



Arkivnummer: 14474

LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska Institutionen

FEKP90
Företagsekonomi -
Examensarbete på Civilekonomprogrammet

VT 2011

VD-ersättning och ägarstrukturer

Ägarförhållanden och ersättning till VD i svenska börsnoterade företag på NASDAQ OMX

Large och Mid Cap 2005-2009

Författare:

Jens Håkansta
Fredrik Säwe Lindholm

Handledare:

Maria Gårdängen

Sammanfattning

Uppsatsens titel:	VD-ersättning och ägarstrukturer – Ägarförhållanden och ersättning till VD i svenska börsnoterade företag på NASDAQ OMX Large och Mid Cap år 2005-2009
Seminariedatum:	2011-05-23
Ämne/Kurs:	FEKP90, Examensarbete på magisternivå, Finansiering, 30 högskolepoäng (30 ECTS)
Författare:	Jens Håkansta och Fredrik Säwe Lindholm
Handledare:	Maria Gårdängen
Fem nyckelord:	VD-ersättning, ägarkoncentration, ägartyp, utländskt ägande, Sverige
Syfte:	Uppsatsen ämnar bidra till den internationella ”Corporate Governance”-litteraturen genom att analysera samband mellan den totala ersättningen till VD och ägarförhållandena i företagen mellan åren 2005-2009.
Metod:	Metoden som används är kvantitativ och har ett deduktivt förhållningssätt eftersom den baseras på tidigare forskningsresultat och teorier. Vidare analyseras relationerna mellan insamlad paneldata med hjälp av en multipel regressionsmodell och en jämförande analys.
Teoretiska perspektiv:	Författarna utgår främst från litteratur avseende principal-agent-problem, ”Pay-for-performance”, ”Tournament theory” och ”Corporate Governance”.
Empiri:	Studien omfattar 142 bolag med säte i Sverige noterade på NASDAQ OMX Large Cap och Mid Cap mellan åren 2005-2009 (570 observationer). Data är främst hämtad från årsredovisningar samt SIS Ägarservice årliga upplaga av ”Ägarna och Makten”.
Slutsatser:	Resultaten visar att det finns tydliga samband mellan VD-ersättning och ägarförhållandena i bolagen, där en svagare ägarkoncentration och större andel utländsk ägande leder till högre ersättning. Det finns även tydliga skillnader beroende på den enskilt största ägarens ägartyp, där en statlig ägare betalar ut lägst VD-ersättning, följt av sfärer. Herrelösa företag, utan en kontrollerande ägare, betalar ut den högsta VD-ersättningen.

Abstract

- Title:** CEO remuneration and ownership structure – *Ownership conditions and compensation to CEO in Swedish publicly held companies 2005-2009*
- Seminar date:** 2011-05-23
- Course:** FEKP90, Master thesis in business administration, 30 University Credit Points (30 ECTS)
- Authors:** Jens Håkansta och Fredrik Säwe Lindholm
- Advisor:** Maria Gårdängen
- Five key words:** CEO remuneration, ownership concentration, owner type, foreign ownership, Sweden
- Purpose:** This study contributes to the international Corporate Governance literature by analyzing the relationships between CEO remuneration and ownership structure in Swedish firms during the time period 2005-2009.
- Methodology:** The study employs a deductive method since it is based on previous research within the same field. The relationships between the collected panel data are analyzed through a multiple regression model and a comparative analysis.
- Theoretical Perspectives:** The authors have based the theory mainly on agency literature, pay-for-performance literature, tournament theory and corporate governance literature.
- Empirical foundation:** The study includes 142 Swedish companies listed on NASDAQ OMX Nordic Large Cap and Mid Cap during 2005-2009 (570 observations). Data have been collected from annual reports and SIS Ägarservice's annual edition of "Ägarna och Makten".
- Conclusions:** The results show that there are clear relationships between CEO remuneration and ownership structure. A weaker ownership concentration and larger share of foreign owners result in higher CEO remuneration, which is also affected by the type of owner the largest owner of the firm is. In firms where the government is the largest owner, CEO remuneration is the lowest, followed by "family owned" firms. Firms without a large owner compensate their CEO's the most.

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1. Bakgrund	5
1.2. Problematisering	7
1.3. Syfte	9
1.4. Avgränsning	9
1.5. Disposition	10
2. Litteratur	12
2.1. Agentlitteratur och informationsasymmetri	12
2.2. Tournament theory och konkurrens mellan företag	13
2.3. Pay-for-performance (Resultatbaserad/Rörlig lön)	14
2.4. Ersättnings innehåll	15
2.4.1. Svenska VD-löner i förhållande till omvärlden	16
2.5. Bolagsstyrning (Corporate Governance)	18
2.5.1. Svensk kod för bolagsstyrning	19
2.6. Ägarstrukturer	19
2.6.1. Sfärer	21
2.6.2. Institutionellt ägande	23
2.6.3. Utländskt ägande	24
2.6.4. Statligt ägande	24
2.6.5. Ägt av annat bolag	25
2.6.6. Herrelösa företag	25
2.7. Tidigare empiriska studier	26
2.7.1. Storlek, prestation och ersättning	27
2.7.2. Corporate Governance, ägarstrukturer och ersättningar	28
2.7.3. Kritik mot tidigare studier	31
2.8. Hypoteser	31
3. Metod	33
3.1. Förförståelse	33
3.2. En kvantitativ forskningsansats	33
3.3. Urval	34
3.3.1. Bortfall	35
3.4. Datainsamling	35
3.5. Bearbetning och analys av insamlad data	37
3.5.1. Regressionsanalys	38
3.5.2. Analys av ägartyp och VD-ersättning	43
3.6. Validitet, reliabilitet och replikation	43
3.7. Kritik	45

3.7.1. Kritik mot vald metod	45
3.7.2. Kritik mot avgränsning och urval	45
3.7.3. Kritik mot bortfall	46
3.7.4. Kritik mot ägarstatistik	46
3.7.5. Kritik mot valda mått.....	47
3.7.6. Kritik mot analys av ägartyper och VD-ersättning	48
4. Resultat	49
4.1. Ersättning till verkställande direktörer	49
4.2. Storlek, prestation, ägarförhållande och andra mått	50
4.3. Resultat från regression	51
4.3.1. Diskussion om de olika regressionsmodellerna.....	53
4.4. Ägartyper	54
4.5. Resultat från samband mellan ägartyp och ersättning	55
4.6. Verifikation eller förkastning av hypoteser	57
5. Analys	59
5.1. VD-ersättningens utveckling i studerade företag	59
5.3. Analys av regressionsresultat	59
5.3.1 Storlek	60
5.3.2. Prestationsbaserad ersättning.....	60
5.3.3. VD-byte	60
5.3.4. Tillväxtmöjligheter	61
5.3.5. Ägarkoncentration	61
5.3.6. Utländskt ägande	61
5.4. Analys av ägartyper och VD-ersättning	61
5.4.1. Sfärer	63
5.4.2. Statligt ägande	63
5.4.3. Institutionellt ägande	63
5.4.4. Ägd av annat bolag.....	64
5.4.5. Herrelösa företag	64
6. Slutsatser	66
6.1 Förslag till fortsatt forskning	68
7. Referenser	69
8. Bilagor	73
8.1 Studerade företag samt antal år	73
8.2. Bortfall och partiellt bortfall.....	74
8.3. Lämplighetstester.....	75
8.4. Övrigt.....	77
9. Artikel	78

1. Inledning

1.1. Bakgrund

”Det handlar om girighet och växande klyftor i samhället” – Ett citat från Elisabeth Gerle (professor i etik och forskare vid Svenska kyrkans Raoul Wallenberginstitut) som åsyftar att bonusprogrammen kan vara skadliga för gemenskapen i samhället (Bondesson, u.å., DN).

Samhällsdebatten om de höga VD-ersättningarna och incitamentprogrammets vara eller icke vara i svenska börsnoterade företag har på senare tid varit väldigt uppmärksammat. I finanskrisens efterdyningar ställer sig olika intressenter frågan hur företagen kan betala ut höga belopp till ledande chefer trots att företagen går med stora förluster och tvingats till stora nedskärningar. Utformningen av och storleken på ersättning till ledande befattningshavare är således väldigt omdiskuterat och har mötts av kraftig kritik.

Exempelvis har Aktiespararna starkt kritiserat Investors ersättning till VD Börje Ekholm som hittills, enligt en granskning av Svenska Dagbladet, erhållit cirka 200 miljoner kronor mellan åren 2005 och 2010, trots att Investor har haft sämre avkastning än Stockholmsbörsen. Gunther Mårder, Förbundsordförande för Aktiespararna, menar att Investor inte bör hemlighålla ingångna avtal med alltför förmånliga villkor som inte går att motivera. Det leder till missförtroende från investerarna som inte förstår de höga ersättningarna. På samma sätt har även andra ersättningar till andra VD:ar kritiserats, så som Elektrolux nya VD som kan komma att erhålla en ersättning på över 70 miljoner kronor under det första anställningsåret (Olsson, 2011, Aktiespararna). Avtalet har kritiserats av både fack och mindre aktieägare. Keith McLoughlin, den nya VD:n, säger sig förstå den svenska kritiken, men menar att den höga ersättningen är en anpassning till amerikansk praxis. Han påpekar att han inte själv avgör hur han skall kompenseras, eftersom det är styrelsen och ägarna som fattar sådana beslut (Mellqvist, 2011, Dagens Industri).

Kritiken mot VD-lönerna grundar sig mestadels på tre faktorer: (1) ersättningen till VD anses vara för hög, (2) sambandet mellan ersättning och prestation är svagt och otydligt, samt att (3) den rörliga ersättningen har lett till manipulation av redovisat resultat och – i vissa fall - även kriminellt beteende (Söderström *et al.*, 2003).

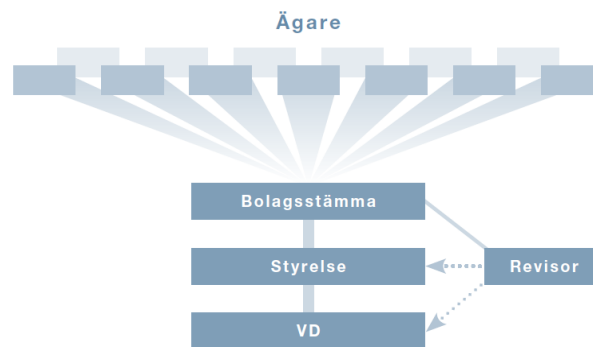
För att försvara sig mot kritiken och förklara hur avtalen konstrueras redovisar bolagen de metoder och argument som används för att komma fram till ersättningsnivåerna. Vanligtvis sker det på ett av tre olika sätt. (1) Företaget använder sig av externa lönekonsulter och

lönestatistik för att komma fram till ersättningsnivåer med hjälp av jämförande statistik mot andra bolag. (2) Ett annat sätt är att framhäva vikten av "alignment of interests", ersättningssystemet syftar till att tillse ledningens incitament och intressen är i samklang med aktieägarnas mål. (3) Den tredje metoden innebär rättfärdigande genom stöd från mått, resultat etcetera som kan stödja löneutbetalningarna, samtidigt som man undviker att tala om de som inte understödjer valet av höga löner (Wade *et al.*, 1997). Vidare har kritiken mot de höga vd-lönerna försvarats av de globalt aktiva företagen med argumentet att lönenivåerna är låga i ett internationellt perspektiv (Zachrisson & Sennerdal, 2010, E24.se).

Landsorganisationen i Sverige (LO), har i en studie från 2011 undersökt inkomstutvecklingen för någonting de kallar makteliten mellan åren 1950-2009. För den "ekonomiska makteliten", representerad av ett urval av de 50 högst betalda verkställande direktörerna, har det skett störst ökning av inkomster i förhållande till industriarbetarlöner. År 2007 var skillnaden mellan en genomsnittlig VD-lön och en industriarbetarlön som högst; VD-lönen var då 51 gånger högre för VD:n. Detta skall jämföras med år 1980 då VD-lönen motsvarade 9,3 arbetarlöner. År 2008 låg skillnaden på 48, och 2009 sjönk den ytterligare till 41 gånger (LO, 2011). Genomsnittslönen för de verkställande direktörerna i de 50 största bolagen var 12,2 miljoner kronor år 2009, vilket många anser är en orimligt hög nivå. Vidare menar LO att nedgången 2007 till 2009 endast är tillfällig då kapitalinkomsterna påverkades kraftigt i och med finanskrisen. I DN-debatt skriver LO:s Wanja Lundby-Wedin, Jeanette Bergström och Ola Pettersson (2011) att både organisationerna och individerna bör ta sitt ansvar för inkomstutvecklingen, för att inte riskera sin trovärdighet när de förespråkar återhållsamhet för andra anställda.

Vilka är det då som bestämmer de "höga" ersättningarna till verkställande direktörerna? Det är i grunden ägarna av företaget som bestämmer, genom bolagsstämman, vilka som skall sitta i styrelsen. Ägarna påverkar därmed, indirekt, ersättningen som styrelsen beslutar om. Ersättningarna till VD är således i grund och botten en ägarfråga (Svenskt Näringsliv, 2006).

Figur 1. Förhållande mellan ägare och VD



(Svensk kod för bolagsstyrning, 2010, s.8)

Enligt Söderström *et al.* (2003) betalar starka ägare i USA lägre ersättningar till VD än svaga ägare. Ett mer spritt aktieäggande, med flera intressenter, gör att styrningen blir svårare och således betalas en högre ersättning ut. Flera tidigare studier finner även att om en ägare äger en större andel av företagen (vanligtvis över fem procent av rösterna) minskar verkställande direktörens kompensation (t.ex. Sapp, 2008; Core *et al.*, 1999, Chalmers *et al.*, 2006; Mehran, 1995; Kraft och Niederprüm, 1999).

Ägarstrukturen i svenska börsbolag skiljer sig åt från andra länder, såsom USA och Storbritannien, där ägarkoncentrationen är mindre uttalad och ägandet mer utspritt. I Sverige domineras istället många företag av ett fåtal stora ägare, som – enligt ovannämnd teori - oftast har en mer aktiv ägarroll och kan förväntas ta ett mer direkt ansvar för företaget (Deloitte, 2011). De olika ägartyperna utgörs av familjer och sfärer, institutioner, andra företag, samt statligt ägande¹. En annan unik skillnad jämfört med andra länder är det stora utländska ägandet i Sverige. Relationen mellan ägartyp och ersättning till VD:ar i Sverige har ej studerats i detalj tidigare.

1.2. Problematisering

Grundtanken med ersättning och incitamentprogram är att få ledningen, *agenten*, att arbeta utifrån ägarnas, *principalens*, intressen. Konflikter mellan principaler och agenter uppstår då ägarna av företagen inte är desamma som de som kontrollerar företagen (Jensen och Meckling, 1976). Ersättningarna syftar således till att överbrygga potentiella motsättningar. Företagen använder sig dock inte enbart av ersättningar för att lösa problemen som uppstår mellan ledningen (*agenten*) och aktieägarna (*principalen*).

¹ Det statliga ägandet i bolag noterade på Stockholmsbörsen är tydligast i TeliaSonera, SAS, Nordea och Intrum Justitia. Ägarandelarna hålls av svenska, finska, norska, danska och isländska staten.

Ett annat skäl att poängtera är att det kan vara viktigt för företagen att ha lukrativa villkor för att kunna attrahera de bästa individerna. Det råder konkurrens om kompetenta ledare och således kan incitamentprogram locka till sig och behålla nyckelpersoner som är viktiga för företagets framtida utveckling och resultat (Söderström *et al.*, 2003). Att använda nivån på ersättning som lockbete kan även förklaras med hjälp av ”Tournament theory” som i ett bredare perspektiv kan beskriva hur företag ”tävlar” med varandra för att locka till sig de mest kompetenta individerna (Lazear och Rosen, 1981). Söderström *et al.* (2003) menar att konkurrensen har spätts på med anledning av den ökade informationen om ersättningarna, vilket gör att det är lättare att jämföra löner mellan företag. Det har gett effekten att inget företag vill ligga under genomsnittet och leder till en stadigt stigande löneutveckling.

