5.1 Validitet

Uppdelning av begreppet validitet görs i intern och extern validitet, där den interna visar på hur stor kontroll man uppnår i undersökningen. De förändringar vilka sker i undersökningens oberoende variabler ska därmed i sin tur förklara de förändringar som sker i de beroende variablerna för att undersökningen ska anses uppfylla kriterierna för intern validitet. Begreppet brukar förklaras med att man "mäter det som man säger sig mäta". Utifrån detta kriterium är det av stor betydelse att vi i vår undersökning väljer de oberoende variabler vilka har störst inverkan på resultatet i den beroende variabeln, detta för att vår undersökning ska uppnå en hög intern validitet. På samma sätt är det därför av stor vikt att variabler som inte är med i vår undersökning även dem stärker den interna validiteten då de inte har någon direkt påverkan.

Valet av variabler är det som ger undersökningen stöd gällande våra kommande slutsatserns korrekthet och är utifrån ovan nämnda stycke av yttersta betydelse. Vi har valt ut ett antal variabler, presenterade i teorikapitlet, vars grund står att finna i resultat av tidigare studier. De valda förklarande variablerna har dokumenterad inverkan på de variabler vi ämnar undersöka och torde borga för god validitet i studiens resultat.

Den externa validiteten är ett begrepp som beskriver möjligheten att tillämpa undersökningens resultat på andra områden. Ju större möjligheten är att kunna använda undersökningen i andra sammanhang ökar värdet av dess resultat. Vid utvärdering av extern validitet tar man hänsyn till tre faktorer; urvalsaspekten, tidsaspekten och undersökningens kontext.

För vår studie är urvalsaspekten av intresse då det idag generellt sett endast är de större bolagen, som lyder under "svensk kod för bolagsstyrning". Därför har vi i studien endast valt att undersöka större bolag noterade på Large Cap respektive Mid Cap. Vi har dessutom valt att endast ta med bolag vilka har sin rättsliga hemvist i Sverige, för att på så sätt inte påverkas av de rättsliga aspekterna. Då koden från och med 1 juli 2008 skall tillämpas av alla börsnoterade bolag blir det

av intresse att inom överskådlig tid göra om studien med fler bolag eller med bolag i andra storleksklasser för att på så sätt se om resultatet blir det samma.

Tidsaspekten är en viktig faktor, då vi inte vet hur tiden påverkar koden för bolagsstyrning eller övriga juridiska faktorer. Utifrån det kan tidsaspekten vara en begränsande faktor huruvida om undersökningen går att genomföra på nytt framöver i tiden.

Den sista punkten, kontexten, är intressant utifrån om undersökningen går att genomföra i andra sammanhang. Idag finns det koder för bolagsstyrning i andra länder som är snarlika de som finns i Sverige. Utifrån det kan vår studie appliceras på andra marknader för att undersöka samma problemställning där. Dock ska man ha i åtanke att övriga landsspecifika faktorer kan påverka resultatet vilket gör kontexten till den mest komplicerade faktorn gällande undersökningens externa validitet. Kultur kan vara en påverkande faktor gällande hur ersättningar till företagsledning utformas och som inte är inkluderad i de variabler som vi använder oss av i undersökningen.

2.5.2 Reliabilitet

För att undersökningen ska få hög reliabilitet, det vill säga att den vid ett nytt genomförande ger samma resultat, krävs det att bearbetningen av datamaterialet har genomförts med hög noggrannhet. Vid insamlandet av datamaterialet från våra olika källor har vi därför genomfört stickprov för att kontrollera datas korrekthet. På så sätt stärker vi teorin att vi får samma resultat om vi gör om undersökningen vid ett senare tillfälle.

2.5.3 Replikerbarhet

Skillnaden mellan replikerbarhet och reliabilitet ligger i att samma resultat ska uppnås även om undersökningen genomförs av en annan grupp forskare. Därför är det av yttersta vikt att vi genomgående i processen för undersökningen redovisar tillvägagångssättet korrekt.

2.6 Källkritik

Nordic Investor Services är ett svenskt bolag som jobbar mot institutionella investerare med informationsinsamling och företagsanalys. Vi kan inte utesluta att vissa fel kan existera i den data vi har samlat in från Nordic Investor Services. Därför har vi kontinuerligt genomfört slumpmässiga stickprov på datamaterialet som vi jämfört med data från årsredovisningar. Informationen som är hämtad från årsredovisningar bedömer vi som korrekt med mycket låg risk för eventuella fel.

De artiklar som hämtats från databasen ELIN bedöms som fria från uppenbara och skadliga fel för undersökningen eftersom de har publicerats i välrenommerade tidskrifter. Sekundära källor som finns i litteraturen och på Internet kommer även dem att granskas för att vi ska få en så rättvisande studie som möjligt, dock har vi varit särskilt vaksamma mot källor från Internet då det i många fall kan vara svårt att verifiera korrektheten i sådan information.

3 Teoretisk referensram

I det här kapitlet redogör vi för den tidigare forskning och de teoretiska resonemang som ligger till grund för vår studie.

3.1 Tidigare studier

Forskningen kring VD-ersättningen är oerhört omfattande och området har utforskats från en mängd olika vinklar. I den här studien kommer vi att fokusera på den forskning som avhandlar styrelsens roll vid utformning av bolagens ersättningspraxis.

Styrelsen och dess roll i utformningen av VD-ersättningen har varit i fokus för en stor mängd studier under årens lopp, främst av amerikanska forskare på den amerikanska marknaden. Forskningen på området har sitt ursprung i agentteorin (Jensen & Meckling, 1976) och har varit under nästan konstant utveckling de senaste decennierna. Att VD även är styrelseordförande har historiskt varit mer förekommande i amerikanska bolag jämfört med svenska. Stora delar av den tidigare forskningen tenderar därmed att fokusera på VD:s makt i styrelsearbetet och dess påverkan på VD-ersättningen. Eugene Famas artiklar från början av 80-talet, "Agency Problems and the Theory of the Firm" (1990) samt "Separation of Ownership and Control" (1983) tillsammans med Jensen, har haft stor betydelse för den fortsatta forskningen kring VD kontra styrelsens roll, och samspelet dem emellan. Många av de slutsatser som dras i dessa studier kring principal-agentproblematiken, exempelvis separationen av ansvaret för beslutsfattande och kontroll, ligger till grund för flertalet senare studier av vilka vi nedan redogör för ett urval.

En studie av Tosi och Gomez-Mejia (1989) visade att införandet av olika kontrollmekanismer, såsom ersättning styrd av prestation, minskade VD:s inflytande över ersättningsprocessen. Studien visade även att makten över VD-ersättningen i större utsträckning innehas av styrelsen i bolag med starka ägare, och av VD i bolag med splittrad ägarstruktur. Vi inkluderar därför kontrollvariabeln storägare i vår empiriska undersökning. Andra studier på området av Hill och Phan (1991) visade hur VD:s möjlighet att kringgå olika kontroll- och ersättningsmekanismer ökade i takt med att VD:s makt över styrelsen ökade. Studier av Boyd (1990) och Weidenbaum (1986) indikerar att den intensitet med vilken styrelsen engagerar sig i bolagets affärer varierar från bolag till bolag vilket också kan ligga till grund för bolagets ersättningspraxis. Core *et al* (1999) visar att större bolagsstyrelser är mindre noggranna i kontrollen av VD. Vidare har betydelsen av andelen oberoende ledamöter i styrelsen, för styrelsens övervakningskapacitet och vilja att agera samt även för VD-ersättningen, undersökts i ett flertal studier. Enligt Weisbach (1988) är kommitté med flera oberoende ledamöter är mer aktiv i kontrollen av VD. En studie av Brinckley och James (1997) finner dessutom att andelen oberoende ledamöter i styrelsen minskar mängden förmåner (tjänstebil och liknande) som utnyttjas av VD och bolagsledning, vilket bedöms gynna aktieägarnas intressen. Finkelstein och Hambrick (1996) och Boyd (1994) finner däremot inga bevis för att de oberoende ledamöterna skulle ha en åtstramande inverkan på VD-ersättningen. Baserat på nämnda teser så inkluderar vi antal styrelseledamöter och andel oberoende styrelseledamöter som kontrollvariabler.

Sammansättningen av styrelsen har varit ett område av intresse för många studier. Andelen kvinnor och etniska minoriteter i styrelsen har också varit föremål för forskares intresse. Carter, D'Souza, Simkins och Simpson (2007) finner att en diversifierad styrelse med flera medlemmar ur nämnda grupper påverkar företagets finansiella prestation positivt. Vidare finner Oxelheim och Randøy (2005) i en studie att andelen anglo-amerikanska ledamöter påverkar VD-ersättningen positivt på bekostnad av aktieägarna. Som synes finns alltså en uppsjö av forskning kring styrelsen vilket tyder på att intresset från omvärlden har varit stort under en längre tid. Det finns även forskning som har dykt djupare på området och studerat styrelsekommittéerna och dess roll i företagen.

Det finns ett flertal studier som undersöker ersättningskommitténs arbete och sammansättning, samt dess implikationer för VD-ersättningen, ur olika perspektiv. En tidig studie av O'Reilly, Main och Crystal (1988) visade ett starkt samband mellan VD:s ersättning och den ersättning som oberoende medlemmar av kommittén erhöll. Det tyder på att kommittémedlemmarnas referensram, vid bestämmande av ersättning, till stor del utgår från deras egen situation, och mindre från exempelvis VD:s prestation. Den slutsatsen går i linje med forskning av bland annat Westphal och Zajac (1995) som visar att demografiska likheter, såsom utbildning, bakgrund, etcetera, mellan VD och styrelseledamöter, påverkar VD:s möjligheter att influera styrelsens beslutsfattande positivt, och därmed sin egen lönesättning.

Ersättningskommitténs roll som kontrollerande organ betonas ofta av dess förespråkare, inte minst inom de regler och lagar² som har implementerats under de senaste åren. Därmed är det dock inte sagt att en ersättningskommitté per automatik leder till lägre, eller mer kontrollerad VD-ersättning. I en studie visar Conyon & Peck (1998) att det motsatta förhållandet faktiskt var fallet i Storbritannien under åren 1991-1994. Implementeringen av en ersättningskommitté ledde där till ökade ersättningar till VD, vilket vid beaktande av agentteorins kontrollbetoning kan te sig motsägelsefullt. Studien visade dock att andelen oberoende kommittémedlemmar var positivt associerad med införande av prestationsbaserad ersättning, vilket stärker en annan del av agentteorin. Ersättningskommitténs betydelse för att motverka oetiskt agerande i bolaget undersöktes av Uzun, Szewczyk och Varna (2004). Förvånansvärt nog visade studien att det i bolag med ersättningskommitté ökade risken för bedrägeri, något som enligt författarna tyder på att ersättningskommittéer historiskt inte har varit effektiva i utformandet av belönings- och kontrollsystem för ledningen. Anderson och Bizjak (2002) jämför ersättningspraxis i bolag där VD deltar i ersättningskommittén med bolag där VD inte är involverad i kommittén. Författarna finner inget stöd för att VD:s närvaro påverkar ersättningen och

² Se Bilaga A för mer detaljerad information

missgynnar aktieägarna, vilket därmed talar emot att VD:s närvaro skulle leda till någon form av opportunist.