I dagens svenska publika företag finns det en uppdelning av ägande och kontroll, delvis på grund av röstvärdesdifferentiering, vilket innebär att ett litet innehav av aktiekapitalet kan motsvara en stor del av rösträtten². På grund av separationen mellan ägande och kontroll, samtidigt som ersättningsnivåerna och ägarförhållanden i svenska bolag skiljer sig åt jämfört med andra länder, är det intressant att studera olika ägarförhållandens samband med VD-ersättningar.

Tidigare empirisk forskning inom området visar att företagets ersättning till VD beror på företagets storlek (större och mer komplexa företag behöver mer kompetenta ledare och de behöver således betala högre ersättningar) och prestation i förhållande till andra aktörer på marknaden, samt olika bolagsstyrnings- och ägarfaktorer (Conyon, 1997).

Core *et al.* (1999) utredde huruvida styrelseuppsättning samt ägarstruktur påverkar VD:ns ersättningar i amerikanska företag, efter en kontroll av ekonomiska standardfaktorer (företagets efterfrågan efter ”topp-VD:s”, tidigare resultat, och risk) som hör till lönesättning. De finner att svagare bolagsstyrnings- och ägarstrukturer leder till större principal-agent-problem som i sin tur ökar VD:ns ersättning.

I linje med Core *et al.*, studerade Chalmers *et al.* (1998) ersättningsnivåer till VD:ar i Australien genom att se hur de påverkas av ekonomiska faktorer, bolagsstyrning och ägarstruktur. De finner att VD:ns kompensation signifikant påverkas av alla de tre undersökta faktorerna.

² Idag är den högsta tillåtna skillnaden i Sverige mellan olika aktieslag tio gånger (Bolagsverket, 2010).

På liknande sätt studerade Sapp (2008) huruvida bolagsstyrningsrelaterade faktorer påverkar hur hög ersättning som betalas ut till ledande befattningshavare inom publika företag i Kanada. Studien visar bland annat att familjeägda företag och företag med stora, kontrollerande aktieägare betalar lägre ersättning till sina VD:ar.

Ingen av de tidigare undersökningarna tar emellertid hänsyn till olika ägartyper, utan fokuserar främst på ägarkoncentration eller en specifik ägartyp. Examensarbetet fokuserar därför på hur den totala VD-ersättningen, exklusive aktie- och optionsersättningar, för de svenska bolagen på NASDAQ OMX Large och Mid Cap förhåller sig till ägarkoncentration, andel utländskt ägande och ägartyp, med hänsyn till kontrollfaktorer (exempelvis storlek och prestation). Uppsatsen ämnar besvara följande frågeställning:

- *Hur ser sambanden ut mellan olika ägarförhållanden i svenska börsnoterade bolag på OMX Large Cap och Mid Cap och den totala ersättningen till verkställande direktörerna?*

1.3. Syfte

Syftet med uppsatsen är att genom analys av den totala ersättningen till VD i börsnoterade företag med säte i Sverige på NASDAQ OMX Large Cap och Mid Cap, undersöka hur den relaterar till ägarförhållanden i företagen mellan åren 2005-2009.

Uppsatsen bidrar till den internationella ”Corporate Governance”-litteraturen genom att undersöka om det finns ett samband mellan olika ägarförhållanden och VD-ersättning, med hänsyn till andra kontrollerande faktorer såsom storlek, prestation med mera.

1.4. Avgränsning

Studien avgränsar sig till svenska publika företag noterade på NASDAQ OMX Large Cap och Mid Cap under perioden 2005-2009. Tidsperioden 2005-2009 har valts för att fånga in både upp och nedgångar i ekonomin, samtidigt som Svensk kod för bolagsstyrning infördes vid årsskiftet 2004/2005. År 2010 behandlas ej på grund av att årsredovisningarna publiceras för sent för att kunna bearbetas.

Arbetet avgränsar sig även till att studera ägarförhållanden och andra ekonomiska variabler såsom storlek, resultat, tillväxtpotentialer och avkastning. Andra bolagsstyrningsfaktorer; exempelvis antal styrelsemedlemmar, antalet insiders/outsiders i styrelsen och kompensationskommittéer har valts bort på grund av ägarnas inflytande över bolagsstyrningsfaktorer. Dessutom skall företag noterade på Stockholmsbörsen följa Svensk

kod för bolagsstyrning, vilket borde betyda att de andra styrelserelaterade faktorerna ej bör skilja sig särskilt mycket mellan företagen.

Enligt ett antal publikationer påverkas också verkställande direktörens ersättning ibland av makroekonomiska variabler³ och meritmått⁴. De utesluts däremot i studien då fokus ligger på företags – och ägarspecifika faktorer. Studiens målsättning är således ej att finna en fulltäckande förklaringsmodell för VD-ersättning.

Gällande ersättningen till VD avgränsar sig undersökningen från att inkludera aktie- och optionsprogram då informationstillgången om programmen varierar, samt att en värdering av dem kan bli missvisande och på så sätt skada riktigheten i undersökningens resultat. Dessutom visar en undersökning gjord av Hallvarsson & Halvarson (2009) att den aktierelaterade ersättningen till VD i de 29 största svenska bolagen under tidsperioden 2006-2008 motsvarade endast cirka sju procent av den totala ersättningen. En studie av Fernandes *et al.* (2010) för 97 svenska börsnoterade företag visar också på att andelen aktierelaterad ersättning i förhållande till den totala ersättningen är så pass låg som 1,3–1,8 procent för åren 2005-2008. En del tidigare empiriska studier har även uteslutit aktierelaterad ersättning på grund av svårigheten med värderingen (exempelvis Conyon *et al.*, 1997).

1.5. Disposition

Avsnitt 1 - Inledning: I det första avsnittet introduceras ämnet med hjälp av bakgrund, problemdiskussion och syfte.

Avsnitt 2 - Litteratur: I avsnitt två presenteras den litterära referensram som ligger till grund för analysen. Vidare granskas tidigare empiriska studier som sedermera utmynnar i ett antal hypoteser. Avsnittet lägger grunden för datainsamlingen och kommande avsnitt.

Avsnitt 3 – Metod: Metodavsnittet beskriver studiens tillvägagångssätt för insamling, sammanställning och analys av data, samt tillämpning av teori för jämförelse med resultat av tidigare studier. Metoden grundar sig på frågeställningar och tidigare beprövade undersökningsmetoder. Avsnittet avslutas med en kritisk hållen diskussion mot den valda metoden.

Avsnitt 4 – Resultat: I Avsnitt 4 presenteras det insamlade empiriska materialet och resultat från regressionsanalyser samt VD-ersättningens samband till ägartyp.

³ Exempelvis valutakurser och räntor.

⁴ Till exempel ålder på VD, tid som VD och kön.

Avsnitt 5 - Analys: I avsnittet diskuteras och analyseras resultaten tillsammans med teori och tidigare empiriska studier, vilket lägger grunden för slutsatsen.

Avsnitt 6 – Slutsats: I det avslutande avsnittet presenteras slutsatserna av resultaten, vilka även diskuteras brett utifrån författarnas synvinkel. Slutligen ges förslag på ämnen till framtida forskning.

2. Litteratur

I avsnitt två presenteras den litterära referensram som ligger till grund för analysen. Vidare granskas tidigare empiriska studier som sedermera utmynnar i ett antal hypoteser. Avsnittet lägger grunden för datainsamlingen och kommande avsnitt.

2.1. Agentlitteratur och informationsasymmetri

Som bakgrund till den föreliggande analysen av ersättningar till VD:ar i svenska noterade bolag är det viktigt att belysa syftet med incitamentprogram. Principal-agent-litteraturen beskriver grunden till varför det kan uppstå problem mellan ledningen och ägarna och varför det finns ett behov av ersättningar och incitament.

Principal-agent-litteraturen baseras på förhållanden mellan personer (principaler) som anlitar och ersätter andra personer (agenter) för att dessa skall utföra uppdrag i principalens intresse. Då båda parter förmodas vara rationella kommer de att försöka maximera sin egen välfärd, vilket kan leda till att agenten inte alltid agerar utifrån principalens bästa intresse. För att lösa problemet kan principalen inrätta incitament för att få agentens intressen mer i linje med principalens. I ett principal-agent-förhållande kommer således agentkostnader ("agency costs") att uppstå för att likrikta agentens agerande med principalens mål. Kostnader som uppstår är, enligt Jensen och Meckling (1976), övervakningskostnader, upprättande av kontrakt samt en förlust som uppstår när agenten tar beslut som går emot principalens intresse.

I dagens företag föreligger ofta en separation mellan ägande och kontroll. I publika företag är ägarna, i form av aktieägare, principaler vilkas intressen ska tillgodoses av styrelsen. Styrelsen tillsätter i sin tur en agent, en VD, för att sköta verksamheten. Fama (1980) betonar att uppdelningen omfördelar risken till företagsledningen, som vid ett dåligt resultat, riskerar uppsägning. För den ökade risken vill de ledande befattningshavarna ha en högre ersättning.

Principal-agent-litteraturen grundar sig även på att informationsasymmetri återfinns mellan aktörerna på grund av olika tillgång till information. Akerlof (1970) behandlar informationsasymmetri mellan säljare (agent) och köpare (principal) i sin artikel där han diskuterar kvalitet och osäkerhet som infaller när olika parter har tillgång till olika information. Det är inte olikfallet med separationen av ägande och kontroll mellan företagsledare och ägare, där den förstnämnda har tillgång till mer information om företaget och beslut som tas. Osäkerhet inträffar huruvida agenten arbetar i linje med principalens intresse då de ej har tillräcklig information om situationen. Likheten mellan dem är att det är

svårt för den ena parten att veta om den andra parten fattar beslut av god kvalitet och således skapas osäkerhet som måste reduceras, vilket givetvis skapar extra kostnader. Problemet brukar ofta benämnas som ”adverse selection”⁵ och ge upphov till ”adverse selection costs”⁶.

2.2. Tournament theory och konkurrens mellan företag

De olika nivåerna på VD-ersättningar kan med hjälp av ”tournament theory” ge en förklaring till varför det finns skillnader i ersättningsnivåer; eftersom företag konkurrerar mot varandra för att attrahera de mest kompetenta individerna.

”Tournament theory” benämns av Lazear och Rosen (1981) som ett sätt att förklara hur ersättning baserad på rang i en organisation kan vara lika effektivt som ersättning baserad på individuell effektivitet och prestation. Med det menar de att när ersättningen, lön och bonus, ökar i samband med att en individ avancerar i hierarkin i en organisation skapas en form av ”tävling” att nå toppen och ”vinna” det största priset, det vill säga högst ersättning. ”Tävlingen” skapar således incitament för alla anställda att prestera på bästa sätt. Vidare menar Lazear och Sherwin att ersättning baserad på rang är en överlägsen metod när det är kostsamt att övervaka och mäta anställdas prestationer, eftersom en ”vanlig” ”pay-for-performance”-struktur kan ge upphov till ”moral hazard”⁷ problem.

Genom att använda litteraturen i ett större perspektiv skulle den kunna illustrera tävling mellan företag istället för individer inom organisationerna. Företag tävlar mot varandra genom storleken på ersättning, lön och bonus, för att attrahera de bästa individerna att jobba just för dem (Söderström *et al.*, 2003). Företag med högre relativ ersättning kan sannolikt vara mer attraktiva att arbeta för.

Med ett bredare perspektiv på ”tournament theory” skulle man även kunna förklara varför olika företag i högt konkurrensutsatta branscher använder incitamentprogram och bonusar för att locka till sig de bästa ledarna, ett iakttagande som gjordes av Cho och Shen (2007). De visade att en förändring i flygbolagens omgivning, till följd av avregleringar, bidrog till förändringar i incitamentprogrammen mot mer prestationsbaserad och högre ersättning för att attrahera de bästa ledarna och på så vis överleva i den hårda konkurrensen. De förändrade incitamentprogrammen var således ett sätt att tävla mot konkurrenterna och inte bara ett sätt för att uppmuntra till förbättrad prestation.

⁵ Adverse selection innebär att en part utnyttjar sitt informationsövertag på den andre partens bekostnad.

⁶ För att minska informationsasymmetrin uppstår kostnader för principalen, till exempel övervakningskostnader.

⁷ Moral hazard är ett problem där exempelvis en person blir mer riskbenägen när denne är försäkrad.

Vidare kan stora företag betala mest och på så vis är de mer attraktiva att leda. Attraktiviteten kan även grunda sig i prestige för ledaren (Shefrin, 2007). Stora företag ”tävlar” på så vis mot varandra om de bästa ledarna och höga ersättningar kan vara en avgörande faktor för att ”vinna”. Att anställa en ny VD kan således innebära att VD-ersättningen ökar.

2.3. Pay-for-performance (Resultatbaserad/Rörlig lön)

”Pay-for-performance”-litteraturen beskriver vilka typer av situationer och förutsättningar som gäller vid upprättandet av VD-ersättningsnivåer, och speciellt vilka variabler de ska baseras på. ”Pay-for-performance”-litteraturen kan ställas mot, och jämföras med, andra typer av strukturer som till exempel ”relative-performance-pay” som baserar ersättning på prestation och resultat i förhållande till andra företag. Rörlig ersättning är en viktig del i ersättningen till verkställande direktörer.

”Pay-for-performance”, även kallat ”incentive pay”, är betalningar som baseras på givna prestationer istället för arbetad tid. I ett publikt företag skulle aktieägarna kunna skraddarsy kontrakt som tvingar ledningen att handla utifrån deras intressen i varje möjlig situation, om de hade all information angående ledningens aktiviteter och företagets investeringsmöjligheter. I realiteten är informationen sällan fullt tillgänglig för aktieägarna vilket gör det svårt för dem att veta vilka beslut och handlingar som ökar aktieägarnas välstånd. I linje med agentlitteraturen, implementeras incitament för att få ledningen att välja och utföra de handlingar som är bäst för ägarna (Jensen och Murphy, 1990).

Prestationsmätning är även en central del inom agentlitteraturen. För publika företag är målet att öka företagets totala värde, en prestation som går att mäta då företagets värde är observerbart samt kvantifierbart. I andra typer av organisationer, såsom i ideella föreningar, går prestationen inte att mäta på samma sätt då de saknar ett klart vinstmål och således krävs det andra typer av prestationsmått. För vissa publika företag kan det vara en svårighet att mäta prestationen om värdet på företaget varierar kraftigt. Det blir därmed väldigt svårt att använda som prestationsmått för anställda som är riskaversa. Aktiekursen, sett ur anställdas perspektiv, kan vara alltför slumpmässig och därmed ger den inte den effekten man som aktieägare vill åt. Baker (1992) menar att om de anställda är riskaversa skulle ett optimalt incitamentkontrakt enbart utgöra en liten del av företagets totala värde. Han menar att, vid ett införande av incitamentkontrakt skall en del baseras på företagets värde, men även baseras på andra prestationsmått.

Fortsättningsvis menar Baker att incitamentkontraktets effektivitet beror på kontraktets prestationsmätt och principalens målsättning. Incitamentkontrakt som är baserade på företagets totala värde dominerar vanligtvis när informationsasymmetrin är hög och andra prestationsmätt är svårdefinierade (*ibid*).

2.4. Ersättningens innehåll

Nedan följer en genomgång av VD-ersättningens innehåll och uppdelningen som gjorts i studien. För att analysera VD-ersättningen krävs en förståelse för hur ersättningen till verkställande direktörer kan se ut.