En av de centrala bitarna i forskningen kring den här delen av agentteorin, är den betydelse som kan sättas på en kommittémedlems oberoende. Hur en oberoende kommitté påverkar VD-ersättningen har varit fokus för flera studier under det senaste decenniet, främst på den amerikanska marknaden, med skiftande resultat. Daily et al (1998) undersöker just detta, dock utan att kunna styrka några eventuella samband mellan oberoende ledamöter och VD-ersättning. En liknande studie utfördes av Newman och Mozes (1999) och här inkluderades, förutom oberoendets samband med VD-ersättningen, även mått på VD-ersättning i förhållande till bolagets prestation³. Här lyckas forskarna påvisa ett samband mellan andelen oberoende ledamöter och VD-ersättningen i förhållande till bolagets prestation. Studien visar att vid en sämre utveckling för bolaget så har VD i bolag med liten andel oberoende ledamöter i ersättningskommittén en bättre ersättningsutveckling än VD i bolag med en hög andel oberoende ledamöter. Några samband mellan ersättning i absoluta tal och andel oberoende ledamöter hittades ej heller här. Den, till vår kännedom, mest omfattande och mest aktuella studien av oberoendet i kommittéer och VD-ersättning är Vafeas studie från 2003. Inte heller i denna studie lyckas författaren påvisa ett samband mellan VD-ersättning (i absoluta tal) och kommitténs oberoende. Studien indikerar däremot att i en kommitté med beroende ledamöter (insiders) så gynnar ersättningsstrukturen VD genom att en större andel av den totala ersättningen utgörs av fast ersättning, istället för exempelvis prestationsbaserade incitamentsprogram. Vafeas studie indikerar även ett samband mellan bolagets prestation, mätt i aktiekursutveckling och avkastning på eget kapital, samt VD-ersättningen. Vi inkluderar baserat på dessa resultat, och tidigare nämnda studie av Newman & Mozes, kontrollvariablerna avkastning på eget kapital och aktieavkastning.

Som synes så visar den empiriska forskningen på resultat som i flera fall inte överensstämmer med vedertagna teoretiska resonemang inom bland annat

³ Prestation mätt i aktiekursutveckling och avkastning på eget kapital (ROE)

agentteorin. Det är intressant då det ifrågasätter många av de teoretiska slutsatser som ofta har tagits för självklara, inte minst med tanke på de tidigare nämnda lagar och regelverk vars grund till stor del vilar på agentteorin. Tidigare forskning har fört fram vikten av vidare studier kring ersättningskommittén (Finkelstein & Hambrick (1996), Kesner (1988), Lorsch & MacIver (1989)). Vidare studier på området torde därmed vara motiverat och inte minst ett bredare angreppssätt med fler undersökta variabler. I den här studien gör vi just det, kombinerar intressanta variabler från tidigare studier baserat på deras relevans enligt den teoretiska forskningen. I följande stycken presenterar vi den teoretiska bakgrunden till de utvalda variablerna samt de hypoteser som teorin genererar.

3.2 Beroende kontra oberoende ledamöter

I samtida forskning kring agentteorin och i samhällsdebatten är den allmänna uppfattningen att oberoende ledamöter i styrelsen förbättrar styrelsens övervaknings- samt kontrollmöjlighet (Lee, Rosenstein, Rangan och Davidson, 1991). En oberoende ersättningskommitté anses ha större möjligheter att värna aktieägarnas intressen eftersom ledamöterna då saknar yrkesmässig lojalitet mot VD, något som kanske inte är fallet skulle kommittémedlemmarna ha nära band till VD.

En kommitté där beroende ledamöter har inflytande tenderar att minska den risk som VD kan utsättas för beroende på bolagets ersättningspraxis (Tosi och Gomez-Mejia (1989)). Ett exempel på hur ett sådant beteende kan gestalta sig är genom uppdelningen av VD-ersättningen i fast (noncontingent) och rörlig (contingent) ersättning. En högre andel fast ersättning minskar VD:s risk substantiellt, särskilt vid sämre ekonomiska framtidsutsikter, om den rörliga delen exempelvis är aktiekursbaserad. En sådan ersättningspraxis minskar VD:s incitament att prestera maximala resultat vilket sker på bekostnad av bolaget och ägarna.

En vidare tolkning av ledamöternas beroende och VD:s inflytande över ersättningspraxis utgår från VD:s möjlighet att influera nomineringen av nya

styrelseledamöter. I bolag med starka ledargestalter i form av en VD, som även sitter i styrelsen, kan denne skaffa sig inflytande över nomineringsprocessen och utnyttja detta till sin fördel (Elson, 1993). Genom att placera ledamöter i styrelsen kan VD på så sätt skapa en form av lojalitet från ledamöternas sida mot VD, en sorts tacksamhetsskuld, och därigenom stärka sin kontroll över styrelsens beslutsfattande. Detta medför att ledamöter som utåt sett kan räknas som oberoende egentligen bör räknas som beroende på grund av denna ”dolda” lojalitet.

Beroendets betydelse för VD-ersättning har som synes varit av intresse för flertalet tidigare studier. Vi väljer att testa det teoretiska argumentet att en ersättningskommitté influerad av beroende kommittémedlemmar är mindre sannolik att överkompensera VD och deducerar följaktligen nedanstående hypotes med grund i ovanstående teoretiska resonemang och tidigare studier.

Hypotes H0: Kommittéer där beroende ledamöter ingår påverkar inte VD-ersättningen positivt.

Hypotes H1: Kommittéer där beroende ledamöter ingår påverkar VD-ersättningen positivt.

3.3 Diversifierad styrelse

Genom att vidare studera agentteorin och de slutsatser som dragits från tidigare studier finner vi ytterligare en intressant dimension av kommittésammansättningen; andelen kvinnliga kommittémedlemmar respektive kommittémedlemmar med utländsk bakgrund. Dessa aspekter kan ur agentteorins perspektiv ses som en förlängning på teorin om kommittémedlemmarnas oberoende. En kommittémedlem från de två grupperna bedöms som mindre sannolik att vara i beroendeställning till bolagets ledning (Carleton, Nelson och Weisbach, 1998). Kesner (1988) visar exempelvis att kvinnliga ledamöter i

mindre utsträckning kommer inifrån bolaget jämfört med sina manliga kollegor, vilket ökar sannolikheten att de kan klassas som oberoende.

Därmed ökar styrelsens möjligheter att agera som kontrollerande och övervakande organ, vilket inom ersättningskommittén innebär en minskad risk för att ledamöterna ska missgynna aktieägarna vid utformandet av ersättningspraxis. Liknande åsikter förs fram av bland andra Carter *et al* (2007) som argumenterar för att en ökad diversifiering av ersättningskommittén stärker oberoendet och därmed påverkar företagets finansiella prestation positivt. Det här resonemanget kring beroende styrks till viss del av sociologiska studier som visar att VD har större möjlighet att påverka ledamöter med liknande bakgrund (Westphal & Zajac, 1995). Tar man hänsyn till det faktum att en överväldigande majoritet av Sveriges börs-VD:ar är män med svensk bakgrund och sätter det i relation till föregående resonemang så åskådliggörs vikten av en diversifierad styrelse

Med utgångspunkt i den ovan nämnda teoretiska bakgrunden, då särskilt argumenten kring hur den diversifierade styrelsen ökar oberoendet, och tidigare studier kring oberoende och VD-ersättning avser vi att testa huruvida en diversifierad ersättningskommitté påverkar VD-ersättningen. Vi deducerar följande delhypoteser angående kvinnliga ledamöter respektive ledamöter med utländsk bakgrund:

Kvinnliga ledamöter

Hypotes A0: Kommittéer där kvinnliga ledamöter ingår påverkar inte VD-ersättningen negativt.

Hypotes A1: Kommittéer där kvinnliga ledamöter ingår påverkar VD-ersättningen negativt.

Utländsk bakgrund

Hypotes B0: Kommittéer där ledamöter med utländsk bakgrund ingår påverkar inte VD-ersättningen negativt.

Hypotes B1: Kommittéer där ledamöter med utländsk bakgrund ingår påverkar VD-ersättningen negativt.

3.4 Variabler

För att testa de hypoteser vi presenterade i föregående stycke så har vi valt ut ett antal variabler. Vi har baserat vårt val på de variabler använda av tidigare studier på området. Vi presenterar variablerna närmare i följande stycken. Vi använder även ytterligare ett antal variabler som fungerar som så kallade kontrollvariabler, dessa presenteras sist i detta avsnitt. Vi har logaritmerat flera av våra variabler, i linje med tidigare studier, för att på så sätt undvika eventuella extremvärden

3.4.1 Beroende variabler

I vår studie kommer vi att använda oss av tre stycken beroende variabler, vilka alla är ett mått på ersättningen till bolagets verkställande direktör.

- 1) VD:s kontanta ersättning (logaritmerad) vilken inkluderar fast lön samt kontant bonusersättning (Noncontingent Pay).
- 2) Värdet på VD:s långsiktiga incitamentsprogram (logaritmerat) vilket består av inbetalningar till långsiktiga incitamentsprogram samt marknadsvärdet på tilldelade optioner (Contingent Pay).
- 3) Total ersättning (logaritmerad) till VD vilket är summan av 1) och 2) ovan.

Samtliga ersättningar gäller räkenskapsåret 2006. Anledningen till att vi valt att separera ersättningen i tre delar är för att skilja på årets ersättning och framtida ersättning, samt den totala ersättningen. Metoden har använts i tidigare studier på området (Vafeas 2003, Daily *et al* 1998). På så sätt kommer vi att se om sammansättningen i kommittéerna påverkar ersättningen till VD gällande årets, den framtida samt den totala ersättningen. Tidigare studier har undersökt förändringar av ersättning över tid, exempelvis i förhållande till prestation. Detta har inte varit aktuellt i vår studie då Svensk kod för bolagsstyrning introducerades 2005 vilket inneburit att vi enbart har haft ett år att undersöka (2005).

3.4.2 Oberoende variabler

Vi har valt att använda oss av tre stycken oberoende variabler i vår studie. Variablerna har använts i tidigare liknande studier. De tre oberoende variablerna är: beroende i förhållande till bolaget och större ägare, andelen kvinnor och andelen utländska ledamöter.

Beroendeinfluerad kommitté

I studien definierar vi beroende enligt de riktlinjer som presenteras i Svensk kod för bolagsstyrning. Enligt koden är en styrelseledamot beroende gentemot bolaget bl.a. om denne har varit anställd som VD under de senaste fem åren, eller anställd på en annan position inom koncernen under de senaste tre åren. Därutöver även om ledamoten har suttit i bolagets styrelse i mer än 12 år (för vidare kriterier för beroende se Bilaga F). Vi väljer att även inkludera beroende gentemot ägarna i vår variabel. Varför vi gör det har sin grund i att vi ifrågasätter oberoendet hos ett flertal ledamöter vilka ingår i styrelser i bolag inom de olika ägarsfärer (Investor, Kinnevik etc.) som kontrollerar och influerar ett stort antal av de noterade bolagen i Sverige. I och med att flera ledamöter och VD:ar inom de här sfärerna tjänstgör i styrelser och som VD i varandras bolag så ligger det nära till hands att antaga att en viss kamratanda uppstår. Skulle detta sedan leda till ett ömsesidigt utbyte av tjänster och gentjänster kan beroendesituationer lätt uppstå mellan parterna.

Vi operationaliserar beroendevariabeln som en dummy-variabel, med värdet 1 om minst en beroende ledamot sitter i kommittén, och värdet 0 i annat fall. Detta är samma metod som Vafeas (2003) och Newman & Mozes (1999) använder i sina studier varför även vi har valt densamma. Alternativet, att operationalisera beroendevariabeln som andelen beroende ledamöter, testas av Vafeas (2003) som där kommer fram till att alternativet med dummy-variabel är mer rättvisande. Med stöd av den studien avstår vi från att även testa andelsmetoden.

Diversifierad styrelse

Vi definierar variabeln ”Ledamöter med utländsk bakgrund” som samtliga ledamöter födda utanför, även om de i nuläget är bosatta i, Sverige. Variabeln kvinnliga ledamöter kräver ingen närmare förklaring. För att operationalisera variablerna använder vi oss av andelen kvinnliga ledamöter respektive andelen ledamöter med utländsk bakgrund i ersättningskommittén. Det är samma operationalisering som Carter et al (2007) använder i sin studie, varför vi väljer att göra detsamma.

3.4.3 Kontrollvariabler

För att maximera förklaringsgraden på vår modell så har vi inkluderat ett antal kontrollvariabler. De vi har valt att använda är allmänt och frekvent förekommande i tidigare studier på området och de torde därmed lämpa sig väl även i vår studie. Bakgrunden till valet av vissa variabler presenterades tidigare i detta kapitel, övriga val motiveras i det här stycket.

VD-relaterade variabler

Vi kontrollerar för ett antal VD-relaterade variabler. Bakgrunden till detta står att finna i tidigare forskning som har funnit olika aspekter av VD:s ålder och anställning vara relevanta. Murphy (1986) finner stöd för tesen att en VD:s förmåga utvecklas över tid och därmed även dennes prestation och ersättning. En annan studie (Gibbons & Murphy 1992) argumenterar för att VD:s incitament minskar ju närmare pensionsåldern denne kommer och visar på ett visst empiriskt

samband mellan större prestationsbaserad ersättning och VD:s sista år på arbetet. Tidigare studier har även funnit signifikanta positiva samband mellan antalet år som VD har innehaft VD-posten (Main, O'Reilly & Wade 1993, Mangel & Singh 1993) Med utgångspunkt i denna teori samt med stöd från tidigare undersökningar (Vafeas 2003, Daily et al 1998) inkluderar vi följande kontrollvariabler:

VD-ålder (logaritmerad): Den här variabeln används för att kontrollera för åldersrelaterade förändringar i VD-ersättningen. Erfarenhet bedöms generellt som en av de viktigaste egenskaperna för personer i ledande ställning så företag kan vara motiverade att höja ersättningen till en äldre VD.

Antal år i företaget (logaritmerad): Mäts som antal år VD:n har varit anställd i bolaget, inkluderar anställningstid innan VD-posten om sådan finns. Med hjälp av den här variabeln kontrollerar vi för den eventualitet att VD-ersättningen utformas som ett slags belöning för lång och trogen tjänst. Den kontrollerar även om VD blir belönad för branschspecifik kunskap.

Antal år som VD (logaritmerad): Den här variabeln är närbesläktad med föregående variabel kontrollerar om VD blir belönad för branschspecifik kunskap, erfarenhet samt för lång och trogen tjänst.

Företagsrelaterade variabler

Tidigare forskning (Baumol 1967) har visat på ett starkt samband mellan storleken på ett företag och VD-ersättningen. Vi inkluderar därför bolagsstorleken som en kontrollvariabel, vilket går i linje med flertalet tidigare studier, exempelvis Vafeas (2003), Oxelheim & Randøy (2005), samt Daily et al (1998).

Bolagsstorlek: Ett bolags storlek är intimt förknippat med den ersättning som VD erhåller. Större bolag innebär mer ansvar och följaktligen kräver VD mer betalt. Vi mäter denna variabel som logaritmerad omsättning under räkenskapsåret 2005, i linje med bland annat Newman & Mozes (1999) samt Baker, Jensen & Murphy (1988).

Aktieavkastning: För att kontrollera för eventuella samband mellan företagets prestation och VD-ersättningen använder vi oss av den här kontrollvariabeln. Vi definierar variabeln som den procentuella förändringen av aktiekursen under räkenskapsåret 2005 plus eventuell utdelning (i procent av aktiekursen vid räkenskapsårets början), i likhet med tidigare studier av Vafeas (2003) samt Newman & Mozes (1999).

Avkastning på eget kapital: Denna variabel används för att kontrollera för samband mellan företagets redovisningsmässiga prestation och VD-ersättningen. Den är beräknad som 2005 års vinst dividerat med eget kapital enligt balansräkningen, i linje med tidigare studier av Daily *et al* (1998) samt Newman & Mozes (1999).

Storägare: Det är av intresse då ägarkontroll av styrelsen ofta ställs mot VD-kontroll, vilket påverkar VD-ersättningen. Vi mäter denna variabel som antal procent av röster den största ägaren innehar via aktieäggande, i linje med tidigare studier av Newman & Mozes (1999).

Styrelsens storlek: Den här variabeln används för att kontrollera för den möjlighet att stora styrelser är mindre aktiva vad gäller kontrollen av VD och dennes ersättning. Variabeln mäts i antal styrelseledamöter i linje med en tidigare studie av Oxelheim & Randøy (2005).

Styrelsens oberoende: Variabeln används likaså för att kontrollera för aktiviteten hos styrelsen. Större mängd oberoende ledamöter skall enligt teorin öka kontrollen av VD. Mäts som andelen oberoende ledamöter i styrelsen, i linje med en tidigare studie av Oxelheim & Randøy.

3.5 Modeller

Med hjälp av de variabler och hypoteser som vi har presenterat i föregående stycken strukturerar vi nedanstående modeller vilka ligger till grund för våra regressioner.

Ekvation 3.1 – Total Pay

$$\begin{aligned} \text{Total Pay (log)} = & \beta_1 + (\beta_2 \times \text{AndelKvinnor}) + (\beta_3 \times \text{AndelUtl.Bakgrund}) + \\ & (\beta_4 \times \text{BeroendeDummy}) + (\beta_5 \times \text{StyrelseOberoende}) + \\ & (\beta_6 \times \text{StyrelseStorlek}) + (\beta_7 \times \text{VD-ålder}) + \\ & (\beta_8 \times \text{AntalÅrFöretaget}) + (\beta_9 \times \text{AntalÅrVD}) + \\ & (\beta_{10} \times \text{BolagsStorlek}) + (\beta_{11} \times \text{Storägare}) + \\ & (\beta_{12} \times \text{Aktieavkastning}) + (\beta_{13} \times \text{AvkastningEK}) \end{aligned}$$

Ekvation 3.2 – Noncontingent Pay

$$\begin{aligned} \text{NonCont. Pay (log)} = & \beta_1 + (\beta_2 \times \text{AndelKvinnor}) + (\beta_3 \times \text{AndelUtl.Bakgrund}) + \\ & (\beta_4 \times \text{BeroendeDummy}) + (\beta_5 \times \text{StyrelseOberoende}) + \\ & (\beta_6 \times \text{StyrelseStorlek}) + (\beta_7 \times \text{VD-ålder}) + \\ & (\beta_8 \times \text{AntalÅrFöretaget}) + (\beta_9 \times \text{AntalÅrVD}) + \\ & (\beta_{10} \times \text{BolagsStorlek}) + (\beta_{11} \times \text{Storägare}) + \\ & (\beta_{12} \times \text{Aktieavkastning}) + (\beta_{13} \times \text{AvkastningEK}) \end{aligned}$$

Ekvation 3.3 – Contingent Pay

$$\begin{aligned} \text{Cont. Pay (log)} = & \beta_1 + (\beta_2 \times \text{AndelKvinnor}) + (\beta_3 \times \text{AndelUtl.Bakgrund}) + \\ & (\beta_4 \times \text{BeroendeDummy}) + (\beta_5 \times \text{StyrelseOberoende}) + \\ & (\beta_6 \times \text{StyrelseStorlek}) + (\beta_7 \times \text{VD-ålder}) + \\ & (\beta_8 \times \text{AntalÅrFöretaget}) + (\beta_9 \times \text{AntalÅrVD}) + \\ & (\beta_{10} \times \text{BolagsStorlek}) + (\beta_{11} \times \text{Storägare}) + \\ & (\beta_{12} \times \text{Aktieavkastning}) + (\beta_{13} \times \text{AvkastningEK}) \end{aligned}$$

4 Empiri

I följande kapitel presenteras den empiriska undersökningen. Vi inleder med en statistisk beskrivning av vårt urval för att skapa en bild av data vi arbetar med. Därefter redogör vi för resultatet av regressionsanalysen samt avslutar med att beskriva de metoder vi har använt för att testa regressionens validitet.

4.1 Deskriptiv statistik

Studien omfattar 74 bolag och totalt 14 undersökta variabler per bolag, presenterade i tabellen nedan. Den data vi visar här är ett sammandrag av de uppgifter vi har undersökt för varje företag, vilka sedan har legat till grund för de kvantitativa variabler som vi använder oss av i studien. Notera att två av nedanstående variabler, Beroende ägare och Beroende bolag, slås samman till en variabel i själva studien.

Variabelstatistik

Variabel	N	Minimum	Maximum	Medelvärde	Median	Std. Avvikelse
Noncontingent pay (kr)	74	1.346.000	24.090.942	8.212.638	6.565.222	5.681.328
Contingent pay (kr)	74	0	18.860.000	3.139.160	1.521.050	3.777.805
Total pay (kr)	74	1.500.000	41.366.000	11.351.799	8.995.695	8.578.729
Andel kvinnor	74	0%	100%	11%	0%	18%
Andel utländsk bakgrund	74	0%	100%	12%	0%	22%
Beroende ägare	74	0%	100%	25%	0%	31%
Beroende bolag	74	0%	100%	31%	33%	33%
VD-ålder	74	32	63	48,8	48,5	6,6
Omsättning (kr)	74	191.561.000	248.135.000.000	26.678.462.320	9.811.750.000	42.018.370.457
Antal år i företaget	74	1	48	10,7	7,0	10,0
Antal år som VD	74	1	48	5,9	4,0	6,7
Aktieavkastning	74	-12%	188%	46%	38%	41%
Avkastning på eget kapital	74	-8%	42%	18%	19%	10%
Storägare	74	4%	89%	27%	23%	18%
Styrelsens storlek (ant)	74	5	13	8	8	1
Styrelsens oberoende	74	22%	100%	58%	57%	19%

Tabell 4.1

4.2 Resultat av regressionerna

Vi har utfört tre regressioner, enligt ekvation 3.1, 3.2 och 3.3, och nedan redovisar vi resultaten.

Regressionsutfall

Variabel	Noncontingent pay	p-värde	Contingent pay	p-värde	Total pay	p-värde
Andel kvinnor	0.068128	0.6034	0.819373	0.3906	0.140215	0.2909
Andel utländsk bakgrund	0.344060	0.0011	-0.957926	0.5790	0.291541	0.0085
Styrelsens oberoende	-0.112213	0.4197	-0.136374	0.8824	-0.174702	0.2067
Beroende kom.ledamöter	0.057736	0.3506	-0.172062	0.5740	0.077025	0.1936
Styrelsens storlek	-0.015387	0.4685	0.103775	0.6704	-0.019748	0.3002
Antal år som VD	0.013098	0.8584	-1.022161	0.3198	-0.018085	0.8076
Omsättning	0.345367	0.0000	0.517446	0.1131	0.377482	0.0000
Antal år i företaget	-0.165401	0.0069	-0.391561	0.2409	-0.163262	0.0086
VD-ålder	-1.287416	0.0017	0.207140	0.9562	-0.847423	0.0281
Storägare	-0.212178	0.2460	-1.048666	0.5025	-0.331046	0.0779
Avkastning på eget kapital	0.901342	0.0023	0.666397	0.5269	0.876107	0.0017
Aktieavkastning	-0.117738	0.1014	0.041711	0.9138	-0.129811	0.0655
R ²	0.682432		0.202916		0.724428	
F-värde	10.92374		1.294082		13.36313	
p-värde	0.000000		0.245452		0.000000	

Tabell 4.2

Resultatet av regressionerna indikerar att våra modeller har en god förklaringsgrad, mätt i determinationskoefficienten (R^2), för två av våra tre beroende variabler. Förklaringsgraden ska ligga över 30 % (0,30) för att anses signifikant inom ekonomiska studier (Newbold *et al* 2003, s. 387-388). Vår modell förklarar variationen i Noncontingent Pay med 68,2 % och variationen i Total Pay med 72,4 %, mätt i R^2 , vilket är ett bra resultat i en studie av det här slaget. Däremot är förklaringsgraden gällande Contingent Pay endast 20,3 % vilket tyder på att vår modell har låg förklaringsgrad gentemot den variabeln. Våra resultat har haft en liknande förklaringsgrad som tidigare studier (t.ex. Daily *et al* 1998 och Vafeas 2003), dock något lägre på vissa tidpunkter. En bakomliggande orsak till våra lägre R^2 -värden kan vara att vi har använt oss av tvärsnittsdata till skillnad från andra studier som generellt använder paneldata. Resultat från tvärsnittsregressioner har ofta en lägre förklaringsgrad (Brooks 2004, s. 137).