I enlighet med principal-agent-teorin används olika former av ersättningar som viktiga instrument av ägarna i ett företag. Ersättningar avser att attrahera, behålla och motivera de anställda att arbeta utifrån ägarnas bästa intressen. Vad som, enligt Svenskt Näringsliv (2006), bör vara grunden i bestämmandet ligger i vilken typ av uppdrag det gäller; exempelvis omfattning, risk, kompetenskrav, ansvar och svårighetsgrad. Det är således väldigt svårt att avgöra vad som lämpar sig bäst då olika företag och situationer kan skilja sig väldigt mycket åt.

Ersättning till verkställande direktörer kan bestå av både fasta och rörliga delar. Den fasta delen består av grundlön samt övriga förmåner såsom tjänstebil och andra naturaförmåner. Fast lön tilldelas oavsett om företaget går bättre eller sämre än väntat. Den rörliga delen är baserad på uppnådda resultat och mål, både på kort och på lång sikt. Den kan utgöras av en kontant utbetalning eller tilldelande av aktier och andra finansiella instrument. Ersättning i form av en kontant utbetalning är vanligast för att skapa kortsiktiga incitament, medan de finansiella instrumenten används mer som långsiktigt incitament (Bång och Waldenström, 2009; Svenskt Näringsliv, 2006). I föreliggande studie exkluderas aktierelaterad ersättning.

”Incitamentssystem för verkställande ledningen är en viktig del av corporate governance. [...] bonussystem har två syften: (1) att underlätta rekrytering och knytning av toppförmågor till företaget och (2) att se till att ledningens och aktieägarnas intressen sammanfaller. I teorin bör båda syftena bidra till att öka aktievärdet.”

(Söderström *et al.*, 2003, s. 107)

Som regel erhåller verkställande direktörer pensionspremier som vanligtvis fastställs som en procentuell andel av den fasta lönen. Det förekommer dock också att pensionsavsättningar baseras på både grundlön och rörlig lön⁸.

Ett avgångsvederlag kan även utgå om VD:n avskedas, och omfattar vanligtvis två årslöner (Bång och Waldenström, 2009). Den föreliggande studien har valt att inte ta hänsyn till avgångsvederlag gällande den totala ersättning, då det ej är kompensation för utfört arbete och blir missvisande i undersökningens resultat. Avgångsvederlag utbetalas för att underlätta övergången till annan verksamhet och är ej direkt kopplat till anställningen (Svenskt Näringsliv, 2006).

I studien beaktas VD:ns ersättningar uppdelade på följande sätt:

- Fast lön (grundlön och övrig ersättning)
- Rörlig lön (kontant utbetalning)
- Pension

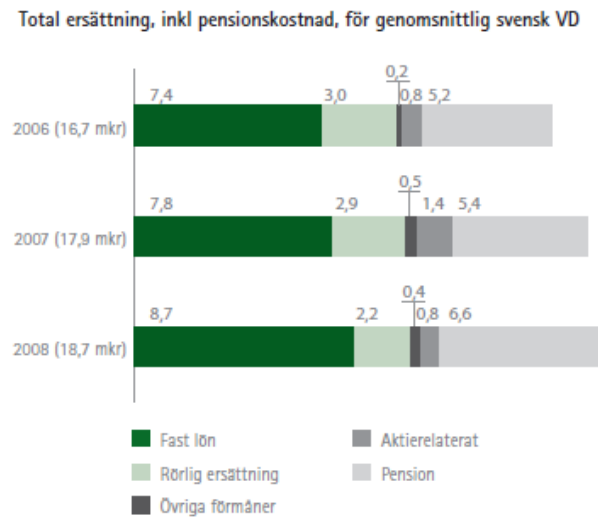
2.4.1. Svenska VD-löner i förhållande till omvärlden

Ersättningen till verkställande direktörer i Sverige och andra skandinaviska länder är lägre än i övriga Europa, och framförallt i jämförelse med ersättningsnivån i USA. Skillnaderna för en genomsnittlig VD-ersättning i Sverige gentemot övriga Europa är enligt en studie av Halvarsson & Halvarsson (2009), omfattande de 29 största företagen i Sverige, påfallande. Kompensationen för svenska verkställande direktörer låg år 2008 på 12,1 MSEK⁹, i jämförelse med 36,6 MSEK för de europeiska. Den totala ersättningen för en genomsnittlig svensk VD såg för åren 2006-2008 ut på följande sätt:

⁸ Ett iakttagande som gjorts av författarna efter en genomgång av företagens årsredovisningar.

⁹ Exklusive pension

Figur 2. Total ersättning, inkl pensionskostnad för genomsnittlig svensk VD 2006-2008

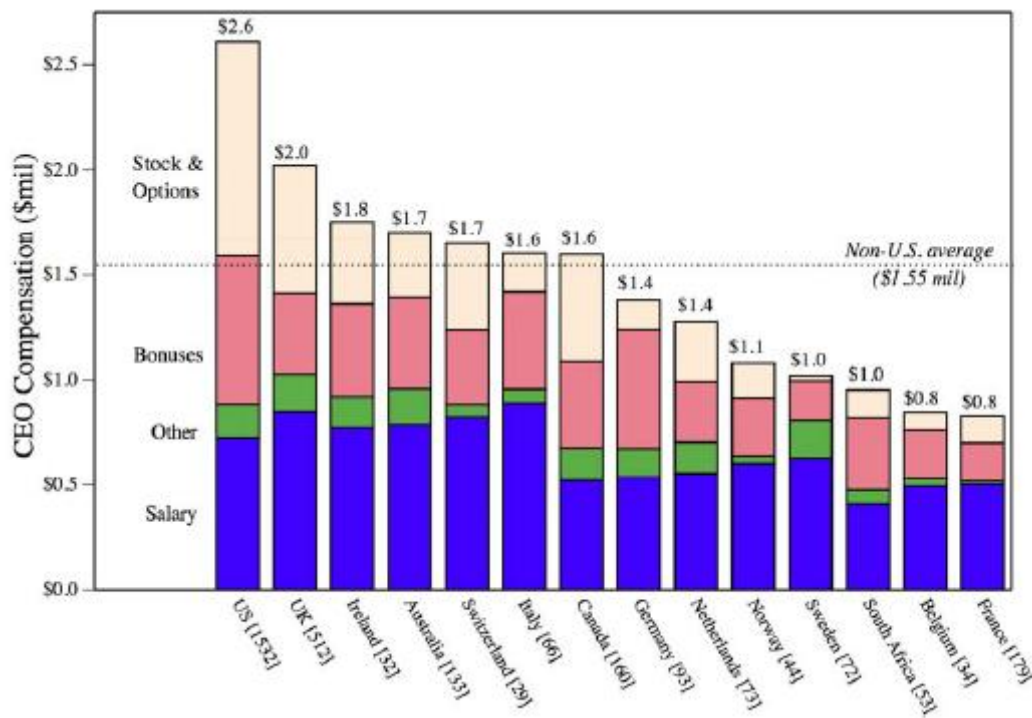


(Hallvarsson & Halvarsson, 2009, s.4)

Sett till ersättningsstrukturen mellan Sverige och resten av Europa är skillnaden att Sverige har en större andel fast lön. För de 29 största svenska företagen erhåller VD:n en fast lön motsvarande mer än två tredjedelar av den totala ersättningen, vilket kan jämföras med andra europeiska VD:ar vars fasta lön endast motsvarar en tredjedel. (*ibid*)

En forskningsrapport av Fernandes *et al.* (2010) visar att USA har överlägset högst löner, även när hänsyn tas till företagets storlek (mätt som omsättning). Studien inkluderar 76 stora svenska börsnoterade företag, där medellönen för en VD år 2006 uppgick till cirka en miljon dollar. Detta kan jämföras med USA där motsvarande siffra var 2,6 miljoner dollar (för 1523 företag). Svenska företag ligger även betydligt under nivån för icke-amerikanska företag och hamnar, av de 14 studerade länderna, på en elfte plats år 2006 (se figur 3 nedan).

Figur 3. Löneskillnader för VD mellan olika länder år 2006



(Fernandes et al., 2010, s. 45)

Noterbart är att den svenska fasta lönen står sig ganska bra i en internationell jämförelse. Sverige skiljer sig dock väldigt mycket mot resterande länder i kategorin aktierelaterad lön ("Stock & Options"), både den faktiska storleken samt som andel av total VD-ersättning. Det går i linje med resultaten i Hallvarsson & Halvarssons undersökning för år 2008.

Skillnaderna i ersättningsnivå kan delvis förklaras med det starka socialdemokratiska inflytandet i de skandinaviska nationerna sedan Andra världskriget. Det har medfört ogynnsamma skatteregler för höginkomsttagare (progressiv skatt¹⁰) och skapat en kultur med stor tonvikt på jämlikhet. Dessutom måste information om den totala VD-ersättningen, enligt lag, vara tillgänglig för allmänheten vilket kan skapa "en känsla av skam" hos företag som betalar ut extremt höga ersättningar (Randøy och Nielsen, 2002).

2.5. Bolagsstyrning (Corporate Governance)

Bolagsstyrning ämnar förklara förhållanden, samt lösa problem mellan företagets ledning och intressenter. Bolagsstyrningen ska se till så att företaget tillfredsställer alla dess intressenter, till exempel anställda, leverantörer, kunder, ägare och samhället (Williamson, 1984). Bolagsstyrningen kan således ha en påverkan på VD-ersättningen.

¹⁰ Med en progressiv skatt ökar den procentuella skattesatsen när inkomsten ökar.

2.5.1. Svensk kod för bolagsstyrning

Svensk kod för bolagsstyrning infördes 2005 och gäller idag för alla noterade bolag på NASDAQ OMX Stockholm och NGM Equity. Kollegiet bakom koden menar att spritt ägande kan leda till intressekonflikter, som ligger i linje med principal-agent-problemet beskrivet ovan. I företag som saknar starka ägare, det vill säga bolag med ett spritt ägande, ökar risken för att styrelsen och företagsledningen ej leder företaget på ett sätt som är förenat med ägarnas intressen (Svensk kod för bolagsstyrning, 2010). Kollegiet som utformat koden menar att:

”God bolagsstyrning handlar om att säkerställa att bolag sköts på ett för aktieägarna så effektivt sätt som möjligt. Förtroendet hos befintliga och potentiella investerare för att så sker är avgörande för deras intresse av att investera i bolagen. Därigenom tryggas näringslivets riskkapitalförsörjning”. (Svensk kod för bolag bolagsstyrning, 2010, s. 3)

Koden ska komplettera rådande lagstiftning, men är ej tvingande. Om ett företag avviker från koden måste det motiveras i exempelvis årsredovisningen. Koden beskriver till exempel hur en styrelse ska formuleras och arbeta (*ibid*). Koden benämner även hur de ställer sig till ersättningar till ledande befattningshavare:

”Ersättningar och andra anställningsvillkor för ledande befattningshavare ska utformas med syfte att säkerställa bolagets tillgång till befattningshavare med den kompetens bolaget behöver till för bolaget anpassade kostnader och så att de får för verksamheten avsedda effekter”. (ibid, s. 21)

Ersättning till ledande befattningshavare skall utredas och beslutats av ett ersättningsutskott, alternativt av hela styrelsen, förutsatt att någon i bolagsledningen inte är med och beslutar (*ibid*).

2.6. Ägarstrukturer

Studien kategoriserar de undersökta bolagen efter ägarkoncentration och ägartyp för att identifiera samband mellan ägarstruktur och VD-ersättning. Ägarstrukturen i ett bolag kan utformas av olika typer av ägare, till exempel sfärer/privatpersoner, institutionella ägare, statliga ägare, utländska ägare, och andra bolag. Nedan följer en diskussion om svenska ägarstrukturer, samt hur studien kategoriserar och sorterar ägartyperna.

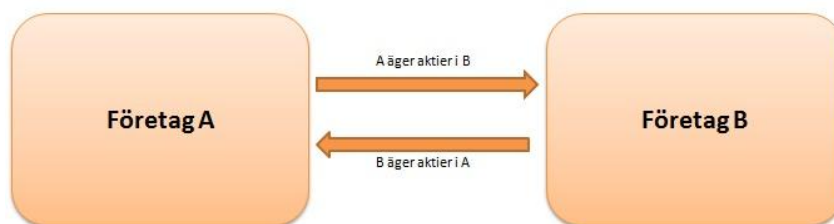
Ägarstrukturer i svenska börsnoterade företag skiljer sig mot omvärlden då ägarspridningen till stor del är mer koncentrerad till ett fåtal stora ägare. Generellt har en stark ägare bättre övervakningsmöjligheter och incitament att aktivt kontrollera ledningen, vilket kan minska

agentkostnaderna som uppstår i ett principal-agent-förhållande. Ledningen har ett informationsövertag som kan begränsas om ägandet är mindre spritt. En viktig anledning till att ägarmönstren i Sverige skiljer sig mycket från omvärlden är att man i Sverige tillåter flera olika metoder för att separera kontroll från ägande; röstvärdesdifferentiering (den vanligaste metoden i svenska bolag), pyramidägande och korsvist ägande. Att separera kontroll från ägande innebär att makthavarna i ett bolag inte behöver investera lika mycket eget kapital i bolaget för att behålla kontrollen. Användandet av röstvärdesdifferentierade aktier i svenska bolag tillåts på grund av ett, historiskt, starkt politiskt stöd. I Proposition 1997/98:99 för Aktiebolagslagen framgår följande:

”Systemet med röstvärdesskillnader får anses ha stora fördelar. Genom aktier med olika röstvärden möjliggörs en stark och stabil ägarfunktion även i mycket stora företag. Härigenom skapas förutsättningar för en effektiv drift samt en långsiktig planering av företagets verksamhet. Röstvärdesdifferentiering gör det dessutom möjligt för expanderande företag att anskaffa kapital utan att de ursprungliga ägarna förlorar kontrollen över företaget.” (Söderström *et al.*, 2003, s. 72)

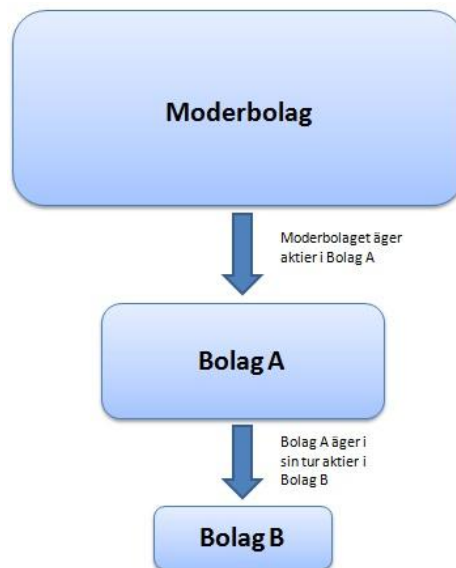
Röstvärdesdifferentiering innebär att olika aktieslag, till exempel A- och B-aktier, tilldelas olika röstvärde och på så vis kan en ägare med relativt låg insats av eget kapital få en större del av rösterna i bolaget. Separationen av ägande och kontroll kan utöver röstvärdesdifferentiering yttra sig i form av korsvist ägande eller pyramidägande, den förstnämnda metoden innebär att sfärfamiljen eller organisationen skaffar sig ett större inflytande i de bolag som ingår i sfären genom att sfärbolagen äger större aktieposter i varandra. Det är också ett sätt att skydda sitt inflytande från potentiella uppköpshot. Pyramidägande, i sin tur, skapar en hierarkisk struktur hos sfärens bolag, där ett bolag äger en stor andel i ett annat bolag, som i sin tur äger en stor andel i ytterligare ett bolag. Antalet ”nivåer” i pyramiden kan variera (*ibid*).

Figur 4. Korsvist ägande



Korsvist ägande: Två (eller flera) aktiebolag äger aktier i varandra.

Figur 5. Pyramidägande



Pyramidägande: Moderbolaget har makt i Bolag B genom sin ägarandel i Bolag A.

Enligt Söderström (2003) betalar starka ägare i USA lägre ersättningar till VD. Ett mer spritt aktieäggande, med flera intressenter utan starka huvudägare, gör att styrningen av ledningen blir svårare och således betalas högre ersättningar ut. Även Sapp (2008) finner detta samband; familjeägda företag och företag med stora, kontrollerande aktieägare betalar lägre ersättning till sin VD.

Tidigare undersökningar i andra länder, vilka beskrivs nedan i avsnitt ”2.7. Tidigare empiriska studier”, har alla identifierat ett samband mellan VD-ersättning och ägarstruktur där bolag med svaga ägarstrukturer tenderar att betala högre ersättning till VD, och vice versa lägre ersättning i bolag med färre, starka ägare. I boken ”Ägarmakt och Omvandling” av Söderström *et al.* (2003) diskuteras fördelar och nackdelar med olika typer av ägarstrukturer. Bland annat menar man att mer koncentrerade, starka ägarstrukturer, ”kontrollägarsystem” är fördelaktiga under perioder av ekonomisk stabilitet eftersom bolag med denna typ av ägarstruktur anpassar sig långsammare till förändringar och fokuserar mer på långsiktigt engagemang.

2.6.1 Sfärer

Sverige skiljer sig mycket från andra länder i och med omfattande ”sfär-äggande” i många stora bolag. En sfär, definieras i enlighet med ”Ägarna och Makten”, som familjer eller organisationer (till exempel Wallenberg-sfären och SHB-sfären) med stort inflytande i ett eller flera bolag. Sfar-äggande behöver inte innebära direkt äggande av familjen eller

organisationen, utan kan, och är ofta, utövad i form av ägande genom andra bolag i vilka familjen eller organisationen har ett stort inflytande. Eftersom sfärerna ofta inkluderar stora ägarandelar i många bolag ökar sfärens incitament och möjlighet att övervaka verksamheten, vilket minskar informationsasymmetrin.

En av Sveriges mest kända sfärer är Wallenberg-sfären, vilket är ett samlingsnamn för de företag inom vilka familjen Wallenberg har ett stort inflytande i. Familjen Wallenberg äger stora andelar i ett flertal bolag genom Investor AB och Wallenbergstiftelsen. I portföljen ingår ägarandelar i bland annat ABB, Atlas Copco, Electrolux, Ericsson och SKF. Det gör visserligen Wallenbergssfären till en av de största ägarna i svenska börsbolag, men vid ingången av år 2009 var de fem största aktieägarna i Sverige, rangordnat efter innehavets marknadsvärde: (1) Svenska Staten, (2) Stefan Persson med familj & bolag, (3) Swedbank Robur Fonder, (4) Alecta, (5) Investor AB (Frigstedt och Sundqvist, 2010).

2.6.1.2. Lista över sfärer

- Ax:son Johnson-sfären
- Bonnier-sfären
- Börjesson-Hedelius-sfären
- Douglas-sfären
- Hagströmer & Qviberg-sfären
- Lundberg-sfären
- Paulsson-bröderna
- Schörling-sfären
- SHB-sfären
- Stena-sfären
- Stenbeck-sfären
- Stillström-sfären
- Svensson-sfären
- Wallenberg-sfären

Studien inkluderar även individuella ägare och familjer i kategorin ”sfärer”, som inte benämns som sfärer i ”Ägarna och makten”, då de har liknande incitament och möjlighet som sfärerna att kontrollera företagen (givet ett betydande ägande) (Söderström *et al.*, 2003).

2.6.2 Institutionellt ägande

Under de senaste decennierna har det institutionella ägandet i svenska bolag ökat. I Sverige finns det ett stort ägande av stiftelser, fonder, försäkringsbolag, pensionsbolag etcetera som inte alla gånger engagerar sig fullt ut i företagen på samma sätt som privatpersoner, sfärer och andra företag gör. Institutionella ägare tar ofta en passiv ägarroll (Lundberg Markow, 2007; Söderström *et al.*, 2003). År 2008 uppgick det institutionella ägandet av företag noterade på Stockholmsbörsen till 85 procent (Deloitte, 2011). Däremot innebär det inte att de har kontroll till lika stor del då det finns röstvärdesdifferentierade aktier som gör att ägare av aktier med mer röstvärde kan utöva mer kontroll.

I en undersökning gjord av Khan *et al.* (2005) finner man däremot att stora institutionella ägare till skillnad från små institutionella ägare är bättre monitorer av verksamheten, och de bör således ha ett större inflytande på ersättningar till VD. Författarna identifierar dessutom ett samband mellan antalet institutionella ägare och VD-ersättningen; ju fler institutionella ägare desto högre ersättning.

Institutionella investerare investerar andras pengar och har således en ”skyldighet” att aktivt övervaka de företag i vilka de innehar en (betydande) ägarandel. Dock kan det uppstå intressekonflikter för institutionella ägare. I en studie av Brickley, Lease och Smith (1988), refererad i Parthiban *et al.* (1998), delas institutionella ägare upp i tre kategorier beroende på deras relation till bolagen i vilka de investerar. (1) Institutionella ägare är ”pressure-sensitive” om de har en affärsrelation till bolaget och således svårigheter att utöva makt på grund av den försvagade förhandlingspositionen. I den här kategorin ingår bland annat banker och försäkringsbolag. (2) Den andra kategorin, ”pressure resistant”, utgörs av institutionella ägare som inte har en affärsrelation till bolaget, till exempel olika typer av fonder, och således uppstår ingen intressekonflikt. (3) Den tredje kategorin benämns som ”pressure-indeterminate” och inkluderar de institutioner vars relation till bolaget är otydlig.

2.6.2.1. Lista över institutioner

- AFA Försäkring
- Alecta
- AMF Pension
- AMF Pension fonder
- Andra AP-fonden
- Fjärde AP-fonden

- Folksam Försäkring
- Folksam LO fonder
- Första AP-fonden
- Länsförsäkringar
- Nordea Fonder
- SEB Fonder
- SEB-Trygg Försäkring
- SHB/SPP fonder
- Skandia Liv
- Swedbank Robur fonder
- Tredje AP-fonden

Kategorin institutionella ägare inkluderar även andra, mindre institutionella ägare i form av andra fonder och försäkringsbolag.

2.6.3. Utländskt ägande

Före 1980-talet fanns det juridiska hinder som stoppade utlänningar från att förvärva egendom och kapital i Sverige. Dessa hinder avvecklades under 1980- och 1990-talet, vilket resulterade i ett ökat utländskt ägande. Mellan år 1989 och 2001 steg det utländska ägandet på börsen från sju till 43 procent. På senare tid har man även kunnat se en ökning av uppköp av svenska företag, fusioner mellan utländska och svenska bolag, samt att företag väljer att flytta huvudkontoren utanför Sveriges gränser. Dessa förändringar kan påverka exempelvis kulturen i företagen (Henrekson och Jakobsson, 2001). I början av år 2009 uppgick det utländska ägandet bland Sveriges börsbolag till 34,8 procent. Andelen har varit relativt konstant runt 30-40 procent sedan år 1995 (Frigstedt och Sundqvist, 2009). Då ersättningarna till verkställande direktörer utanför Sveriges gränser är högre, är det möjligt att ett stort utländskt ägande leder till att företaget betalar ut högre ersättningar.

2.6.4. Statligt ägande

Börsnoterade företag kan även ha en statlig ägare som största ägare. Med statligt ägande menas i studien att företagen till stor del ägs av stater, närmare bestämt svenska, norska, danska och finländska staten. I följande företag (år) är det statliga ägandet störst:

- Telia Sonera AB (2005-2009)
- SAS AB (2005-2009)

- Nordea Bank AB (2005-2009)
- Intrum Justitia (2009)

I statligt ägda företag finns det ett intresse av att ha en starkare kontroll på grund av att staten bör anses sträva mot att vara ett föredöme för andra ägare och företag samtidigt som det föreligger en press från allmänheten. Sedan 2009 har den svenska regeringen bestämt att rörlig lön till ledande befattningshavare skall tas bort. Regeringens Anders Borg, Maud Olofsson, Mats Odell och Karin Pilsäter gick 2009 ut DN Debatt och menade att:

”Det får inte finnas någon tvekan om att ledningar för statliga bolag arbetar med svenska folkets bästa för ögonen. Bara det faktum att det finns osäkerhet och frågetecken kring de statliga bolagen skadar förtroendet och förvaltningen. Regeringen har därför beslutat om skärpta riktlinjer för ersättningar inom de statliga bolagen. Vi stänger alla möjligheter till rörlig ersättning och bonus. Alla de högsta cheferna i statligt ägda företag kommer enbart att ha fast ersättning enligt de nya riktlinjerna” (Regeringskansliet, 2009).

Vidare påpekar regeringen att ersättningen bland annat ska vara rimlig, konkurrenskraftig och bidra till god etik och företagskultur. De vill att ersättningarna för de statligt ägda företagen ska präglas av återhållsamhet och inte på något sätt vara löneledande i förhållande till andra jämförbara företag (Regeringen, 2009). Då de andra nordiska länderna har ett starkt samarbete och förståelse sinsemellan torde dessa riktlinjer om lönesättning vara lika över gränserna.

2.6.5. Ägt av annat bolag

Kategorin ägt av annat bolag inkluderar företag vars största ägare är ett annat bolag. Ägarna kan exempelvis vara andra börsnoterade eller onoterade företag, både utländska som inhemska. Ägandet och kontrollerandet i denna kategori är svårt att sätta om då olika företag troligtvis skiljer sig väldigt åt hur de kontrollerar sitt innehav. I vissa fall har de mer fria tyglar, och i andra är det väldigt starkt kontrollerat.

2.6.6. Herrelösa företag

Ett företag definieras av Frigstedt och Sundqvist (2010) som herrelöst när det saknar en stark huvudägare med mer än tio procent av rösterna. Däremot kategoriseras företag som herrelösa i studien när de saknar en ägare med över fem procent av rösterna på grund av att tidigare empiriska studier har visat att ägare med minst fem procent har incitament starka nog för att utöva sin makt och kontroll. Företag (år) i studien som har kategoriserats som herrelösa är följande:

- Billerud AB (2005)
- BioInvent International AB (2008)
- Kungsleden AB (2005-2008)
- Swedish Match AB (2005)

2.7. Tidigare empiriska studier

I följande avsnitt går studien igenom vad tidigare empiriska studier har kommit fram till för att se vilka variabler som är intressanta att inkludera och analysera för studiens syfte.

Tabell 1. Sammanställning av tidigare empiriska studier

Titel På Undersökning	Författare Och År	Tidsperiod Och Land	Antal Undersökta företag	Undersökningens syfte och mål	Resultat
How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay	Tosi, Henri L., Werner, S., Katz J. P., Gomez-Meija L. R. (2009)	N/A	N/A	<ul style="list-style-type: none"> • Genom en metaanalys förklara hur prestation och storlek påverkar VD-ersättningen 	<ul style="list-style-type: none"> • Storlek utgör mer än 40 procent, prestation ca 5 procent • Ändringar i storlek och prestation påverkar relativt lika
The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation	Stephen G. Sapp (2008)	2000-2005, Kanada	416 publika bolag	<ul style="list-style-type: none"> • Sambanden mellan ersättningen och diverse interna och externa bolagsstyrningsfaktorer. • Fyra huvudområden; <i>“size and industry”</i>, <i>“pay-for-performance”</i>, <i>“impact of governance”</i> och <i>“ownership structure”</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> • Familjeägda företag och företag med stora, kontrollerande aktieägare betalar lägre total VD-ersättning. • Samt använder optionsprogram i lägre utsträckning.
The determinants of CEO compensation: Rent Extraction or Labour demand?	Keryn Chalmers, Ping-Sheng Koh, Geof Stapledon (2006)	1999-2002 Australien	200 största publika bolagen	<ul style="list-style-type: none"> • Undersöker om företagsprestation, överavkastning (<i>“rent extraction”</i>) och arbetskraftsbehovet (<i>“labor demand”</i>) kan förklara ersättningen till VD. 	<ul style="list-style-type: none"> • VD-ersättningen påverkas signifikant av ekonomiska faktorer, bolagsstyrning och ägarstruktur. • Överavkastningens påverkan är större i mindre bolag.
Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination	Khan Raihan, Dharwadkar Ravi, Brandes Pamela (2005)	1992-1999 USA	224 slumpmässigt utvalda bolag från en urvalsgrupp om 437 bolag	<ul style="list-style-type: none"> • Studien undersöker hur institutionella ägare påverkar ersättningen till VD. 	<ul style="list-style-type: none"> • Stora institutionella ägare har ett inflytande på ersättningen till VD. • Fler institutionella ägare medför högre ersättningen till VD. • Inga tydliga tecken på att 5% av rösterna är tillräckligt för att påverka ersättningen.

Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden	Trond Randøy, Jim Nielsen (2002)	1996-1998 Norge och Sverige	Totalt 224 listade bolag, varav 120 norska och 104 svenska	<ul style="list-style-type: none"> • Sambanden mellan företagsprestation, bolagsstyrningsstruktur och VD-ersättning. • Fokus på styrelsesammansättningens samband till VD-ersättning. 	<ul style="list-style-type: none"> • Positivt samband mellan VD-ersättning och ROE. • Starkt samband mellan styrelsens storlek och VD-ersättning. • Utländsk representant i styrelsen medför högre VD-ersättning.
Determinants of management compensation with risk-averse agents and dispersed ownership of the firm	Kornelius Kraft, Antonia Niederprüm (1999)	1987-1996 Tyskland	170 tillverkande företag	<ul style="list-style-type: none"> • Hur VD-ersättningen skiljer sig i bolag med koncentrerat respektive spritt ägande. • Ägarkoncentrationen mäts genom Herfindahls-index. 	<ul style="list-style-type: none"> • Stark ägarkoncentration har en negativ effekt på ledningens löner. • Samband mellan företagsstorlek och ersättning, samt företagsprestation och ersättning.
Corporate Governance, Chief Executive Office Compensation, and firm Performance	John E. Core, Robert W. Holthausen, David F. Larcker (1999)	1982-1984 USA	205 publika bolag	<ul style="list-style-type: none"> • Studien undersöker huruvida styrelseuppsättning och ägarstruktur påverkar VD-ersättningen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Svagare bolagsstyrningsstruktur leder till ökade principal-agent-problem och högre VD-ersättning. • Ägarstrukturen påverkar ersättningen.
Corporate Governance and Executive Compensation	Martin J. Conyon (1997)	1988-1993, Stor Britannien	213 publika bolag	<ul style="list-style-type: none"> • Hur företags prestationsmått och bolagsstyrningsfaktorer relaterar till ersättningen. • Hur ersättningskommitté påverkar ersättningsnivån • Hur separation av VD och styrelseordförande påverkar ersättningen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Positivt samband mellan ersättning och aktieavkastningen. • Företagsstorleken har också en stark påverkan på ersättningen. • Ersättningskommitté påverkar graden av ersättning.
Executive compensation structure, ownership, and firm performance	Hamid Mehran (1995)	1979-1980 Land: N/A, Förmodligen USA	153 slumpmässigt utvalda tillverkande företag (stora och små)	<ul style="list-style-type: none"> • Samband mellan VD:ns kompensationsstruktur och företagsprestation. • Kompensationsstrukturens samband till företagets ägarstruktur. 	<ul style="list-style-type: none"> • Företags prestation är positivt korrelerad med antalet aktier ledande befattningshavare innehar. • Aktierelaterad kompensation används mindre i företag med ett stort procentuellt ägande av ”insiders” och/eller ”outsiders”.

Tabellen beskriver vad tidigare studier har undersökt och kommit fram till och presenteras mer utförligt nedan. N/A = otillgänglig information.