Huvudfokus för den här studien, ersättningskommitténs beroendeställning, visar inte på någon signifikans mot de signifikansnivåer vi har undersökt, oberoende av vilken beroende variabel vi testat mot. En ersättningskommitté influerad av

beroende ledamöter förefaller således inte påverka VD-ersättningen, i någon av dess former. Mot den bakgrunden förkastar vi inte hypotes H0.

Vår studie visar även att den kvinnliga andelen ledamöter inte är signifikant på någon av de undersökta signifikansnivåerna, oberoende av vilken variabel vi testat mot. Mot den bakgrunden förkastar vi inte hypotes A0. Vår studie indikerar därmed att andelen kvinnliga kommittémedlemmar inte påverkar VD-ersättningen negativt utifrån våra variabler.

Resultatet av vår studie finner däremot att andelen utländska medlemmar i ersättningskommittén är starkt signifikant, på 1 % signifikansnivå, för både Noncontingent samt Total Pay. Emellertid visar betakoefficienten att den här variabeln påverkar VD-ersättningen positivt, vilket går emot den hypotesprövade teorin. Vi förkastar därmed inte hypotes B0. Vi går in djupare på bakomliggande orsaker till detta i analyskapitlet.

Vi har även etablerat signifikanta samband gällande ett antal av våra kontrollvariabler. För Total Pay fann vi signifikanta positiva samband på 1 % signifikansnivå för variablerna Omsättning och Avkastning på eget kapital, vilket indikerar att VD får högre betalt för att styra stora organisationer samt att ersättningen är knuten till prestation. Vi fann negativa signifikanta samband på 1% signifikansnivå för Antal är i företaget (VD). På 5 % signifikansnivå fann vi negativa signifikanta samband för VD-ålder och på 10 % signifikansnivå för Storägare och Aktieavkastning. Detta indikerar att en VD som stannar länge på samma arbete får sämre löneutveckling, samtidigt som hög ålder även leder till lägre ersättning, möjligen på grund av mindre andel rörlig ersättning. Vidare antyder resultatet att storägare agerar som ett bromsande organ för VD-ersättning.

I stort sett samma resultat resulterade regressionen av Noncontingent Pay i gällande kontrollvariablerna. Skillnaderna mot Total Pay var att VD-ålder förefaller ha en starkare koppling till Noncontingent Pay än Total Pay samt att storägare och aktieavkastning inte visar någon signifikans mot denna beroende variabel.

4.3 Validitetstester

Vi har genomfört ett antal så kallade validitetstester på våra regressioner för att kontrollera dess användbarhet i studien. Bakgrunden till testerna är att en multipel regressionsmodell är uppbyggd av ett antal antaganden och skulle det visa sig att dessa antaganden inte är uppfyllda så kan resultatets tillförlitlighet påverkas. De tester vi har gjort kontrollerar regressionerna för homoskedasticitet, normalitet, multikolinjäritet, autokorrelation samt linjäritet

4.3.1 Homoskedasticitet

Homoskedasticitet innebär att variansen i residualerna är konstant. Motsatsen är heteroskedasticitet under vilken variansen är oändligt stor och följaktligen påverkar resultatet vid en regression. Skulle heteroskedasticitet vara närvarande riskeras korrektheten hos standardavvikelsen vilken kan bli missvisande (Brooks, s. 147). Detta innebär att det blir svårare att upptäcka samband mellan skillnader i den beroende variabeln och de förklarande variablerna, något som försämrar modellens förklaringsgrad. Vid studier där stora siffror som varierar kraftigt utgör datan ökar risken för heteroskedasticitet. För att motverka detta har vi logaritmerat ett flertal av våra använda variabler (se avsnitt 4.4) vilket gör variansen mellan de olika variablerna mindre. Vi testar för heteroskedasticitet med hjälp av funktionen White's test i Eviews, vilket även ger oss möjlighet att korrigera för eventuell heteroskedasticitet via funktionen "White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance".

Resultat av White's test

Testets nollhypotes är ingen heteroskedasticitet (homoskedasticitet), med mothypotesen heteroskedasticitet i någon okänd form (Eviews Users Guide, s. 567). Vi har genomfört testet med fem procents signifikansnivå för Noncontingent, Contingent och Total Pay.

Total Pay:

F-statistic	1.475213	Prob. F(23,50)	0.124929
Obs*R-squ	29.91560	Prob. Chi-Square(23)	0.151840

P-värdet visar att resultatet av White's test inte är signifikant. Vi förkastar därmed inte nollhypotesen. I och med detta torde ingen risk för heteroskedasticitet föreligga och modellens förklaringsgrad är inte påverkad.

Noncontingent Pay:

F-statistic	1.780941	Prob. F(23,50)	0.044524
Obs*R-squ	33.32351	Prob. Chi-Square(23)	0.075593

Contingent Pay:

F-statistic	4.537579	Prob. F(23,50)	0.000004
Obs*R-squ	50.03073	Prob. Chi-Square(23)	0.000913

P-värdena för variablerna Noncontingent och Contingent Pay visar att resultatet av White's test är signifikant och vi förkastar därmed nollhypotesen. Följaktligen finns det risk att resultatet påverkas av heteroskedasticitet i någon okänd form. Resultatet för Noncontingent Pay är dock nära gränsen för signifikans och därmed inte starkt signifikant. Signifikansen innebär dock inte att resultatet är oanvändbart, men modellernas förklaringsgrad påverkas negativt vilket bör tas hänsyn till vid tolkning av resultatet.

4.3.2 Ingen autokorrelation

För att regressionens resultat ska vara trovärdigt krävs att residualerna är oberoende av varandra. Detta gäller främst vid studier av tidsseriedata då beroende residualer påverkar de efterföljande residualerna i tidsserien (Brooks 2004, s 154-155). I en klassisk linjär regression där tidsseriedata används ska ett särskilt test för autokorrelation genomföras. Eftersom vår studie är baserad på

tvärsnittsdata är risken för autokorrelation låg (Brooks 2004, s. 155). Vi använder oss därför av Durbin-Watson's test, vilket testar för första ordningens autokorrelation. Testet genererar ett numeriskt värde som ska ligga runt två vid liten eller ingen risk för autokorrelation (Eviews Users Guide, s. 479).

I våra regressioner genereras Durbin-Watson-värden på 1,93 för Total Pay, 1,89 för Noncontingent Pay samt 1,73 för Contingent Pay. Då inget av värdena väsentligt understiger två indikerar resultatet att det inte föreligger någon autokorrelation i modellerna.

4.3.3 Normalfördelning av residualerna

Normalfördelning av modellens residualer är en grundläggande parameter vid hypotestest. Det innebär att residualerna ska vara normalfördelade kring medelvärdet, 0. Det föreligger dock ett problem med att undersöka data av finansiell natur då datan sällan följer en normalfördelad kurva (Brooks 2004 s. 178-179). Problematiken kan dock avhjälpas genom att använda ett tillräckligt stort antal observationer. Det leder till att datan kommer att följa en passande kurva och därmed blir det möjligt att genomföra hypotestester även för finansiell data (Brooks 2004, s. 179).

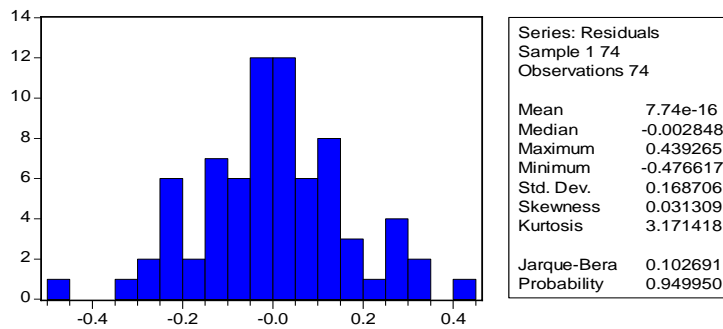
Vi har använt oss av ett Jarque-Bera-test för att kontrollera normalfördelningen i våra regressioner. Praxis är att plocka bort extremvärden som riskerar att störa normalfördelningen (Ibid) men vi har valt att behålla dem då vårt underlag är begränsat och vi vill undvika förlust av data.

Vid utvärdering av ett Jarque-Bera-test ska *skewness* (sv. skevhet), ett uttryck för distributionens symmetri kring medelvärdet, ligga kring noll för att kurvan ska kunna betraktas som normalfördelad (Brooks 2004, s. 179). Gällande *kurtosis* (sv. ”toppighet”) bör värdet ligga omkring tre för att kurvan ska betraktas som normalfördelad (Ibid). Vi testar normaliteten via Eviews med nollhypotesen att

kurvan är normalfördelad och signifikansnivån fem procent (Eviews Users Guide, s. 312).

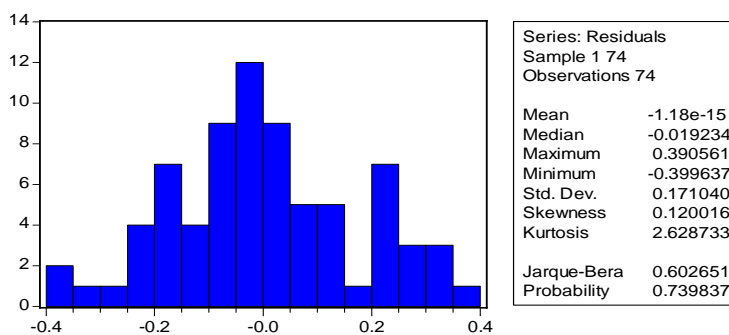
Resultat Jarque-Bera:

Total Pay



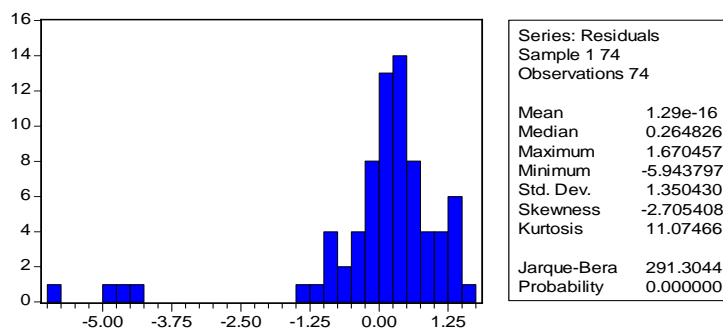
Resultaten för Total Pay visar att *skewness* och *kurtosis* ligger mycket nära de nivåer som visar på god normalfördelning. P-värdet visar att resultatet inte är signifikant på fem procents signifikansnivå och därmed förkastar vi inte nollhypotesen. Residualerna är alltså normalfördelade.