2.7.1. Storlek, prestation och ersättning

Tosi *et al.* (2000) studerade sambanden mellan företagets storlek, prestation och VD-ersättning genom en metaanalys. Studien undersökte empiriskt material från tidigare studier och utgick från två olika hypoteser. Den första, i linje med agentlitteraturen, var att företagets prestation har en stor påverkan på VD:ns ersättning. Den andra, som grundades från ett ”managerialist”-synsätt, var att företagets storlek var den faktor som mest kunde förklara kompensationen. Metaanalysstudien finner att storleken på företaget svarar för mer än 40

procent av variationen i VD-kompensation, medan företagets prestation utgör mindre än fem procent. De finner även att ändringar i storlek och prestation förklarar ersättningen relativt lika, fem respektive fyra procent. Vidare föreslår de att det finns andra variabler som kan vara värda att analysera, där framförallt ägarstruktur är mest intressant.

2.7.2. Corporate Governance, ägarstrukturer och ersättningar

Core *et al.* (1999) utredde huruvida styrelseuppsättning samt ägarstruktur påverkar de verkställande direktörernas ersättningar i amerikanska företag, efter en kontroll av ekonomiska standardfaktorer; företagets efterfråga av ”topp-VD:s”, resultat och risk, som hör till lönesättning. De upptäcker att företag med svagare bolagsstyrningsstrukturer leder till större principal-agent-problem som i sin tur ökar VD:ns ersättning. De finner även att företag med större principal-agent-problem presterar sämre i förhållande till de med mindre principal-agent-problem. Resultaten visar att VD:ns kompensation är högre när denne själv är styrelseordförande, antalet styrelsemedlemmar är större, högre andel utomstående styrelsemedlemmar, och fler medlemmar har blivit tillsatta av VD:n. Vidare finner de att ägarstrukturen också påverkar ersättningen. Exempelvis minskar kompensationsnivån ju fler aktier VD:n äger och om det finns en utomstående part som äger minst fem procent av företagets aktier.

Chalmers *et al.* (2006) har undersökt ersättningsnivåer till VD:ar i Australien genom att se hur de påverkas av ekonomiska faktorer, bolagsstyrning och ägarstruktur, i linje med vad Core *et al.* studerade. Även här finner författarna att VD:ns kompensation är signifikant påverkat av alla de tre kontrollerade faktorerna. Författarna finner stöd för att den fasta lönen och aktiebaserad ersättning påverkas av företagets behov av en välkvalificerad VD samt att överavkastning (”rent extraction”) ger upphov till bonus och optioner. Överavkastningens påverkan är även mer signifikant i mindre företag, men däremot är överavkastningens påverkan försumbar och håller inte i mer än ett år. Det skiljer sig från Core *et al.* (1999) som finner sambandet signifikant.

På liknande sätt studerade Sapp (2008) huruvida faktorer relaterade till bolagsstyrning påverkar hur stor ersättning som betalas ut till ledande befattningshavare inom publika företag. I studien undersöks sambanden mellan ersättningen till ledande befattningshavare i 416 kanadensiska bolag med olika interna och externa bolagsstyrningsfaktorer mellan åren 2000-2005. Studien visar bland annat att familjeägda företag och företag med stora, kontrollerande aktieägare betalar lägre total ersättning till sina VD:ar och dessutom använder

sig av optionsprogram i lägre utsträckning. Sapp definierar kontrollägare som en ägare med minst tio procent av rösträtterna, eller är minst dubbelt så stor som den näst största ägaren.

En studie av Conyon (1997) gällande ledande befattningshavares kompensation i Storbritannien mellan åren 1988-1993 kommer fram till att ersättningen är positivt korrelerat med nuvarande aktieägaravkastning, men dock ej tidigare avkastning. I linje med tidigare studier finner de även ett samband mellan företagets omsättningsökning (ökning i storlek) och ökad kompensation, vilket inte alltid är förknippat med långsiktig värdeökning för aktieägarna. Författaren finner också en del bevis på att bolagsstyrningsfaktorer påverkar ersättningsnivån. De fokuserade sin studie på hur ersättningskommittéer påverkar ersättningsnivån, och finner att de företag som infört det inte ökade kompensationen till ledande chefer i lika stor grad. Däremot är resultatet inte helt robust. Den andra bolagsstyrningsvariabeln, om VD:n och styrelseordförande var olika personer, visade sig inte ha någon påverkan på ersättningarna. De föreslår att det kan vara intressant att studera funktionerna igen vid ett senare tillfälle, då de var relativt nyinsatta då studien utfördes.

Vidare, lade Mehran (1995) fram bevis på att det är typ av kompensation och inte nivån på den som leder till att ledningen ökar företagets värde. I sin studie över 153 tillverkningsföretag kommer han fram till att företagets prestation är positivt korrelerad med hur många aktier ledare besitter samt hur stor del av deras ersättning som består av aktieersättning. Resultaten i studien visar även att aktierelaterad kompensation används mindre i företag där det finns ett stort procentuellt ägande av ”*outside blockholders*”. När en utomstående part (till exempel en individ, företag eller institutionella ägare) äger en stor procentuell andel aktier (större än fem procent) minskar den totala kompensationen till företagsledningen, vilket kan vara ett resultat av att de utövar mer övervakning och kontroll. Mehran finner även att ifall styrelsen har många utomstående medlemmar, det vill säga de som inte arbetar i företaget, ökar kompensationen. Vidare, hittar han inga tydliga samband mellan företagets prestation och styrelsens uppsättning samt utomstående styrelsemedlemmars aktieandelar.

Även i Tyskland har studier på området gjorts gällande kompensation till ledande befattningshavare och ägarkoncentration. Kraft och Niederprüm (1999) testade huruvida det finns någon skillnad i tyska företag som har en dominant ägare i jämförelse med företag med spridd ägande. Genom en analys av 170 tillverkande företag för åren 1987-1996 finner de att en ökande ägarkoncentration, mätt genom Herfindahls-index, har en negativ effekt på

ledningens löner samt att storleken på den resultatbaserade delen också minskar. På samma sätt som andra studier på området har de även undersökt och fastställt att det finns ett samband till företagets storlek och prestation (ROE). De samlade in data på ersättning, omsättning, resultat samt ägarstrukturer. Ägarstrukturer klassificerade de som: a) spritt aktieäggande och b) en familj som har minst 25 procent av ägandet eller företag med minst 50 procent av det totala ägandet. De använder Herfindahls index (istället för en ”dummy”) för 1996 då data över rösträtt ej tidigare var tillgänglig. Det kan dock göra att studien kan bli missvisande då ägarstrukturer kan skilja sig från år till år.

Det har även gjorts vissa undersökningar inom området i Sverige, bland annat av Randøy och Nielsen (2002) som i sin studie undersöker samband mellan företagsprestation, bolagsstyrningsstruktur (med fokus på styrelsesammansättningen) och VD-ersättning i 120 norska och 104 svenska bolag under tidsperioden 1996-1998. Den empiriska undersökning fann ett positivt samband mellan VD-ersättning och ROE (Return On Equity), där sambanden är genomgående, men påverkan på ersättningen är relativt svag. Det förklaras främst genom det starka socialdemokratiska inflytandet i Norge och framförallt i Sverige. Sambandet mellan VD-ersättning och styrelsens storlek är starkt positiv, där större styrelser medför högre VD-ersättning. Studien finner även att andelen utländska medlemmar i styrelser är positivt korrelerat med högre VD-ersättning, då utländska styrelsemedlemmar kan tänkas vara mindre kontrollerande än inhemska styrelsemedlemmar på grund av bland annat att de är vana vid höga VD-ersättningar. Randøy och Nielsen identifierar ett negativt samband mellan VD-ersättning och tiden som VD, samt mellan VD-ersättning och VD:ns ägarandel.

Khan *et al.* (2005) har i sin studie undersökt hur institutionella ägare påverkar ersättningen till VD i 224 amerikanska bolag under tidsperioden 1992-1999. De finner bland annat att stora institutionella ägare är bättre monitorer av verksamheten i bolaget än små institutionella ägare och således har ett inflytande på ersättningsstrukturen för verkställande direktören. Enligt studien finns det dessutom ett samband mellan antalet institutionella ägare och VD-ersättningen, då fler institutionella ägare innebär högre ersättning. Studien finner även, till skillnad från många tidigare undersökningar, inga tydliga tecken på att ägare med fem procent av rösterna har tillräckligt med inflytande för att påverka ersättningen till VD. De menar vidare att man bör göra flera uppdelningar av ägarkoncentration (inte bara en gräns vid fem procent) eftersom ägare med 15 procent av rösterna har större inflytande på VD-ersättningen än ägare med sex procent av rösterna.

2.7.3 Kritik mot tidigare studier

Det är brist på studier från Sverige som studerar det specifika ämnet i fråga. Ett fåtal C- och D-uppsatser har påträffats från svenska universitet och högskolor angående ersättningar och incitamentprogram till verkställande direktörer. De är dock ej relevanta studiens syfte, som är att undersöka ägarförhållanden och VD-ersättning.

Fortsättningsvis finns det få nypublicerade studier. Den senaste funna studien är från 2008, och övriga studier är väsentligt äldre. Det tar ofta väldigt lång tid innan en artikel publiceras, på grund av den långa granskningsprocessen, vilket gör att även nyare publicerade studier har äldre empiriska data.

Många studier belastas av "survival bias", det vill säga man har ej tagit hänsyn till att företag tillkommit eller försvunnit under den valda tidsperioden, vilket kan ge en snedvridning. Det gäller till exempel Conyon (1997) samt Randøy och Nielsen (2002). Andra har valt att fokusera på specifika industrier, till exempel två studier, nämligen Kraft och Niederprüm (1999) samt Mehran (1995), som endast har tagit med tillverkande företag, och studierna får således inte med helheten. Vidare har Randøy och Nielsen (2002) uteslutit bank- och finanssektorn.

Fortsättningsvis, gäller idag Svensk kod för bolagsstyrning för företag noterade på Stockholmsbörsen, vilket bland annat ställer krav på upprättande av en ersättningskommitté. Det, i sin tur, gör att styrelsesammansättningen är mindre relevant gällande VD-ersättningen. Till exempel är det ej tillåtet i Sverige att VD och styrelseordförande är samma person.

Det är dessutom ingen av de tidigare undersökningarna som tar hänsyn till olika ägartyper, utan endast ägarkoncentration eller en viss typ av ägare.

2.8 Hypoteser

Följande hypoteser är formulerade mot bakgrund av litteraturgenomgången och studiens syfte.

Hypotes 1: *Det finns ett positivt samband mellan företagens storlek (börsvärde, tillgångar och eget kapital) och VD-ersättning*

Hypotes 2: *Det finns ett positivt samband mellan företagens prestation (ROA, ROE och avkastning) och VD-ersättning*

Hypotes 3: *Det finns ett positivt samband mellan företagens tillväxtpotentialer (Market-to-book-value) och VD-ersättning.*

Hypotes 4: *Det finns ett positivt samband mellan VD-byte i företagen och VD-ersättning.*

Hypotes 5: *Det finns ett negativt samband mellan hög ägarkoncentration i företag (antal med minst fem procent av rösterna, summa) och VD-ersättning.*

Hypotes 6: *Det finns ett positivt samband mellan en stor andel utländskt ägande i företagen (totalt utländskt ägande) och VD-ersättning.*

Hypotes 7: *Det finns ett samband mellan ägartyp och VD-ersättning.*

3. Metod

Metodavsnittet beskriver studiens tillvägagångssätt för insamling, sammanställning och analys av data, samt tillämpning av teori för jämförelse med resultat av tidigare studier. Metoden grundar sig på frågeställningar och tidigare beprövade undersökningsmetoder. Avsnittet avslutas med en kritisk hållen diskussion mot den valda metoden.

3.1. Förförståelse

För att få en bättre förståelse för ämnet och komma fram till vad som var värt att lägga fokus på studerades lämplig litteratur inom området kring principal-agent-problem, incitamentprogram, bolagsstyrning, ersättning till ledande befattningshavare med mera. Vetenskapliga artiklar har hämtats främst från Libhub, en databas från Lunds Universitet. Det är av stor vikt att se vad som tidigare skett inom forskningen på området för att på så sätt hitta lämpliga variabler för undersökningen. Samtidigt har författarna även läst artiklar i dagspress och branschtidningar samt pratat med personer (från KPMG och Novare Compensation) med god insyn inom området för att på så sätt förstå situationen och bakgrunden till problemen gällande VD-ersättning bättre. Författarna anser att det är av stor vikt för att förstå helheten och därmed också kunna bidra till en intressant och relevant analys om ämnet i fråga. Artiklar i dagspress och branschtidningar har främst hämtats från Mediearkivets databas, men även från deras respektive internetsidor.

3.2. En kvantitativ forskningsansats

Metoden som används är deduktiv eftersom den baseras på tidigare forskningsresultat och teorier. Med hjälp av litteraturstudier formuleras hypoteser, som i sin tur styr och påverkar datainsamlingsprocessen. Resultaten och analysen av insamlad data leder sedermera till att hypoteserna antingen bekräftas eller förkastas. Efter det kan konsekvenser av resultaten kopplas tillbaka och jämföras till tidigare forskning. Processen kan summeras i sex steg: 1) Teori → 2) Hypoteser → 3) Datainsamling → 4) Resultat → 5) Hypoteserna bekräftas eller förkastas → 6) Teorin revideras (Bryman och Bell, 2003).

Forskningsstrategin för studien är kvantitativ då den baseras på siffror som skildrar verkligheten, och som merparten av den kvantitativa forskningen används den naturvetenskapliga modellens principer och metoder. Likaledes är studiens ontologiska ställningstagande något som går under benämningen objektivism, vilket innebär att forskningen förhåller sig till den sociala verkligheten som yttre och objektiv verklighet (Bryman och Bell, 2003). Målet med objektivism är att finna samband som beskriver

strukturer i verkligheten. Eftersom resultaten är baserade på historisk data som är tillgänglig för alla är de således oberoende av forskaren och tidpunkten.

Valet av metod förfaller sig naturligt då den valda forskningsfrågan fordrar analyserande av historisk information och data. Forskningsfrågan är baserad på tidigare forskning inom området, och tidigare studier har valt att studera ämnet genom en kvantitativ ansats. Det är tidigare teori och forskning som format insamlingsprocessen av data för att kunna pröva tidigare resultat. Det är således ingen teorigenerering som uppsatsen ämnar skapa. Den valda metoden är viktig för att göra den jämförande analysen av undersökningens resultat och tidigare empiriska studiers resultat mer genomförbar och rättvisande. Resultaten och analysen i studien kan på så sätt bidra till forskningen och kunskapen inom området. En kvalitativ inriktning hade inte gjort det möjligt att svara på forskningsfrågan på ett objektivt sätt, samtidigt som det skulle gå emot tidigare forskningsmetoder på området. Det insamlade datamaterialet har ej en tolkande karaktär, så som åsikter, då undersökningen kräver ”rådata”. Vidare kritik mot forskningsansatsen diskuteras i ”3.9.1. Kritik mot vald metod”.

3.3. Urval

Urvalet består av publika företag med säte i Sverige och noterade på NASDAQ OMX Large Cap och Mid Cap mellan åren 2005-2009. Bolagen noterade där har fått mest uppmärksamhet för sina VD-ersättningar vilket gör de mer intressanta att undersöka. Dessutom motsvarar det sammanlagda bolagsvärdena år 2007 för Small Cap företagen endast två procent av det totala börsvärdet (Hallvarsson & Halvarson, 2008). Valet av tidsperiod 2005-2009 grundar sig på att ersättning till VD har fått ökad uppmärksamhet de senaste åren och det är därför av intresse att analysera data just från den tidsperioden. Tidsperioden inkluderar dessutom både starkare och svagare ekonomiska perioder. År 2010 har ej inkluderats då många av företagens årsredovisningar rapporterats för sent för att kunna vara med i studien.