Noncontingent Pay



Resultatet av testet visar att *skewness* och *kurtosis* båda ligger kring de nivåer som visar på god normalfördelning. Det p-värde som har genererats är inte signifikant och sålunda förkastar vi inte nollhypotesen. Därmed kan vi anse att residualerna är normalfördelade.

Contingent Pay



Resultatet för Contingent Pay visar att varken *skewness* eller *kurtosis* är i närheten av de nivåer som visar på god normalfördelning. P-värdet visar att resultatet är starkt signifikant och därmed tvingas vi förkasta nollhypotesen. Anledningen till detta är dock med stor sannolikhet de extremvärden som kan observeras i grafen ovan. Utan extremvärdena så följer residualerna en till synes normalfördelad kurva. Konsekvensen av att regressionsmodellen inte uppfyller det här antagandet kan bli att signifikanstesternas osäkerhet ökar, men legitimiteten i regressionerna består.

4.3.4 Ingen multikolinjäritet

För att resultatet av studien ska ha hög trovärdighet krävs det att de förklarande variablerna är oberoende av varandra. Multikolinjäritet är det tillstånd vid vilket två eller flera variabler har en hög korrelation med varandra. Det resulterar i en hög förklaringsgrad hos regressionen, mätt i R^2 -värde. Dock innebär storleken på de individuella koefficienternas standardavvikelse att variablerna inte blir signifikanta och modellens resultat därmed missvisande. Problemet visar sig i att om vi tillför eller avlägsnar en variabel, kommer inte de andra variablernas koefficienter att påverkas (Brooks 2004, s. 190-191).

Vi använder oss av tre korrelationsmatriser, en per beroende variabel, framtagna med hjälp av Eviews för att kontrollera för korrelation (se Bilaga B). Matriserna visar dock inte kolinjäritet mellan multipla variabler, men vi bedömer att risken för en sådan korrelation är liten. Då samtliga korrelationsvärden understiger 0,8

indikerar matriserna att det inte råder korrelation mellan våra variabler (Brooks 2004, s. 191).

4.3.5 Linjärt samband

Det krävs att modellen är linjär för att kunna tillämpa OLS. För att regressionen ska anses vara bra krävs ett samband mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna. Sambandet ska vara möjligt att beskriva med en rät linje i ett diagram vilket alltså betyder att parametrarna ska vara linjära, det gäller dock inte tvunget för variablerna (Brooks 2004, s. 54).

Vi använder Ramsey Reset Test i Eviews för att testa sambandet mellan parametrarna. Vi testar nollhypotesen, linjärt samband föreligger, med en signifikansnivå på fem procent (Brooks s. 194).

Ramsey Reset resultat

Total Pay

F-statistic	0.961432	Prob. F(1,60)	0.330764
Log likeliho	1.176366	Prob. Chi-Square(1)	0.278097

Här överstiger p-värdet fem procent och följaktligen förkastar vi inte nollhypotesen. Sambandet är linjärt.

Noncontingent Pay

F-statistic	0.079953	Prob. F(1,60)	0.778334
Log likeliho	0.098543	Prob. Chi-Square(1)	0.753585

Vi finner här att p-värdet överstiger fem procent och därmed förkastar vi inte nollhypotesen. Sambandet är linjärt.

Contingent Pay

F-statistic	10.03230	Prob. F(1,60)	0.002419
Log likeliho	11.44129	Prob. Chi-Square(1)	0.000718

Med vår valda signifikansnivå finner vi p-värdet signifikant och förkastar därmed nollhypotesen. Sambandet är därmed inte linjärt.

5 Analys

I det här kapitlet analyserar vi resultatet av studien genom att applicera våra teoretiska förutsättningar på det empiriska materialet. Vi inleder kapitlet med en kort återblick på resultatet av regressionerna vilka vi sedan söker förklara. Vi gör vissa jämförelser mellan våra resultat och tidigare studier för att på så sätt sätta våra resultat i ett rättvisande perspektiv.

5.1 Kort om resultatet

De regressioner som beskrivits i empirikapitlet genererade ett antal intressanta resultat. I strid med de teoretiska argumenten fann vi inga bevis för att en beroendeflyttad kommitté påverkade VD-ersättningen positivt. Detsamma var fallet då vi undersökte huruvida andelen kvinnor i kommittén påverkade VD-ersättningen, vilket den alltså inte gjorde. Däremot visade resultatet starka indikationer på att andelen ledamöter med utländsk bakgrund i ersättningskommittén påverkade VD-ersättningen positivt, vilket är överraskande sett till de teoretiska grunderna. De regressioner som undersökte Noncontingent och Total Pay hade förklaringsgrader kring 70 %, vilket i finansiella studier får ses som ett robust resultat. Resultaten för Contingent Pay var generellt inte signifikanta och förklaringsgraden var mycket låg, vilket tyder på att modellen är ett skalt verktyg för att söka de komponenter av betydelse för Contingent Pay. Övriga validitetstester som vi har genomfört och beskrivit i föregående kapitel går i samma spår genom att visa resultat för Total och Noncontingent Pay som stärker resultatet av modellerna. Contingent Pay är även i validitetstesterna undersökningens svarta får med resultat som inte uppfyller önskvärda kriterier i flera test.

5.2 Analys av regressioner och variabler

Resultatet av den empiriska undersökningen visar alltså att VD-ersättningen inte påverkas av eventuella kommittémedlemmar i beroendeställning till ägare eller VD. Det innebär att de teoretiska argumenten kring agentproblematiken och VD:s möjlighet att kontrollera och styra ersättningsprocessen efter eget gottfinnande faller undan för den empiriska bevisningen. Tidigare studier som undersöker sambandet mellan beroende kommittémedlemmar och VD-ersättning har ej heller funnit några bevis för att ett samband föreligger. Våra resultat går därmed i linje med den tidigare forskning (Vafeas 2003, Daily et al 1998, Newman & Mozes 1999) som vi refererat till i teorikapitlet. Det förefaller därmed som att den svenska marknaden liknar den amerikanska i det här avseendet. Resultatet är intressant eftersom betydelsen av oberoende kommittémedlemmar har betonats så pass kraftigt under senare år att det faktiskt har blivit kutym i regelverk och lagar runt om i världen att kräva oberoende ersättningskommittéer i noterade bolag. Vår studie skulle därmed sälla sig till den forskning som utmanar fokuseringen på oberoende.

Det kan finnas flera orsaker till att de teoretiska förutsättningarna inte överensstämmer med det empiriska resultatet. På senare år har den utomstående övervakningen av bolagsledning och styrelse från media och olika ägargrupper intensifierats, vilket kan verka avskräckande för eventuella försök till oetiskt beteende. Med den relativt begränsade skara styrelseledamöter som finns i svenska börsbolag är det lätt att föreställa sig hur en styrelseledamot skulle tvingas löpa gatlopp i medier och få status som social paria om det uppdagades att denne bidragit till oskäligen ersättningar till VD. Risken att bli uthängd kombinerat med rädsla att förlora förtroendet inför kollegor skulle kunna vara tillräckligt avskräckande för att motivera ett korrekt beteende hos beroende ledamöter. En mer positiv tolkning av resultatet skulle vara att även beroende kommittéledamöter sätter sin lojalitet mot aktieägarna främst och därmed agerar i enlighet med det förordnande de blivit tilldelade.

Vi undersökte även två delhypoteser varav andelen kvinnliga kommittéledamöters påverkan på VD-ersättningen var en. Vi fann inget stöd för vår hypotes och därmed kunde vi inte bekräfta de teoretiska argument som vi utgick från. Liknande studier av bland andra Carter *et al* (2007) visade på liknande resultat då sambandet mellan andelen kvinnliga ledamöter i ersättningskommittén och företagets finansiella prestation studerades. Resultatet är intressant då röster höjs runt om i samhället för mer jämställdhet, bland annat i företagsstyrelser. Det går att spekulera i flera möjliga orsaker till bristen på samband mellan dessa variabler. De studier (ex. Westphal & Zajac 1995) som undersökt demografiska egenskapers vikt i samspelet mellan styrelse och VD kan här vara av intresse. I mansdominerade styrelser där män utgör nomineringskommittén har det historiskt fallit sig naturligt att välja in ledamöter med liknande bakgrund. I takt med att andelen kvinnor på högre poster i samhället ökar så ökar givetvis sannolikheten för att kvinnor tar plats i styrelserna, dock bibehålls sannolikt de demografiska hänsynstaganden som nomineringskommittén tidigare arbetat utefter. Detta torde resultera i att de kvinnor som väljs in i styrelser, och därefter kan bli invalda i ersättningskommittéer har liknande bakgrund och värderingar som sina manliga kollegor. I ett sådant fall torde inte könet spela någon större roll vilket kan förklara bristen på samband mellan kvinnliga ledamöter och VD-ersättning.

En annan, mer krass förklaring till bristen på samband kan ligga i kvinnliga ledamöters rent praktiska möjlighet att påverka. Då andelen kvinnor i ersättningskommittéerna i snitt ligger på 11 %, märk väl att kommittén vanligtvis består av två till fyra ledamöter, är de sällan eller aldrig i majoritet vilket inkräktar på deras möjligheter att influera kommittéarbetet. Arbetet i de olika styrelsekommittéerna är av stor vikt eftersom en stor del av de praktiska förberedelserna för styrelsens beslutsfattande utförs där. Kesners (1988) studie visade att kvinnliga ledamöter ofta kommer utifrån bolaget, och saknar således kunskap om och insyn i bolagets verksamhet. Sett ur det perspektivet så minskar naturligt chanserna att kvinnor blir invalda i tunga kommittéer, då det arbetet ofta kräver just erfarenhet från bolaget i fråga.

Den andra undersökta delhypotesen gällde andelen ledamöter med utländsk bakgrund och deras påverkan på VD-ersättningen. Vi får här ett överraskande resultat, nämligen att andelen ledamöter med utländsk bakgrund påverkar VD-ersättningen *positivt*, vilket går stick i stäv med grundhypotesen och den teoretiska utgångspunkten. Agentteoretiska resonemang kring hur ökad andel utländska ledamöter ökar oberoendet och därmed minskar ersättningen faller alltså till föga. Orsakerna till detta kan sökas på flera håll. I den underliggande statistiken⁴ ser vi klart och tydligt att de företag som har utländska kommittéledamöter, med några få undantag, står att finna på Large Cap-listan. Det handlar alltså om större bolag vilket kan förklara den högre VD-ersättningen, sambandet mellan bolagsstorlek och VD-ersättning är som tidigare nämnts väldokumenterat.

En annan orsak till att ledamöter med utländsk bakgrund påverkar VD-ersättningen positivt kan vara graden av internationaliseringen av bolaget. Oxelheim & Randøy (2005) visar på ett signifikant positivt samband mellan anglo-amerikanska ledamöter i styrelsen och VD-ersättningen. Om samma eller mycket lika förutsättningar gäller för anglo-amerikanska ledamöter, och även andra nationaliteter, i ersättningskommittén som i styrelsen så överensstämmer våra resultat med tidigare forskning. Majoriteten av de kommittémedlemmar med utländsk bakgrund som sitter i svenska bolagskommittéer kommer från större industriländer som exempelvis USA, England, Tyskland och Frankrike. I dessa länder är VD-ersättningar generellt högre än i Sverige vilket kan leda till en ökad vilja bland kommittémedlemmarna att höja ersättningen till nivåer liknande dem i deras hemland.

⁴ Se Bilaga F

5.3 Problemet med Contingent Pay

Som ovanstående resultat har visat genererar vår studie inga resultat av värde för variabeln Contingent Pay. De bakomliggande orsakerna till detta kan finnas på flera håll, exempelvis har studier visat att långsiktig kompensation är ett vanligare VD-incitament i bolag där utvecklingen har varit dålig (Newman & Mozes 1999). Att värdera långsiktiga incitamentsprogram kan vara problematiskt då de sträcker sig långt in i framtiden och varierar från bolag till bolag. Här finns även en tradition av komplicerade programstrukturer vilket försvårar tolkningen och värderingen, även för erfarna analytiker.