För åren 2005 och 2006, innan Small, Mid och Large Cap indelningen inrättades har studien avgränsats från att ta med bolag med ett ingående (för året) börsvärde som understiger 150 miljoner euro, vilket då uppgick till cirka 1,4 miljarder kronor (Sandström, Dagens Industri, 2006). Vidare har det år då ett bolag noterades eller avnoterades, exkluderats i undersökningen då räkenskaperna för de åren inte motsvarar ett helt år och blir således missvisande i undersökningen. Totala antalet företag som ingår i studien uppgår till 142 stycken. Antalet observationer, det vill säga det sammanlagda antalet observerade år, under den valda tidsperioden är 570 stycken (se bilaga 8.1.).

Efter sammanställningen av ägarstrukturdata med hjälp av ”Ägarna och Makten”, NASDAQ OMX, Cisionwire samt företagens hemsidor har studien identifierat ett flertal bolag som under tidsperioden 2005-2009 har tillkommit och/eller försvunnit genom noteringar, uppköp, konkurser och listbyten. Bolagen behandlas i undersökningen för att undvika ”survival bias” och det resulterar i att vissa bolag endast är med något enstaka år i undersökningen.

3.3.1. Bortfall

Från början bestod urvalet av 152 företag, men totalt 10 företag har försvunnit på grund av otillgängliga årsredovisningar (se bilaga 8.2.). Bortfallet motsvarar således cirka 6,6 procent (10/152) av urvalsgruppen. De årsredovisningar som varit otillgängliga är främst från företag som blivit uppköpta eller gått i konkurs. På grund av avsaknad av information gällande vissa års observationer har studien även ett partiellt bortfall. De företagen har hanterats i studien på samma sätt som de bolag som noterades eller avnoterades under tidsperioden 2005-2009. Det vill säga, de är inkluderade i undersökningen för de år information finns tillgänglig. Det gäller för AarhusKarlshamn 2006, Home Properties 2009, PA Resources 2009 och Skanditek 2009.

3.4 Datainsamling

Årsredovisningar från de undersökta företagen för åren 2005-2009 har inhämtats via bolagens hemsidor, samt i enstaka fall från Bolagsfakta och Cisionwire. Ur årsredovisningarna har studien valt ut specifik data och strukturerat den i Excel som paneldata för att underlätta beräkningarna. Hämtad data innefattar bland annat prestationsmått, storleksmått, samt ersättning till VD:

- Omsättning
- Årets resultat efter skatt
- Totala tillgångar (Balansomslutning)
- Totalt eget kapital
- Antal utestående aktier vid årsslut (före utspädning)
- Börsvärde vid årsslut
- Byte av VD under året
- Fast lön till VD
- Rörlig lön/Bonus till VD
- Övrig ersättning till VD
- Pension till VD

För att hantera valutakurser för bolag som redovisat sina räkenskaper i andra valutor än SEK (förutom Nordea som redovisade använda växelkurser) har växelkurser hämtats från Riksbankens hemsida (till exempel USD, EUR och CHF). Studien har använt växelkursens årsgenomsnitt¹¹ för att omvandla siffror från resultaträkning och ersättning till VD eftersom det är data som inkommer eller utbetalas kontinuerligt under årets gång. Vid omvandling av data från balansräkning och (eventuellt) börsvärde används växelkursen vid årsslut. Tillvägagångssätten har även anammats på grund av anvisningar i Nordeas årsredovisning. De redovisade räkenskaperna i Euro och angav vilka växelkurser, samt vilka tal som omvandlats med vilken kurs (VD-lön och resultaträkning med årsgenomsnittskursen, balansräkning och börsvärde med årsslutkursen).

Information om ägarstruktur och ägarkoncentration har hämtats från ”Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag”, en årlig utgåva från SIS Ägarservice AB för åren 2005-2009. Tabellerna är från årsskiftet 2004/2005 till och med 2008/2009 (Frigstedt och Sundqvist, 2005-2010). Poängen med att ha ägarstrukturen i början av året, det vill säga årsskiftet, har valts då det är ägarna vid det tillfället som har störst möjlighet att påverka kommande år. Data struktureras i Excel enligt följande kriterier:

Ägarstruktur/Ägarkoncentration

- Summa ägare med minst fem procent av rösterna
- Totalt utländskt ägande
- Summa sfärer/familjer med minst fem procent av rösterna
- Summa institutionellt ägande med minst fem procent av rösterna
- Summa Statligt ägande med minst fem procent av rösterna
- Summa Ägt av annat bolag med minst fem procent av rösterna

Ägartyp (sfär, institution, stat eller annat bolag):

- Största typen av ägare med minst fem procent av rösterna
- Summa ägarandel för största ägartypen med minst fem procent av rösterna
- Ägartyp för den enskilt största ägaren med minst fem procent av rösterna
- Ägarandel för den enskilt största ägaren med minst fem procent av rösterna

¹¹Årsgenomsnittet är baserat på daglig kursdata. ”De svenska bankerna beräknar dagligen klockan 09:30 en fixkurs enligt formeln: (köp+sälj) / 2. Klockan 10:05 fastställer Stockholmsbörsen en gemensam MITTKURS genom att beräkna medelvärdet av bankernas fixkurser. (Riksbanken.se)

3.5. Bearbetning och analys av insamlad data

Till att börja med, presenteras deskriptiv data i empiriavsnittet (avsnitt fyra) för att skapa en överskådlig bild. Vidare presenteras resultat från regressionsanalyser (se tillvägagångssätt i ”3.5.1. Regressionsanalys”). Slutligen i avsnitt fyra, framförs resultaten från empirin gällande ägartyper och VD-löner (se tillvägagångssätt i ”3.5.2. Analys av ägartyp och VD-ersättning”). I avsnitt fem analyseras sedermera data i förhållande till tidigare studier och teorier.

För att kunna undersöka samband mellan VD-ersättning och ägarförhållanden, med hänsyn till olika ekonomiska standardfaktorer har studien insamlat paneldata, en underkategori till longitudinell data. Paneldata innebär insamling av data/observationer för olika enheter över en viss tidsperiod (Beck, 2004). I studien representeras enheterna av företagen, tidsperioden är år 2005 till år 2009, och observationerna innefattar bland annat: Tillgångar, Eget Kapital, ROE, ROA, Börsvärde, VD-byte, VD-ersättning (och dess olika komponenter), samt data om ägarförhållandena.

En fördel med longitudinell data är att den tar hänsyn till tidsaspekten mellan variablerna vilket är bra för att studera förändringar, å andra sidan finns det även nackdelar. Det första problemet är bortfall på grund av att någon/några i urvalet försvinner på grund av att de upphör att existera (konkurs, uppköp, avnotering etcetera), vilket påträffas i studien. Ett annat problem som kan uppstå med paneldata är gällande; hur ofta, med hur stort mellanrum ska man samla in data, det vill säga; hur lång tid ska det vara mellan T1 och T2? Det kan även uppstå problem med datainsamlingen då det är mycket information som ska hämtas och struktureras, varpå oorganiserad och överflödigt data kan samlas in (Bryman och Bell, 2003). Gällande tidsaspekten faller det naturligt att använda sig av ett år mellan T1 och T2 då företagen endast redovisar lönerna en gång per år. Då studien har ett rikt empiriskt material kan det uppstå problem på grund av den stora mängd data. För att minimera att felaktigheter uppstått har extra kontroll av siffror samt stickprov utförts.

Trots de ovannämnda nackdelarna med paneldata är det den typen av data som lämpar sig bäst för studiens syfte. Paneldata är det bästa tillvägagångssättet då studien tar hänsyn till olika företag över ett antal år för att undvika kortvariga ändringar. Med paneldata tar studien hänsyn till både upp och nedgångar i ekonomin över åren 2005-2009 samt skillnader mellan företag. Om studien endast innefattat ett år hade det empiriska materialet ej blivit lika robust, samt att effekter från bra och dåliga år för företagen inte jämnas ut. Eftersom studien har

ojämna observationer, det vill säga att alla företag ej finns med under hela tidsperioden, kallas det för ”unbalanced panel data”. (Brooks, 2008)

3.5.1. Regressionsanalys

Valet av multipel regressionsanalys grundar sig i att det är ett lämpligt tillvägagångssätt att använda när man vill finna samband mellan olika företeelser och variabler. Samtidigt är det en beprövad metod som tillämpats i tidigare studier för att analysera VD-ersättning. Eftersom studien ämnar studera sambanden mellan fler än två variabler används multipel, istället för enkel, regression.

Studiens datamaterial är som sagt representerat av ett stort urval av företag samt ett antal år, vilket gör att materialet omfattar både tidsseriedata (variation över tid som benämns t) och tvärsnittsdata (variation mellan enheter som benämns i). Detta gör att materialet tar sig i form av paneldata och medför att det många gånger inte analyseras på liknande sätt som om man enbart har tvärsnittsdata eller tidsseriedata. Ekvationen för paneldata kan skrivas på följande sätt: $y_{it} = \alpha + \beta\chi_{it} + u_{it}$, där γ är den beroende variabeln, α är interceptet, β anger riktningskoefficienten, χ är den oberoende variabeln och u är den slumpmässiga avvikelsern eller feltermen. (Brooks, 2008)

Fördelar med paneldata, förutom de tidigare nämnda, är bland annat att det ger informativ data, mer variation, mindre kollinearitet mellan variablerna, och en större förklaringsgrad genom fler frihetsgrader. Dessutom reduceras problem med ”bias” orsakad av utelämnade variabler vilket också ger en lösning på problem med heterogenitet. Däremot finns det nackdelar med att de statistiska programmen inte är fullt utvecklade för analyserandet av paneldata, och speciellt med obalanserad paneldata som studien har. Det gör att vissa tester ej går att genomföra i det valda programmet EViews. (*ibid*)

3.5.1.1. Paneldataanalys

Det enklaste sättet att hantera paneldata är att använda sig av en ”pooled regression” (”sammanslagen regression”). Det innebär att man estimerar en ekvation på all data tillsammans. Ekvationen estimeras med då med en OLS-metod¹². Sammanslagningen innebär dock att man indirekt antar att de genomsnittliga värdena av variablerna och relationerna mellan dem är konstanta över tiden och över alla företag i urvalet, vilket i alla fall inte behöver vara en nackdel. Det går även att göra enstaka analyser på tvärsnittsdata och

¹² Ordinary Least Square (OLS) är en metod som används för att estimerar de okända parametrarna i en linjär regressionsmodell.

tidseriedata separat, men det rekommenderas ej eftersom man då går miste om fördelarna med det rika innehållet i paneldata. Enligt Brooks (2008) finns det två rekommenderade tillvägagångssätt vid analyserandet av paneldata, nämligen "fixed effects"-modeller och "random effects"-modeller. Den sistnämnde har i arbetet uteslutits efter ett Hausman-test, vilket genomförs för att se om metoden är lämplig för datamaterialet. Testet visar att en "random effects"-modell inte är tillämpbar (se bilaga 9.3, tabell 15). I studien testas således "pooled regression" och "fixed effects"-modeller.

"Fixed effects"-modeller

"Fixed effects"-modeller kan antingen fånga tvärsnittsvariation eller tidsserievariation i den insamlade paneldataunderlaget. Den tillåter interceptet i regressionsmodellen att skilja sig åt, antingen över tvärsnittet eller tidserien medan den andra hålls konstant. Modellerna konstruerar i studiens fall dummyvariabler, antingen för företagen eller åren, vilket till exempel innebär att man kan låta regressionsmodellen skilja sig åt mellan företag men inte över tid. Lämplighetstest, "Redundant Fixed Effects Test", utförs för att avgöra vad som lämpar sig bäst för studiens dataunderlag samtidigt som det förs en diskussion om valet och tillämpbarheten av modellerna (se bilaga 9.3, tabell 16 och 17).

Test av modellernas lämplighet

Vid användandet av multipel regressionsanalys krävs det att ett antal antaganden uppfylls för att säkerhetsställa lämpligheten i modellerna:

- *Stationaritet* – innebär att variablernas medelvärden och standardavvikelser inte förändras över tiden. Antagandet anses inte utgöra något problem då tidserien är kort (5 år) och tvärsnittet är stort (142 företag).
- *Homoskedasticitet* – innebär att residualernas/feltermernas varians är konstant. Test för homoskedasticitet genomförs genom att studera de standardiserade residualernas varians i ett spridningsdiagram (se bilaga 8.3., Figur 8.1. och 8.2.)
- *Autokorrelation* - Ett annat viktigt antagande att felet i medelvärdet är okorrelerade, det vill säga att standardfelens medelvärde på den beroende variabeln är oberoende av de oberoende variablerna. Rekommenderade test för autokorrelation är svårt att genomföra på paneldata, på grund av brister i de statistiska programmen, och framförallt då paneldataunderlagets tvärsnitt (142 företag) är mycket större än tidsserien (5 år).
- *Normalitet* - Antagandet om normalitet uppfylls när residualerna är normalfördelade. Antagandet är inget krav för att modellen ska vara effektiv, men kan göra så att p-

värdena i vissa fall blir missvisande. Normalitet testas genom ett Jarque-Bera-test (se bilaga 8.3, Figur 9).

- *Multikollinearitet* - Multikollinearitet uppstår när de oberoende variablerna inte är oberoende av varandra och därmed mäter samma sak. För att uppfylla antagandet granskas variablerna i en korrelationsmatris (se bilaga 8.3, Tabell 18).

3.5.1.2. Valda variabler

Som tidigare nämnts ämnar studien att utreda huruvida det finns samband mellan ägarförhållanden och total VD-ersättning. Genom multipel regressionsanalys sätts VD-ersättningen i förhållande till tidigare nämnda faktorer, samt hur sambandet mellan ersättning och olika ägarskapsstrukturer ser ut. Studiens huvudsakliga testvariabler är således variablerna relaterade till ägarförhållandena, och kontrollvariablerna utgörs av storleks- och prestationsmått samt ”andra mått” (tillväxtmöjligheter och VD-byte-dummy). Kontrollvariablerna inkluderas i studien eftersom de är vedertagna och underlättar analysen av samband mellan ägarförhållande och VD-ersättning.

Grunddata struktureras i Excel för att sedermera med hjälp av programmet EViews utföra regressionerna. Följande variabler inkluderas i regressionsanalysen.

Beroende variabel

- *Den naturliga logaritmen av total ersättning till VD för året*

Den beroende variabeln (y) är total ersättning till verkställande direktör, och har samlats in genom en granskning av årsredovisningar. Variabeln logaritmeras¹³ på grund av tidigare studiers förfaranden (exempelvis Chalmers *et al.*, 2006; Conyon, 1997; Randoy och Nielsen, 2002).

Oberoende variabler

De oberoende variablerna har valts ut efter att ha studerat tidigare forskning på området och är inkluderade i undersökningen för att ge regressionsanalysen och resultaten en högre validitet. Variablerna kategoriseras enligt följande: storlek, prestation, andra mått, samt ägarförhållanden och förklaras nedan.

Storleksmått - kontrollvariabler

¹³ Logaritmering sker ofta på variabler som är snedfördelade. Ett av antagande som regressionsmodellen gör är att det finns normalitet och den naturliga logaritmen av t.ex. VD-lön gör att den trycks ihop och blir mer normalfördelat kring medelvärdet.

- *Naturliga logaritmen av omsättning i början av året* (Conyon, 1997; Kraft och Niederprüm, 1999; Sapp, 2008; Khan *et al.*, 2005)
- *Naturliga logaritmen av börsvärdet i början av året* (Randoy och Nielsen, 2002)
- *Naturliga logaritmen av totala tillgångar i början av året* (Chalmers *et al.*, 2006; Mehran, 1995).

De valda måtten för storlek var omsättning, totala tillgångar och börsvärde. Omsättningen, tillgångarna och börsvärdet för bolagen hämtades från företagens årsredovisningar. Om inte börsvärdet uttryckligen redovisats har det beräknats genom: *antalet utestående aktier vid årsslut (innan utspädning) x aktiekurs*.