Den mest troliga källan till problematiken är dock värderingen av VD-ersättningens optionsdel. Här ligger svårigheterna i att identifiera vilken metod bolagen använder sig av vid värderingen av optionstilldelningen till VD. Några entydiga regler för hur dessa ska redovisas saknas och följaktligen kan bolagen välja att redovisa de siffror som bäst passar bolagets syfte. Det står alltså bolagen fritt att själva välja vilket värde de redovisar optionsdelen till och således försvåras jämförbarheten.

De ersättningssiffror vi har använt i vår undersökning är, som tidigare nämnts, hämtade från Nordic Investor Services. Optionsvärdet är där redovisat enligt så kallad *fair value*-princip, det vill säga värdet på tilldelningen idag, och är i flera fall hämtat från årsredovisningar. Därmed uppkommer problematiken kring värdering enligt diskussionen ovan. Med facit i hand kan vi inte utesluta möjligheten att skillnader i redovisningen av optionsvärden mellan olika bolag ligger till grund för bristen på samband mellan Contingent Pay och VD-ersättningen.

6 Slutsats

I detta kapitel presenterar vi de slutsatser som vi har dragit med bakgrund i analysen samt ger förslag på ämnesområden för vidare forskning.

6.1 Slutsatser

Vi har med den här studien sökt illustrera det komplexa system som ligger bakom VD-ersättningen, med mål att finna variabler som influerar densamma. Studien har genererat ett antal intressanta resultat och bidragit till existerande forskning genom att föra in studier av VD-ersättning och ersättningskommittéer på den svenska marknaden. Vi har visat att sammansättningen av ersättningskommittén påverkar VD-ersättningen och därmed byggt vidare på den grund formad av tidigare studier.

Genom att studera sammansättningen av ersättningskommittéerna i ett antal svenska bolag visade vi att andelen beroende ledamöter i sagda kommitté inte hade någon positiv påverkan på VD-ersättningen. Vi drar därmed slutsatsen att oavsett om en ledamot står i någon form av beroendeställning gentemot VD eller ägare så är de övervakningssystem som finns inom och utom bolaget tillräckliga för att motverka oetiskt beteende av det här slaget. Det förefaller som om de beroende ledamöterna är måna om sitt eget rykte som pålitliga styrelseledamöter och därmed ovilliga att vårdslöst gynna VD. De här slutsatserna ifrågasätter de ekonomiska fördelarna med de regleringar av bolagsmarknaden som har införts i och med Svensk kod för bolagsstyrning, på det här specifika området. Kanske är det mer fördelaktigt att ha erfarna, beroende ledamöter med god kännedom om företaget i ersättningskommittén?

Vi studerade även den påverkan som andelen kvinnliga kommittéledamöter har på VD-ersättningen. Bakgrunden till intresset för just den här variabeln ligger i mångt och mycket i den offentliga debatt som förts kring "gubbväldet" i bolagsstyrelserna och de återkommande diskussionerna om inkvotering av kvinnliga styrelseledamöter. Resultatet av vår studie ifrågasätter vikten av en ökad andel kvinnor ur ett ekonomiskt perspektiv. Våra resultat indikerar att en sådan ökning inte påverkar VD-ersättningen och tidigare forskning (Carter *et al* 2007) visar även att det inte påverkar företagsvärdet. Vi drar slutsatsen att könstillhörigheten inte är en avgörande faktor när det gäller hur en individ agerar i en roll som ledamot i ersättningskommittén. Vikten av andra faktorer som bakgrund, social tillhörighet eller utbildning kan exempelvis vara starkare influenser. Det finns dock två sidor på detta mynt. Om nu andelen kvinnor inte påverkar nämnda variabler, varför skulle en andel kvinnor i styrelse alternativt kommitté, som avspeglar fördelningen i samhället eller inom företaget, *inte* vara av godo? Uppenbarligen försämras inte företagets situation och i dagens samhälle sänder jämställdhet i styrelsen positiva signaler som kan locka de mest kompetenta kvinnorna, och även männen, till bolaget i fråga.

Slutligen studerade vi även hur andelen ledamöter med utländsk bakgrund påverkade VD-ersättningen. Vi lyckades visa på ett positivt samband mellan andelen utländska ledamöter och VD-ersättningen. Det resultatet gick emot våra teoretiska föresatser men visade på vikten sammansättningen av ersättningskommittén kan ha för bolagets ersättningspraxis. Genom vidare studier av tidigare forskning samt vårt eget material kom vi fram till att utländska ledamöter främst förekommer i stora internationella bolag. I takt med att bolag internationaliseras och därmed växer så ökar behovet av ledamöter med erfarenhet från dessa nya marknader. Det innebär att dessa ledamöter tar med sig den ersättningspraxis som existerar i deras hemland, vilket generellt kan öka svenska VD-ersättningar. Vi drar därmed slutsatsen att det alltså inte är den utländska bakgrunden specifikt, utan implementeringen av ett utländskt arbetssätt och tankesätt i ersättningskommittén som bidrar till den högre VD-ersättningen.

Sammanfattningsvis drar vi slutsatsen att ersättningskommitténs sammansättning har betydelse för storleken på VD-ersättningen, vilket gör den intressant för ägare och andra intressegrupper att bekanta sig närmare med.

6.2 Vidare forskning

Enligt agentteorins förespråkare är det mycket viktigt att föra samman VD:s och ägares intressen för att minimera risken för att VD:n agerar för egen vinning. Ett aktiekursbaserat incitamentsprogram brukar generellt anses göra just det då både ägare och VD tjänar på att aktiekursen stiger. Vi ser dock att det är ett flertal företag på både Large Cap och Mid Cap-listorna som inte har implementerat någon form av incitamentsprogram. Hur detta kommer sig och vilka som är de bakomliggande orsakerna vore ett intressant ämne att forska vidare inom.

Den deskriptiva statistiken visar även den på några oväntade resultat. Skillnaderna mellan de företag som utgör undersökningsmaterialet är i vissa fall avsevärd. En storleksmässig jämförelse visar att det bolag med högst omsättning, Volvo, hade över 1200 gånger större intäkter än bolaget med minst omsättning, Heba. Sett till VD-ersättning var skillnaden dock betydligt mindre, Volvos VD:s ersättning var 17,5 gånger högre än Hebas. Detta resultat inbjuder till diskussion, som i viss mån redan förs, om huruvida de svenska VD:arna är över- eller underbetalda. Borde Volvos chef ha mångdubbelt högre ersättning, eller är Hebas VD ruskigt överbetald? Detta är intressant och inbjuder till vidare forskning.

6.2.1 – Panelstudie

Då Svensk kod för bolagsstyrningen implementerades så sent som 2005 har vi inte haft möjlighet att studera förändringarna över tiden, med en panelstudie. Därför finner vi det intressant att framöver studera om det går att finna ett samband över tiden mellan utformningen av ersättningskommittén och

ersättningen till bolagets VD. Resultatet av en sådan studie borde enligt vår bedömning bli mer rättvisande då den tar med förändringen som skett före, respektive efter införandet av koden.

6.2.2 – Kostnad / vinst

Ett annat område som är intressant är studera huruvida förtroendet för bolagen har förändrats sedan implementeringen av koden. Det kan ställas i förhållande till den kostnad som är relaterad till de åtgärder som koden medför, samt den dokumentation som ska göras. Röster har höjts kring att kostnaderna blir större än vinsten i form av ökat bolagsvärde, för de bolag som följer koden för bolagsstyrning. Därför borde en studie i ämnet vara av intresse när koden har varit i bruk en längre tid.

6.2.3 – Internationellt perspektiv

Vidare kan en bredare internationell studie vara av intresse, där olika marknader, exempelvis inom EU jämförs. Det skulle kunna visa på skillnader mellan ländernas kommittépolicier kontra de kulturella skillnader som kan tänkas föreligga.

7. Källförteckning

7.1 Publicerade källor

Adams, Carol; Gray, Rob & Owen, Dave (1996) *Accounting and Accountability: Changes and Challenges in Corporate and Social Reporting*, Prentice Hall, 1996.

Akerlof, George A. (1970) "The Market for Lemons". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, 1970, s. 488-500

Andersson, Göran; Jorner, Ulf & Ågren, Anders (1994) *Regressions- och tidsserieanalys*. Studentlitteratur. (2:a uppl.) 1994.

Anderson, Ronald C. & Bizjak, John M. (2003) "An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay". *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, 2003, s. 1323-1348.

Baker, George P.; Jensen, Michael C. & Murphy, Kevin J. (1988) "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory". *Journal of Finance*, Vol. 43, 1988, s. 593-616.

Baumol, W.L. (1967) *Business Behavior, Value and Growth*. Harcourt, Brace and World, New York, 1967.

Bertrand, Marianne & Mullainathan, Sendhil (2000) "Agents With and Without Principals". *The American Economic Review*, Vol. 90, 2000, s. 203-208.

- Bhagat, Sanjai & Black, Bernard (2002) "The Non-correlation Between Board Independence and Long-term Firm Performance". *Journal of Corporation Law*, Vol. 27, 2002, s. 231-273.
- Boyd, B. (1990) "Corporate linkages and organisational environment: a test of the resource dependence model". *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 1990, s. 419-430
- Boyd, Brian (1994) "Board control and CEO compensation". *Strategic management journal*, Vol. 15, 1994, s. 335-344
- Brickley, J.A och James, C. (1987) "The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of Banking", *Journal of law and economics*, 1987, s. 161-180
- Brooks, Chris (2004) *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge University Press. (4th edition) 2004.
- Byrd, John W. & Hickman, Kent A. (1992) "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids". *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, 1992, s. 195-221.
- Carter, David A.; D'Souza, Frank; Simkins, Betty J. & Simpson, W. Gary (2007) "The Diversity of Corporate Board Committees and Financial Performance". *FMA Annual Conference Orlando*, 20 september 2007.
- Chalmers, Keryn; Koh, Ping-Sheng & Stapledon, Geof (2006) "The Determinants of CEO Compensation: Rent Extraction or Labour Demand?" *The British Accounting Review*. Vol. 38, 2006, s. 259-275.
- Conyon Martin J. & Peck Simon I. (1998) "Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation" *Academy of Management*, Vol. 41, 1998, s. 146-157.

- Core, J.E.; Holthausen, R.W. & Larcker, D.F. (1999) “Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, 1999 s. 371-406
- Daily, Catherine M.; Dalton, Dan R.; Ellstrand, Alan E. & Johnson, Jonathan L. (1998) “Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation”. *The Academy of Management Journal*, Vol 41, Apr. 1998, s. 209-220.
- Deegan, Craig (2002) “Introduction: The Legitimising Effect of Social and Environmental Disclosures – a Theoretical Foundation”. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 15, 2002, s. 282-311.
- Elson, C. M. (1993) “Executive overcompensation-A board-based solution”. *Boston College Law Review*, Vol. 34, 1993, s. 937-996.
- Fama, Eugene (1980) “Agency problems and the theory of the firm”. *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, 1980, s. 288-307
- Fama, Eugene & Jensen, Michael (1983) “Separation of ownership and control”. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 1983, s. 301-325
- Finkelstein S. & Hambrick D. (1989) “Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes”. *Strategic management journal*, Vol. 10, 1989, s. 121-134
- Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. (1996). “Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations”. St. Paul: West.
- Gibbons, Robert & Murphy, Kevin J. (1992) “Optimal Incentive Contract in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence”. *Journal of Political Economy*, Vol. 100, 1992, s. 468-505.