Storleksmättet omsättning exkluderas dock, då studien inkluderar finansiella företag vars omsättning är svårdefinierad sett utifrån årsredovisningarna. Nettoomsättning redovisas av de finansiella företagen, men är ej lämpligt som storleksmått då den vissa år är negativ (mycket på grund av finanskrisen). Måttet är heller inte jämförbart med de andra inkluderade bolagen i studien.

Prestationsmått - kontrollvariabler

- *ROE för året* (Core *et al.*, 1999; Kraft och Niederprüm, 1999; Randoy och Nielsen, 2002)
- *ROA år för året* (Chalmers *et al.*, 2006; Core *et al.*, 1999; Mehran, 1995; Sapp, 2008)
- *Ökning av börsvärde för året* (Chalmers *et al.*, 2006; Conyon, 1997; Randoy och Nielsen, 2002)

Prestationsmåtten som valts ut är ROE, ROA (redovisningsbaserade) och ökning av börsvärde (marknadsbaserad), vilka har räknats ut på följande sätt som en procentsats:

“Return on equity” (ROE) = Årets resultat (efter skatt) / Eget kapital (årsslut)

”Return on assets” (ROA) = Årets resultat (efter skatt) / Totala tillgångar (årsslut)

Ökning av börsvärde = (Börsvärde_t – Börsvärde_{t-1}) / Börsvärde_{t-1}

Prestationsmåtten används som variabler för att undersöka hur förändringar i VD-ersättning relaterar till förändringar i företagsprestation. Både redovisningsbaserade och marknadsbaserade mått på prestation har valts ut för att täcka båda aspekter.

Andra mått - kontrollvariabler

- *VD-byte under året*

Studien tar även hänsyn till när ett företag byter VD, då ersättningen kan ändras vid ett VD-byte. Variabeln är dikotom, det vill säga att den enbart kan anta två värden, ja eller nej, och kodas om till 0 och 1 (dummyvariabel). Måttet är dock inget som tidigare studier har tagit hänsyn till.

- *Tillväxtmöjligheter: Market-to-book för året* (exempelvis Chalmers *et al.*, 2006; Core *et al.*, 1999).

Måttet används för att beskriva företagets tillväxtmöjligheter och har räknats ut genom att dividera börsvärdet med det bokförda värdet av eget kapital för företagen vid årsslut. Variabeln inkluderas i undersökningen för att få en bredare uppsättning variabler i studien, samt för att se till vilken grad tillväxtmöjligheterna relaterar till VD-ersättningen.

Ägarförhållanden - testvariabler

- *Ägarkoncentration i början av året* (Chalmers *et al.*, 2006; Core *et al.*, 1999; Mehran, 1995; Khan *et al.*, 2005)
- *Andel utländskt ägande i början av året*

Ägarförhållandemåtten är uppdelade på ägarkoncentration och utländskt ägande. Ägarkoncentrationen baseras på hur spritt eller koncentrerat företagets ägande är i början av året och är baserat på summan (i procent) av ägare med minst fem procents ägande. Informationen har hämtats från Frigstedt och Sundqvist (2006-2010). Enligt tidigare empiriska studier, är det de som har möjlighet och incitament till att utöva makt och kontroll. Variablerna för ägarkoncentration inkluderas i undersökningen för att göra resultaten jämförbara med tidigare forskning på området.

Det utländska ägandet inkluderas då det är intressant att se om andelen utländskt ägande påverkar VD-ersättningen. Tidigare studier har, som tidigare nämnts, identifierat att VD-ersättningen är högre i utlandet, framförallt i USA, varpå det utländska ägandet är en intressant variabel att inkludera i undersökningen. Information om det utländska ägandet har hämtats från Frigstedt och Sundqvist (2006-2010).

Studien ämnar även undersöka om det finns ett samband mellan specifika ägartyper och kompensationen till VD genom en ”jämförande analys”. Tillvägagångssättet beskrivs närmare i avsnitt ”3.5.2. Analys av ägartyp och VD-ersättning”.

3.5.2. Analys av ägartyp och VD-ersättning

Analys av samband mellan ägartyp och VD-ersättning är ingenting som tidigare har studerats i stor omfattning, vilket gör att det inte finns något vedertaget tillvägagångssätt att använda sig av. För att kunna analysera huruvida olika ägartyper påverkar ersättningen görs en uppdelning av företagen baserat på den enskilt största ägarens ägarandel (ägarkoncentrationsmått). Samtidigt beräknas VD-ersättningen som en procentuell andel av börsvärde, tillgångar och eget kapital, för att ta hänsyn till storleksskillnader mellan bolagen. Därefter jämförs VD-ersättningsandelen med hänsyn till ägarkoncentrationen, samt VD-ersättningsandelen med hänsyn till den enskilt största ägarens ägartyp inom de olika koncentrationskategorierna. De valda intervallerna för kategoriseringen görs även med hänsyn till antalet bolag som faller inom varje kategori, så att det finns ett rikt antal företag och observationer i varje jämförelsegrupp. Intervallerna för ägarkoncentration ser för jämförelsen ut enligt följande:

Ägarandel för den enskilt största ägaren:

- Ägarandel ≥ 75 %
- 75 % $>$ Ägarandel ≥ 50 %
- 50 % $>$ Ägarandel ≥ 25 %
- 25 % $>$ Ägarandel ≥ 10 %
- 10 % $>$ Ägarandel

Analysen av samband mellan ägartyp och ersättning till VD baseras på kategoriseringen där VD-ersättningen som procentuell andel av börsvärde, tillgångar och eget kapital, jämförs gentemot varandra beroende på största ägartyp med hänsyn till ägarandel.

3.6. Validitet, reliabilitet och replikation

De studier som presenteras i avsnittet ”2.7. Tidigare empiriska studier” är alla från ansedda vetenskapliga tidskrifter. Läsekretsen för de artiklarna är först och främst andra forskare och experter. Studierna har också genomgått en hård granskning innan publicering, då de kontrolleras av redaktörerna för tidskrifterna samt av ledande experter och forskare inom området. Självfallet, är tidskrifterna av skiftande kvalitet och vissa ställer således högre krav än andra. Vissa tidskrifter anses ha högre anseende, men en publicering i en vetenskaplig tidskrift bedöms ofta som den största meriten för forskare och blir då ett kvitto på dennes kompetens (Backman, 2008). Det ger de tidigare empiriska forskningen en garanti för deras

forskningsmetoder och resultat, vilket gör att studien utgår från metoder och ansatser som är allmänt vedertagna.

Rapporter och undersökningar från organisationer och företag, har inte samma akademisk tyngd som de vetenskapliga artiklarna. De sprids sällan internationellt, då de ofta är skrivna på svenska, och har inte samma gedigna granskning som de vetenskapliga artiklarna. Målgruppen skiljer sig åt från de vetenskapliga artiklarna då de istället tillfredställer mer yrkesamma och fackliga intressen (Backman, 2008). Emellertid, är det stora organisationer (såsom LO) och företag (exempelvis Deloitte) som står bakom undersökningarna/rapporterna och således granskas de internt inom organisationen och externt av, exempelvis, media och andra organisationer. Något som också gör de angelägna är att de har kortare publiceringstid, i och med att de slipper att genomgå en lång granskningsprocess (Backman, 2008). Det gör att empirisk data blir mer aktuell. Rapporterna från organisationer och företag används i studien mer för att klarlägga siffror och problem, istället för att förklara dem.

Validiteten för data kan beskrivas som att man använder rätt data för rätt syfte (Bryman och Bell, 2003). Validiteten i mått och data anser författarna vara hög eftersom måtten baseras på mått som tidigare använts för liknande undersökningar inom samma ämne, såsom storlek, prestation och ägarkoncentration. Till skillnad från tidigare studier tar undersökningen även hänsyn till olika ägartyper för att ta reda på om det finns något samband mellan specifika ägartyper och VD-ersättning. Tidigare studier har fokuserat på ägarkoncentrationen, snarare än ägartypen, vilket gör att det litterära stödet för den delen av undersökningen är svagare. Resultaten från analysen av samband mellan ägartyp och VD-ersättning kan därmed inte jämföras i samma utsträckning som de andra måtten.

Insamlade data bedöms också vara pålitliga, med hög reliabilitet, eftersom informationen är tagen från årsredovisningar och annan offentlig information, och skulle generera samma resultat vid ett ”andra försök”. Ett annat ord för reliabilitet är replikation, som innebär att studien skall kunna upprepas av andra vid en senare tidpunkt och ge samma resultat. Det är således av vikt att tillvägagångssättet för studien är detaljerad och tydlig för att studien skall kunna bli replikerbar. Studien har försökt att vara så noga och detaljerad som möjligt med valt tillvägagångssätt (Bryman och Bell, 2003). Årsredovisningarna skall även följa lagar och riktlinjer, samt granskas och godkänns av externa revisorer, vilket gör att informationen i dem anses vara pålitlig.

3.7. Kritik

3.7.1. Kritik mot vald metod

Kritik mot den kvantitativa forskningen brukar utgå från att man ej ser skillnad på sociala institutioner och naturen. Den kvantitativa metoden i undersökningen baseras på mätningar och statistik som kan analyseras matematiskt utan hänsyn till åsikter och andra sociala företeelser. Schutz (1962), refererad i Bryman och Bell (2003), förklarar det som att metoden inte tar hänsyn till skillnader mellan naturen och samhället, där ”naturen” i studien motsvarar mätningar och statistik, och ”samhället” skildras av åsikter och andra sociala företeelser. Vidare kan det ontologiska ställningstagandet, objektivism, som tillämpas i undersökningen kritiserar eftersom det innebär en yttre och objektiv förhållning till den sociala verkligheten och faller därför under Schutz’s kritiska syn mot kvantitativa forskningsmetoder. Samband som identifieras genom tillvägagångssättet kan därför ifrågasättas. Dock är ett kvantitativt tillvägagångssätt det bästa alternativet för undersökningen då den ämnar studera samband mellan olika kvantifierbara mått. Det är dessutom en välbeprövad metod som använts i tidigare studier med liknande syften. Vidare skulle en kvalitativ undersökning med till exempel intervjuer kunna bli missvisande i och med ämnets känsliga karaktär.

I en kvantitativ studie kritiserar ofta precisionen och riktigheten i data från (Bryman och Bell, 2003). Kritiken kan dock inte riktas mot information och data i denna studie då den grundar sig på historisk företagsinformation från årsredovisningar vilka är noga granskade av revisorer och andra intressenter. Viss kritik kan dock riktas mot ägarstatistiken, vilket behandlas nedan i ”3.7.4. Kritik mot ägarstatistik”.

3.7.2. Kritik mot avgränsning och urval

Urvalet i studien består av publika företag med säte i Sverige, noterade på NASDAQ OMX Large Cap och Mid Cap under perioden 2005-2009. Bolag noterad på Small Cap har uteslutits, vilket gör att undersökningen inte får med hela populationen. Däremot är Small Cap-företagen väldigt mycket mindre, och det är de större bolagen som fått mest uppmärksamhet för sina VD-ersättningar. År 2007 var det sammanlagda börsvärdet för Small Cap endast två procent av det totala börsvärdet (Hallvarsson & Halvarson, 2008). Det är mer intressant att studera bolagen på Large och Mid Cap därför att intresset är större.

Den valda tidsperioden är 2005-2009 och självfallet skulle även åren innan 2005 kunnat inkluderas för att få ett rikare empiriskt material, men den valda tidsperioden får med både upp och nedgångar i den samhällsekonomiska utvecklingen. Tilläggsvis, infördes också

Svensk kod för bolagsstyrning vid årsskiftet 2004/2005 vilket påverkade företag i bolagsstyrningsfrågor och hade kunnat ge skillnader innan dess.

Det har visat sig att aktierelaterad ersättning är väldigt svåra att värdera. Företagen redovisar till exempel optionsersättningar på olika sätt och det kan vara svårt att urskilja hur mycket en VD egentligen har fått i optionsersättning. Vidare, finns det inbyggda osäkerheter i Black & Scholes-modellen som används som kutym vid optionsvärdering. Vid insamlandet av data om aktierelaterad ersättning identifieras skillnader mellan de olika options- och incitamentprogrammen gällande deras krav och upprättanden. Redovisningen av ersättningarna skiljer sig även åt vilket gör det svårt att få en rättvis bild över kompensationen. Studien tar följaktligen ej hänsyn till aktie- och optionsprogram vilket gör att undersökningen inte får en 100-procentig täckning av ersättningen till VD, men exkluderingen var det bästa tillvägagångssättet för att nå rättvisande resultat. Det finns ovissheter i en del observationer gällande aktierelaterad ersättning, och skulle de visa sig vara felaktiga, kan resultaten bli felaktiga och snedvridna. Vidare, som sagt i ”1.4. Avgränsning”, är den aktierelaterade ersättningen väldigt låg i svenska börsnoterade företag. För åren 2005-2008 var andelen endast 1,3–1,8 procent av den totala ersättningen.

3.7.3. Kritik mot bortfall

Urvalet för studien bestod från början av 152 företag, varav 10 har fallit bort (se bilaga 8.2.). Det resulterar i ett bortfall på cirka 6,6 procent (10/152). Hur acceptabelt storleken på bortfallet är beror mycket på typen av undersökning, samt hur mycket informationen/data varierar i urvalet. Om ett bortfall orsakar en stor variansökning är acceptansgraden för bortfallet lägre. (Japac *et al.*, 1997). När urvalet reduceras på grund av bortfall kan urvalets representativitet försvagas och således även resultaten (Bryman och Bell, 2003). Bortfallet i studien har skett på grund av otillgängliga årsredovisningar, vilket möjligtvis göra att det blir en snedvridning i resultatet. Hur som helst, anses urvalet av företag och antalet år ge ett rikt empiriskt material som kan ge ett robust resultat. Bortfallet motsvarar dessutom endast 6,6 procent av det ursprungliga urvalet och bedöms därför inte påverka resultatet särskilt mycket.

3.7.4. Kritik mot ägarstatistik

Ägarstrukturen i svenska börsbolag måste enligt lag offentliggöras och blir således väldigt transparent. Däremot finns det följande brister i ägarstatistiken (Frigstedt och Sundqvist, 2009):

- När utländska bolag äger en del av ett företag så är det ibland svårt att se vem som ”står bakom” det bolaget vilket kan ge upphov till ett stort mörkertal.
- Det är möjligt för personer att använda sig av en målvakt eller bulvan som står som ägare.
- När en person blankar aktier försvinner de som ägare hos Euroclear¹⁴ och då kan en storägare (genom blankning) således försvinna.
- Kapitalförsäkringar kan göra att ägarstrukturen blir missvisande i och med att man inte vet vem som är ägare då det är dolt i en försäkring, där försäkringsbolaget står som ägare.
- Alla affärer i december hinner inte tas med i statistiken, vilken kanske kan göra skillnad.

Självfallet kan bristerna påverka studiens mått på ägarförhållandena, däremot balanseras det ut då det empiriska materialet är insamlat över tidsperioden 2005-2009. Det kan då tänkas jämna ut skillnader, till exempel att statistiken ej hunnit registreras i årsslutet. Gällande de andra punkterna, är det väldigt svårt att sja om effekten på ägarstrukturen men torde inte vara avgörande för studiens resultat.

3.7.5. Kritik mot valda mått

Studien undersöker också om det finns någon skillnad mellan olika ägartyper, vilket inte har studerats i lika stor mån förr. Tidigare forskning har istället fokuserat på en viss typ av ägare, till exempel institutioner (exempelvis Parthiban *et al.*, 1998). Eftersom måtten gällande ägartyp inte har studerats tidigare går dessa mått inte att jämföra på samma sätt som ägarkoncentration, storlek, prestation med mera.