- Hill C. & Phan P. (1991) "CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay". *Academy of Management Journal*, Vol 34, 1991, s. 707-717
- Hirsch, Paul M.; Friedman, Ray & Koza, Mitchell P. (1990) "Collaboration or Paradigm Shift?: Caveat Emptor the Risk of Romance with Economic Models for Strategy and Policy Research". *Organization Science*, Vol. 1, 1990, s. 87-97.
- Jensen, Michael C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*, Vol. 76, 1986, s. 323-329.
- Jensen, Michael C. & Murphy Kevin J. (1990) "Performance Pay and Top-Management Incentives". *Journal of Political Economy*, Vol. 98, 1990, s. 225-264.
- Kesner, I. F. (1988). "Directors' characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure, and gender". *Academy of Management Journal*, Vol. 31, 1988, s. 66-84.
- Kim, Kenneth A. & Nofsinger, John R. (2007) *Corporate Governance*, Pearson Prentice Hall, 2007.
- Lee, Chun I.; Rosenstein, Stuart; Rangan, Nanda & Davidson, Wallace N. (1992) "Board Composition and Shareholder Wealth: The Case of Management Buyouts". *Financial Management*, Vol. 21, 1992, s. 58-73
- Lorsch, J. W. & MacIver, E. (1989) "Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards". Boston: Harvard Business School Press.
- Main, Brian G.; O'Reilly III, Charles A. & Wade, James (1993) "The CEO, the board of directors, and executive compensation: Economic and psychological perspectives". University of California-Berkeley Working Paper

- Mangel, R. & Sing, H. (1993) "Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large US corporations". *Accounting and business research*, 1993, s. 339-350
- McKnight, Phillip J.; Tomkins, Cyril; Weir, Charlie & Hobson, David (2000) "CEO Age and Top Executive Pay: A UK Empirical Study". *Journal of Management and Governance*, Vol. 4, 2000, s. 173-187.
- Newbold, Paul; Carlson, William L. & Thorne, Betty (2003) *Statistics for Business & Economics*. Prentice Hall. (5th edition) 2003.
- Newman, Harry A. (2000) "The Impact of Ownership Structure on the Structure of Compensation Committees". *The Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 27, 2000, s. 653-678.
- Newman, Harry A. & Mozes, Haim A. (1999) "Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?". *Financial Management*, Vol. 28, 1999, s. 41-53.
- O'Reilly III, Charles A.; Main, Brian G. & Crystal, Graef S. (1988) "CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories". *Administrative Science Quarterly*, Vol. 33, 1988, s. 257-274.
- Oxelheim, Lars & Randøy, Trond (2005) "The Anglo-American Financial Influence on CEO Compensation in Non-Anglo-American Firms". *Journal of International Business Studies*, Vol. 36, 2005, s. 470-483.
- Ozkan, Neslihan (2007) "Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies". *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, 2007, s. 349-364.
- Prendergast, Canice (1999) "The Provision of Incentive in Firms". *Journal of Economic Literature*. Vol. 37, 1999, s. 7-63.

- Ramanathan, Ramu (1998) *Introductory Econometrics with Applications*. Dryden, 1998.
- Randøy, Trond & Nielsen, Jim (2002) “Company Performance, and CEO Compensation in Norway and Sweden”. *Journal of Management & Governance*, Vol. 6, 2002, s. 57-82.
- Ryan, Bob; Scapens, Robert W. & Theobald, Michael (2002) *Research Method & Methodology in Finance & Accounting*, Thomson Learning, 2002 (2nd edition).
- Suchman, Mark C. (1995) “Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches”. *The Academy of Management Review*, Vol. 20, 1995, s. 571-610.
- Tosi, Henry L., Jr. & Gomez-Mejia, Luis R. (1989) “The Decoupling Of CEO Pay And Performance: An Agency Theory”. *Administrative Science Quarterly*; Vol. 34, 1989, s. 169-189
- Uzun, Hatice; Szewczyk, Samuel H & Varma, Raj (2004) “Board Composition and Corporate Fraud”. *Financial Analysts Journal*, Vol. 60, 2004, s. 33-43
- Vafeas, Nikos (2000) “The Determinants of Compensation Committee Membership”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 8, 2000, s. 356-366.
- Vafeas, Nikos (2003) “Further Evidence on Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation”. *Financial Management*, Vol. 32, 2003, s. 53-70.
- Weidenbaum, M. (1986) “Updating the corporate board”. *Journal of business strategy*, Vol. 7, 1986, s. 77-83
- Weisbach, M.S. (1988) “Outside directors and CEO turnover”. *Journal of Financial Economics* Vol. 20, 1988, s. 431-460

Westphal, James D. & Zajac, Edward J. (1995) "Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection". *Administrative Science Quarterly*, Vol. 40, 1995, s. 60-83.

7.2 Internetkällor

Carnegie Investment Bank AB (2007), *Carnegie request to be released from the assignments for the Swedish government*. Hämtad 2007-12-20 från, www.carnegie.se/templates/Iframe.aspx?id=2773

Dagens Nyheter (2003), *Skandal utan botten*. Hämtad 2007-12-24 från, www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?d=576&a=208089

E24 (2007), *Carnegie mörkar ny vd:ns superlön*. Hämtad 2007-11-26 från, www.e24.se/branscher/bankfinans/artikel_20949.e24

Euroshareholders (2000), *Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000*. Hämtad 2007-11-27 från, www.wfic.org/esh/Guidelines.pdf

Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2004), *Svensk kod för bolagsstyrning*. Hämtad 2007-11-28 från, www.bolagsstyrning.se/files/docs/Svensk_kod_f%F6r_bolagsstyrning.pdf

NYSE Euronext (2003), *Final NYSE Corporate Governance Rules*. Hämtad 2007-11-28 från, www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf

OMX AB (2007), *Den Nordiska Börsen*. Hämtad 2007-11-26 från, www.omxgroup.com/nordicexchange/omhandeln/handel/nordiskaborsen

7.3 Ytterligare källor

Eviews 5.1 2005 Users Guide

Kommissionens rekommendation om att främja en lämplig ordning för ersättningen till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag, (2004/913/EG) (2004), *Europeiska Unionens officiella tidning*, 2004-12-14, L385/55. Hämtad 2008-01-05 från:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:385:0055:0059:SV:PDF>

Kommissionens rekommendation om uppgifter för företagsexterna styrelseledamöter eller styrelser ledamöter med tillsynsfunktion i börsnoterade bolag och om styrelsekommittéer, (2005/162/EG), *Europeiska Unionens officiella tidning*, 2005-02-15, L52/51. Hämtad 2008-01-05 från:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:SV:PDF>

8. Bilagor

Bilaga A - Bolagskoder

EU - Euroshareholders Corporate Governance Guidelines, 2000

“A special committee should be established to set the remuneration of the directors. The principles upon which this remuneration are based should be published in the annual report. The payment of executive directors can to some extent be flexible – related to the company’s profitability – but shall not exceed double the fixed payment.” (www.wfic.org)

EU – Kommissionens Rekommendationer (2005/162/EG)

”3.1 Bildande och sammansättning

1. I de fall styrelsen enligt nationell lagstiftning spelar en roll vid fastställandet av ersättning till styrelseledamöter, vare sig den själv fattar beslut eller lämnar förslag till ett annat organ inom företaget, bör en ersättningskommitté bildas inom styrelsen.

2. Ersättningskommittén bör uteslutande bestå av företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion. En majoritet av medlemmarna bör vara oberoende.

3.2 Roll

1. I förhållande till företagsinterna styrelseledamöter och medlemmar av ledningsgruppen bör följande alltid ingå i kommitténs uppgifter:

— Att lägga fram förslag för godkännande av styrelsen i fråga om policyn för ersättningar till företagsinterna styrelseledamöter och medlemmar av ledningsgruppen. Policyn bör behandla alla slags ersättningar, i synnerhet den fasta ersättningen, prestationsbaserade ersättningsordningar, pensionsavtal och uppsägningsvillkor. Förslag som rör prestationsbaserade ersättningsordningar bör åtföljas av rekommendationer till prestationsmål och bedömningskriterier, så att ersättningarna till företagsinterna styrelseledamöter och medlemmar av ledningsgruppen kan sättas i rimligt förhållande till aktieägarnas långsiktiga intressen och de mål styrelsen ställt upp.

— Att lägga fram förslag till styrelsen i fråga om den individuella ersättningen till företagsinterna styrelseledamöter och medlemmar av ledningsgruppen som ska garantera att den står i överensstämmelse med den ersättningspolicy som företaget har antagit och den utvärdering som gjorts av utförda prestationer. Kommittén bör för detta ändamål få tillräcklig information om de ersättningar som har utgått till styrelseledamöter och ledande befattningshavare i andra företag inom koncernen.

— Att lägga fram förslag till styrelsen i fråga om lämpliga avtalsformer för företagsinterna styrelseledamöter och medlemmar av ledningsgruppen.

— Att biträda styrelsen i övervakningen av hur företaget följer gällande bestämmelser om offentliggörande av ersättningsrelaterade förhållanden (särskilt den ersättningspolicy som tillämpas och den individuella ersättningen till ledande befattningshavare).

2. I förhållande till företagsledningen (enligt styrelsens definition) bör följande alltid ingå i kommitténs uppgifter:

— Att lägga fram rekommendationer till de företagsinterna styrelseledamöterna och medlemmarna av ledningsgruppen om ersättningsnivå och ersättningsstruktur för företagsledningen.

— Övervaka ersättningsnivå och ersättningsstruktur för företagsledningen på grundval av tillräcklig information från de företagsinterna styrelseledamöterna och medlemmarna av ledningsgruppen.

3.3 Arbetssätt

1. Ersättningskommittén bör rådfråga åtminstone styrelseordföranden eller verkställande direktören om deras syn på ersättningen till övriga företagsinterna styrelseledamöter och medlemmar av ledningsgruppen.

2. Ersättningskommittén bör ha möjlighet att anlita konsulter för att få nödvändiga upplysningar om marknadens standarder för ersättningssystem. Kommittén bör vara ansvarig för att ställa upp urvalskriterier, välja ut, utnämna och fastställa riktlinjer för sådana konsulter som ger kommittén råd i ersättningsfrågor, och den bör få tillräckliga ekonomiska medel till sitt förfogande för detta.”

(Rekommendation 2005/162/EG)

Sverige – Svensk kod för bolagsstyrning

”Styrelsen skall inrätta ett ersättningsutskott med uppgift att bereda frågor om ersättning och andra anställningsvillkor för bolagsledningen. Styrelsens ordförande kan vara ordförande i utskottet. Övriga ledamöter i ersättningsutskottet skall vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. I bolag med mindre styrelser kan hela styrelsen fullgöra ersättningsutskottets uppgifter, förutsatt att styrelseledamot som samtidigt ingår i bolagsledningen inte deltar i arbetet.” (www.bolagsstyrning.se)

USA - Final NYSE Corporate Governance Rules 2003

“(a) Listed companies must have a compensation committee composed entirely of independent directors.

(b) The compensation committee must have a written charter that addresses:

(i) the committee’s purpose and responsibilities – which, at minimum, must be to have direct responsibility to:

(A) review and approve corporate goals and objectives relevant to CEO compensation, evaluate the CEO's performance in light of those goals and objectives, and, either as a committee or together with the other independent directors (as directed by the board), determine and approve the CEO's compensation level based on this evaluation; and

(B) make recommendations to the board with respect to non-CEO compensation, incentive-compensation plans and equity-based plans; and

(C) produce a compensation committee report on executive compensation as required by the SEC to be included in the company's annual proxy statement or annual report on Form 10-K filed with the SEC;

(ii) an annual performance evaluation of the compensation committee.”
(www.nyse.com)

Bilaga C - Bolag i studien

Bolag inte domicilierade i Sverige; Bolag utan ersättningskommitté; och Bolag inte listade 2005, är inte med i vår undersökning.

De undersökta bolagen

AarhusKarlshamns	Latour
Addtech	LBI
Alfa Laval	Lundbergs
Assa Abloy	Lundin Petroleum
Atlas Copco	MTG
Avanza	Munters
B&B TOOLS	Nobia
Ballingslöv	Nolato
Beijer Alma	Nordea
Bilia	Nordnet
Billerud	OMX
Björn Borg	Orc
Boliden	Peab
Brinova	Ratos
Broström	RnB
Cardo	SAAB
Clas Ohlson	Sandvik
Cloetta Fazer	SAS
Electrolux	SCA
Eniro	Scania
Ericsson	SEB
Getinge	Seco Tools
Gunnebo	Securitas
Hakon Invest	Skanska
Haldex	SKF
Handelsbanken	Skistar
Heba	SSAB
Hexagon	SWECO
Holmen	Swedbank
Höganäs	Swedish Match
Industrivärden	Tele2
Indutrade	Telelogic
Intrum Justitia	TeliaSonera
Investor	TradeDoubler
JM	Trelleborg
Kinnevik	Volvo
Kungsleden	Ångpanneföreningen

Bilaga D - Valutakurs

Följande valutakurs, hämtad från Nordic Investor Services, används vid beräkandet av ersättningen till bolagens verkställande direktör.

<u>Valuta</u>	<u>Valutakurs (SEK)</u>
EUR	9.0521

Bilaga E - Definition av oberoende

Följande definition är hämtad ur Svensk kod för bolagsstyrning.

En styrelseledamot skall inte anses oberoende om ledamoten

- är verkställande direktör eller under de fem senaste åren har varit verkställande direktör i bolaget eller ett närstående företag,
- är anställd eller under de tre senaste åren har varit anställd i bolaget eller ett närstående företag,
- erhåller icke obetydlig ersättning för råd eller tjänster utöver styrelseuppdraget från bolaget eller ett närstående företag eller från någon person i bolagsledningen,
- har eller under det senaste året har haft omfattande affärsförbindelser eller andra omfattande ekonomiska mellanhavanden med bolaget eller ett närstående företag i egenskap av kund, leverantör eller samarbetspartner, antingen själv eller genom att tillhöra företagsledningen eller styrelsen eller genom att vara större delägare i annat företag som har en sådan affärsrelation med bolaget,
- är eller under de tre senaste åren har varit delägare eller anställd hos bolagets eller ett närstående företags nuvarande eller dåvarande revisor,
- tillhör företagsledningen i annat företag om en styrelseledamot i detta företag tillhör bolagsledningen i bolaget,
- har varit styrelseledamot i bolaget i mer än tolv år, eller
- står i ett nära släkt- eller familjeförhållande till person i bolagsledningen eller någon annan person som nämns i ovanstående punkter, om denna persons direkta eller indirekta mellanhavanden med bolaget har sådan omfattning och betydelse att de motiverar att styrelseledamoten inte skall anses oberoende.

Bilaga F - Bolagsstatistik

Företag	Omsättning	Andel kvinnor	Andel utländsk bakgrund	VD-ålder	Beroende	Antal år som VD	Antal år i företaget	Avkastning aktie	Avkastning på EK	Storägare	Styrelsens storlek	Styrelsens oberoende
Alfa Laval	19 801 500 000	0%	0%	55	1	3	3	63%	16%	18%	8	63%
Assa Abloy	31 137 000 000	0%	33%	47	1	2	2	10%	18%	16%	8	38%
Atlas Copco	50 512 000 000	0%	0%	56	1	5	5	79%	28%	21%	8	63%
Boliden	35 213 000 000	0%	0%	52	0	6	6	150%	20%	6%	8	88%
Electrolux	103 848 000 000	33%	33%	49	1	5	24	34%	7%	28%	7	57%
Eniro	6 771 000 000	50%	0%	44	0	3	3	45%	20%	8%	8	88%
Ericsson	177 783 000 000	25%	25%	54	1	4	4	23%	24%	19%	10	50%
Gefinge	8 640 100 000	33%	0%	45	1	10	17	29%	21%	48%	7	57%
Hakon Invest	660 000 000	0%	0%	47	1	4	4	15%	11%	67%	7	50%
Hexagon	13 468 000 000	0%	0%	41	1	7	7	136%	11%	45%	6	43%
Holmen	18 592 000 000	0%	0%	47	1	3	22	13%	8%	52%	9	22%
Industrivärden	11 943 000 000	0%	0%	52	1	6	6	29%	29%	11%	8	63%
Investor	31 277 000 000	0%	33%	43	1	2	15	56%	33%	40%	10	40%
JM	12 065 000 000	0%	0%	45	0	5	21	73%	30%	9%	7	86%
Kinnevik	6 305 000 000	25%	0%	41	1	1	1	12%	18%	32%	7	29%
Kungsleden	14 607 000 000	0%	0%	43	1	1	1	83%	30%	4%	7	71%
Latour	5 313 000 000	50%	0%	50	1	4	4	24%	8%	80%	8	63%
Lundbergs	21 937 000 000	0%	0%	55	1	30	30	18%	10%	89%	8	50%
Lundin Petroleum	4 414 506 000	0%	50%	44	1	5	6	115%	27%	24%	9	56%
MTG	10 136 500 000	25%	75%	43	1	7	10	80%	22%	48%	8	50%
Nobia	15 590 000 000	0%	0%	49	0	12	12	50%	20%	11%	9	78%
Nordea	66 777 341 700	25%	50%	51	0	4	14	22%	18%	20%	12	92%
OMX	3 486 000 000	25%	25%	45	1	4	21	28%	11%	11%	8	75%
Peab	30 321 000 000	0%	0%	62	1	48	48	50%	26%	21%	6	67%
Ratos	16 156 000 000	25%	0%	48	1	8	8	35%	20%	44%	8	50%
SAAB	21 063 000 000	0%	33%	54	1	4	31	42%	13%	20%	9	33%
Sandvik	72 289 000 000	0%	33%	52	1	5	29	42%	26%	11%	8	50%
SAS	60 777 000 000	0%	67%	58	0	6	6	63%	2%	14%	7	85%
SCA	101 439 000 000	0%	0%	52	1	5	7	2%	1%	29%	8	50%
Scania	70 738 000 000	33%	33%	61	1	13	35	6%	20%	36%	9	33%
SEB	38 747 000 000	33%	33%	44	1	2	20	25%	15%	21%	10	70%
Seco Tools	5 451 000 000	33%	0%	47	1	3	3	31%	36%	89%	9	56%
Securitas	60 523 000 000	0%	0%	49	1	14	23	17%	19%	17%	10	30%
Handelsbanken	29 559 000 000	100%	50%	45	0	1	16	16%	17%	11%	13	23%
Skanska	125 603 000 000	0%	0%	60	1	4	17	47%	21%	27%	9	56%
SKF	53 101 000 000	0%	33%	51	1	4	30	50%	20%	29%	8	75%
SSAB	31 054 000 000	0%	0%	36	1	1	1	73%	28%	22%	8	50%
Swedbank	29 197 000 000	33%	0%	57	1	3	17	31%	23%	22%	8	88%
Swedish Match	12 911 000 000	0%	0%	56	1	3	9	23%	35%	9%	8	75%
Tele2	50 306 000 000	0%	33%	46	1	8	15	-6%	5%	45%	9	56%
TeliaSonera	91 060 000 000	0%	50%	55	0	5	5	5%	10%	37%	7	100%
Trelleborg	27 041 000 000	0%	0%	40	0	2	12	39%	11%	56%	7	57%
Volvo	248 135 000 000	0%	33%	55	1	10	10	38%	17%	21%	8	38%
AarhusKarshamns	10 929 000 000	0%	50%	54	1	7	7	31%	-1%	39%	8	25%
Addtech	3 362 000 000	0%	0%	58	1	12	34	73%	42%	9%	6	50%
Avanza	454 703 000	33%	0%	32	1	8	8	150%	30%	20%	8	63%
B&B TOOLS	6 823 000 000	0%	0%	49	1	6	6	46%	19%	9%	5	40%
Ballingslöv	2 274 000 000	0%	0%	62	1	11	11	67%	15%	26%	8	63%
Beijer Alma	1 488 000 000	0%	0%	45	1	7	7	70%	25%	24%	8	38%
Billia	14 056 000 000	0%	0%	57	1	4	4	31%	15%	22%	10	70%
Billerud	7 369 000 000	0%	0%	47	0	2	2	-12%	-7%	18%	7	71%
Björn Borg	324 600 000	0%	0%	49	1	3	8	188%	28%	9%	7	29%
Brinova	297 500 000	0%	0%	44	1	3	3	41%	13%	28%	7	71%
Broström	3 386 000 000	0%	0%	56	0	10	25	67%	23%	28%	8	88%
Cardo	8 556 000 000	0%	0%	49	1	3	3	1%	5%	36%	8	25%
Clas Ohlson	4 101 000 000	33%	0%	63	0	11	11	27%	28%	33%	7	63%
Cloetta Fazzer	3 074 000 000	33%	0%	40	1	1	13	3%	10%	40%	8	63%
Gunnebo	6 727 000 000	0%	0%	56	1	2	2	8%	-8%	25%	7	43%
Haldex	7 890 000 000	33%	0%	41	0	2	2	35%	14%	10%	7	100%
Heba	191 561 000	0%	0%	41	1	13	13	4%	14%	19%	7	57%
Höganäs	5 123 000 000	0%	0%	44	1	2	2	-7%	11%	38%	8	25%
Indutrade	4 516 000 000	0%	0%	56	1	3	3	22%	31%	37%	8	63%
Intrum Justitia	2 939 600 000	0%	0%	43	1	1	1	40%	25%	12%	7	71%
LBI	1 244 300 000	0%	100%	54	1	1	5	68%	10%	31%	5	60%
Munters	5 712 000 000	0%	0%	43	0	1	1	13%	18%	14%	7	71%
Nolato	2 702 000 000	0%	0%	49	1	4	4	44%	22%	25%	7	43%
Nordnet	9 487 000 000	0%	0%	43	1	10	10	175%	28%	31%	6	67%
Orc	417 900 000	0%	0%	41	1	1	1	54%	11%	25%	6	67%
RnB	3 475 500 000	33%	0%	44	0	5	5	125%	1%	8%	7	43%
Skistar	1 259 000 000	0%	0%	39	1	5	5	63%	19%	21%	7	57%
SWECO	3 894 700 000	0%	0%	50	1	1	1	63%	31%	35%	7	57%
Telelogic	1 524 900 000	33%	0%	44	0	9	9	25%	12%	9%	7	86%
TradeDoubler	1 744 000 000	20%	0%	45	1	1	4	38%	21%	14%	8	75%
Ångpanneföreningen	3 114 000 000	25%	0%	46	1	5	5	71%	35%	36%	7	57%
Medelvärde	26 678 462 320	11%	12%	49		5,9	11	46%	18%	27%	8	58%
Antal ggr		23	20		58							

För Beroende: 1 = beroendeinfluerad

Bilaga G - Sekretessavtal

På grund av gällande sekretessavtal mellan Nordic Investor Services och oss som författare har vi inte rätt att publicera den data, angående de olika ersättningskomponenterna, vilken utgör grunden för våra variabler Noncontingent Pay, Contingent Pay samt Total Pay. Informationen kan göras tillgänglig för handledare och medbedömare på förfrågan.