De andra valda måtten har upprepade gånger studerats i tidigare empiriska studier och kan således bättre jämföras med resultaten från regressionen. Kritik kan dock istället riktas mot antalet valda variabler. Antalet valda variabler baseras på tidigare forskning, samt Sveriges särställning. Vissa variabler har därför uteslutits, såsom mått angående styrelsesammanställning, främst på grund av Svensk kod för bolagsstyrning men även på grund av att studierna i de flesta fall är baserat på äldre empiri. Vidare ämnar inte undersökningen söka finna någon heltäckande förklaringsmodell för VD-ersättningar, utan valda variabler inkluderas som kontrollvariabler för att förbättra analysen av samband mellan ägartyp och VD-ersättning.

¹⁴ Euroclear är en organisation som bland annat för register över alla aktier som handlas på börsen.

3.7.6. Kritik mot analys av ägartyper och VD-ersättning

Analysen av ägartyper och VD-ersättning har ej studerats i den tidigare empiriska forskningen, vilket har gjort att det inte finns någon gängse metod. Det gör att det inte heller är möjligt att jämföra siffror, på samma sätt som med regressionsanalysen, med tidigare forskning.

Kritik kan också riktas mot att sfär-ägandet i de svenska bolagen motsvarar cirka 70 procent (399/570) av alla observationer. Det resulterar i att antalet företag och observationer, som genomsnittet baseras på, i de övriga kategorierna är relativt smalt. Framförallt i kategorierna ”Statligt” och ”Herrelöst”. Men eftersom studien tar hänsyn till alla svenska bolag, exklusive bortfall om 10 företag, noterade på OMX Large och Mid Cap mellan år 2005-2009 så gör det att kategorierna, och således även resultaten, motsvarar verkligheten.

Vidare beräknas den totala VD-ersättningen som en procentuell andel av börsvärde, tillgångar och eget kapital, för att göra jämförelsen mer rättvisande. Om de (genomsnittliga) faktiska värdena jämförs måste antalet kategorier utökas eftersom större bolag betalar ut högre ersättning. Om antalet kategorier utökas reduceras antalet observationer än mer än i det valda tillvägagångssättet, vilket potentiellt skadar resultaten mer.

4. Resultat

I Avsnitt 4 presenteras det insamlade empiriska materialet och resultat från regressionsanalyser samt VD-ersättningens samband till ägartyp.

4.1. Ersättning till verkställande direktörer

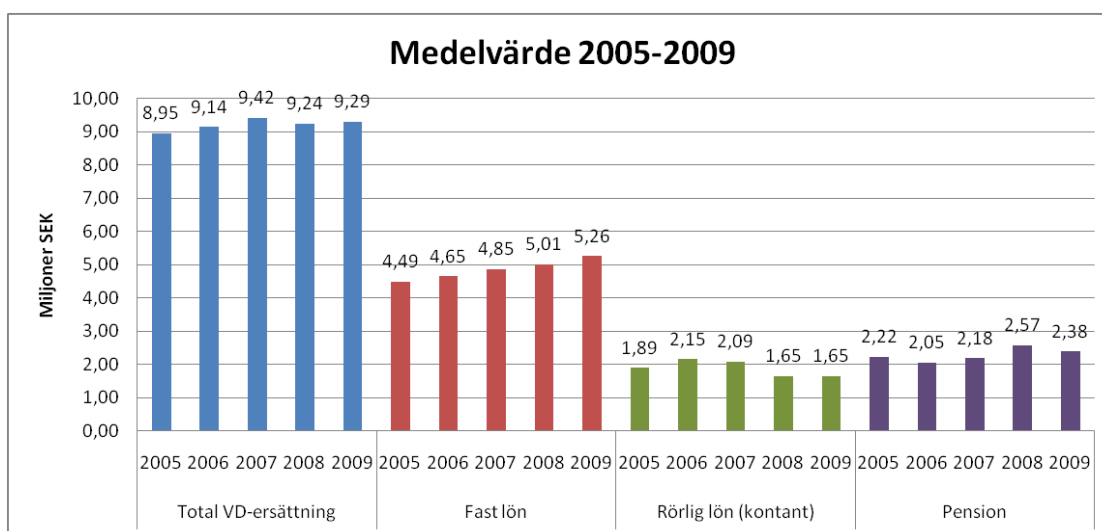
Tabell 2. Sammanställning över VD-ersättning för åren 2005-2009

MSEK	Total VD-ersättning					Fast lön					Rörlig lön (kontant)					Pension				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Medel	8,95	9,14	9,42	9,24	9,29	4,49	4,65	4,85	5,01	5,26	1,89	2,15	2,09	1,65	1,65	2,22	2,05	2,18	2,57	2,38
Median	6,47	6,11	6,39	6,19	6,83	3,53	3,58	3,74	3,86	4,37	1,09	1,24	1,36	0,62	0,94	1,22	1,21	1,21	1,20	1,40
Std.	7,53	7,65	7,48	9,03	7,19	2,75	2,10	3,40	2,10	3,00	2,34	2,83	2,92	2,71	2,15	2,82	3,06	2,84	5,80	2,95
Min	0,54	0,55	0,53	0,54	0,74	0,40	0,40	0,40	0,40	0,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Max	44,16	37,80	34,60	77,00	42,45	16,24	27,41	16,50	15,94	18,30	11,25	15,10	17,60	17,60	9,46	20,84	25,90	20,60	60,20	18,92
Sum	894,80	1024,13	1215,24	1090,18	1031,29	448,72	520,58	626,01	591,21	583,62	189,27	240,87	269,53	195,22	183,05	219,62	229,21	281,09	303,75	264,62
Antal obs	100	112	129	118	111	100	112	129	118	111	100	112	129	118	111	100	112	129	118	111

Std. = standardavvikelse

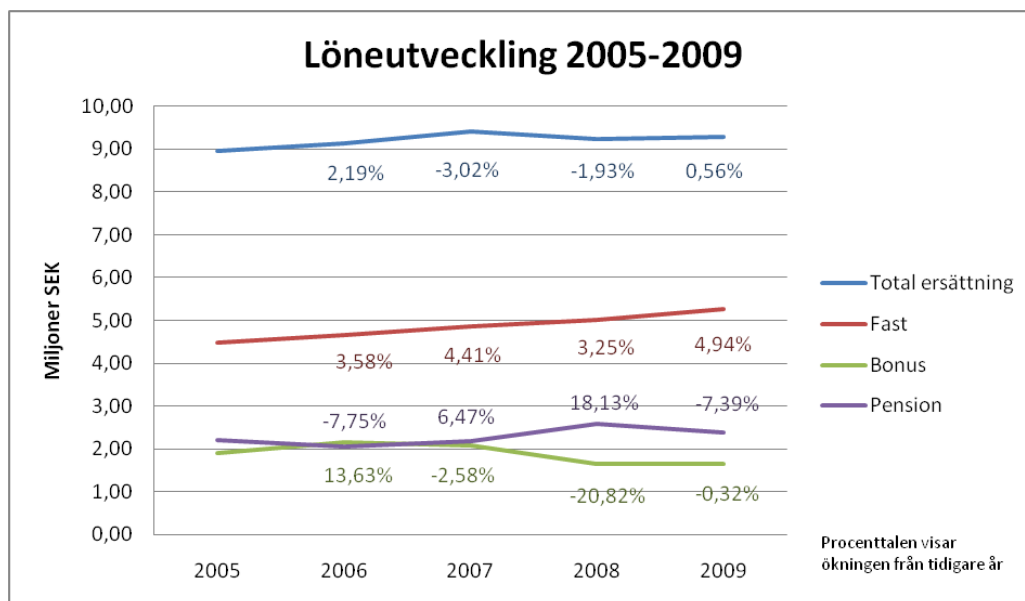
Tabell 2 redovisar VD-ersättningens utveckling under tidsperioden 2005-2009 för alla bolag som är inkluderade i undersökningen. I tabellen kan man även se att vissa bolag inte betalar ut någon rörlig ersättning eller pension (utöver den del som ingår i den lagstadgade arbetsgivaravgiften) då minsta värdet i tabellen är 0 för de posterna. I tabellen urskiljs också att antal företag varierar från år till år på grund av noteringar och avnoteringar. År 2005 var antalet företag som minst (100) och år 2007 var det som störst (129). Nedan följer två grafiska sammanställningar över medelvärdesutvecklingen för VD-ersättningen.

Figur 6. Medelvärdet för VD-ersättningen över tidsperioden 2005-2009.



I figur 6 och 7 kan man tydligt urskilja att den fasta lönen ökat relativt konstant varje år, medan den rörliga delen samt pensionen fluktuerar över åren.

Figur 7. Linjediagram som visar utvecklingen av VD-ersättningarnas medelvärde, 2005-2009.



4.2. Storlek, prestation, ägarförhållande och andra mått

Tabell 3. Sammanställning över de valda variablerna

	Storleksmått				Prestationsmått			Andra mått		Ägarförhållanden	
	Omsättning	Tillgångar	Eget kapital	Börsvärde	ROE	ROA	Avkastning	MBV	VD-byte	S:a ägare, minst 5% röster	Tot utländskt ägande
Medel	20156	111016	14515	27432	15%	6%	22%	325%	0,098	48%	24%
Median	4772	8183	2760	6449	17%	6%	14%	221%	0	47%	20%
Std	38699	490403	30114	56063	0,3	0,1	0,7	4,6	0,3	0,2	0,2
Min	-34172	126	56	345	-318%	-140%	-91%	23%	0	0%	0%
Max	303667	5212528	230256	446000	348%	49%	562%	5704%	1	93%	91%
Sum	11489014	63279318	8273830	15636490	NA	NA	NA	NA	56	NA	NA
Antal obs	570	570	570	570	570	570	570	570	570	570	570

Not. Std = standardavvikelse.

De valda variablerna är som beskrivet tidigare mått för storlek, prestation, andra mått samt ägarförhållanden. I tabell 3 presenteras till exempel variablernas medel-, min- och maximivärden. Varför minimivärdet för börsvärde är väldigt lågt beror på att ett företag vid årets slut tappat väldigt mycket i värde, men var trots det registrerat som ett Mid Cap-bolag på grund av att denna segmentsindelning bara görs ett fåtal gånger varje år. Studien omfattar Large och Mid Cap bolag och därför utesluts inte detta företag. Minimivärdet för omsättning även negativt på grund av de finansiella företagens sätt att redovisa. Måttet utesluts, som tidigare nämnts, till följd av att resultatet blir missvisande.

Prestationsmått skiljer sig betydande åt mellan maximi- och minimivärdena. De fluktuerar självfallet över tiden och det är extrempunkterna som visas i tabellen. Medelvärdet för företagets prestation över tidsperioden är positivt, men var självfallet lägre under krisåren.

Företagets tillväxtpotentialer (Market-to-Book, MBV) skiljer sig väldigt mycket från företag och år, därför blir också skillnaderna mellan max- och minvärdena väldigt stora. Ett företag kan förlora väldigt mycket av sitt börsvärde på kort tid, samtidigt som det bokförda värdet på tillgångarna står still. Vidare har det i studien skett ett VD-byte 56 gånger under tidsperioden.

Ägarförhållandemåtten i regressionsanalysen är uppdelat på två, nämligen ägarkoncentration och utländskt ägande. Fler mått om ägarförhållande presenteras i del ”4.4. Ägartyper”. Måttet för ägarkoncentration (S:a ägare, minst 5 % röster) och utländskt ägande (”Tot utländskt ägande”) har en stor spridning i sina minimi- och maximivärden, från 0 procent till över 90 procent för båda.

4.3. Resultat från regression

Tabell 4. Beteckningarna för variablerna i regressionsmodellerna.

Variabel	Beteckning i regressionsmodell
Konstant	C
Den naturliga logaritmen av total VD-ersättning för året.	LNTOTAL_VD
Den naturliga logaritmen av börsvärdet i början av året.	LNBORSVARDE
Return on Equity (ROE)	ROE
Ökning av börsvärde för året	AVKASTNING
Tillväxtpotentialer – ”Market-to-book”	MBV
VD-byte under året	VD_BYTE
Ägarkoncentration i början av året	MINST_5PROCENT
Andel utländskt ägande i början av året	UTLANDSKT_AGANDE

Tabell 5. Pooled regression

Beroende variabel		LNTOTAL_VD	
Antal tidseriedata	5		
Antal tvärsnittsdata	142		
Totalt antal observationer	570		

Variabel	Koefficient	Standardfel	P-värde
C***	-1,098581	0,169761	0,0000
LNBORSVARDE***	0,344531	0,016607	0,0000
ROE	0,012187	0,071325	0,8644
AVKASTNING*	-0,055940	0,032561	0,0863
MBV	-0,008486	0,005391	0,1160
VD_BYTE**	0,167027	0,079936	0,0371
MINST_5PROCENT***	-0,354760	0,131982	0,0074
UTLANDSKT_AGANDE**	0,341018	0,148103	0,0217
R-kvadrat	0,478078		

"Koefficient" = Effekten de oberoende variablerna har på den beroende variabeln Y. Ett koefficientvärde som skiljer sig mycket från 0 har en starkare påverkan på Y.

"P-värde" = Signifikansnivån för variabeln, det vill säga variabelns pålitlighet i modellen. Signifikansnivåerna för de skattade koefficienterna betecknas (***) på 1%-nivån, (**) på 5%-nivån och (*) på 10%-nivån.

"Standardfel" = Beskriver hur pålitlig skattningen av koefficienterna är. Ett lågt värde innebär en mer tillförlitlig skattning.

"R-kvadrat" = Specifikationens förklaringsgrad, det vill säga till hur stor del de oberoende variablerna förklarar den beroende variabeln.

Resultatet av Tabell 5 visar att börsvärdet har en signifikant relation till VD-ersättningen och likaså ägarförhållandemåttan visar starka kopplingar till den beroende variabeln. Även variabeln för VD-byte är signifikant, men koefficienten är inte lika stark. ROE och MBV är varken signifikanta eller har en stark påverkan på den beroende variabeln. Avkastningen är signifikant men utan en stark påverkan på VD-ersättningen. Förklaringsgraden ("R-kvadrat") för modellen uppgår till cirka 48 procent.

Tabell 6. Fixed Effects Model – Cross Section Fixed

Beroende variabel		LNTOTAL_VD	
Antal tidseriedata	5		
Antal tvärsnittsdata	142		
Totalt antal observationer	570		

Variabel	Koefficient	Standardfel	P-värde
C***	1,968404	0,321838	0,0000
LNBORSVARDE	-0,008797	0,031867	0,7826
ROE	0,071630	0,045923	0,1196
AVKASTNING	-0,009094	0,017111	0,5954
MBV	-0,000933	0,004024	0,8168
VD_BYTE**	0,094725	0,037207	0,0113
MINST_5PROCENT	-0,034572	0,212688	0,8710
UTLANDSKT_AGANDE	0,089410	0,168071	0,5950
R-kvadrat	0,933937		

"Koefficient" = Effekten de oberoende variablerna har på den beroende variabeln Y. Ett koefficientvärde som skiljer sig mycket från 0 har en starkare påverkan på Y.

"P-värde" = Signifikansnivån för variabeln, det vill säga variabelns pålitlighet i modellen. Signifikansnivåerna för de skattade koefficienterna betecknas (***) på 1%-nivån, (**) på 5%-nivån och (*) på 10%-nivån.

"Standardfel" = Beskriver hur pålitlig skattningen av koefficienterna är. Ett lågt värde innebär en mer tillförlitlig skattning.

"R-kvadrat" = Specifikationens förklaringsgrad, det vill säga till hur stor del de oberoende variablerna förklarar den beroende variabeln.

Resultaten i specifikationen ”cross section fixed” visar inga signifikanta relationer mellan de oberoende variablerna och den beroende variabeln, förutom VD-byte. Specifikationen ger dock en mycket hög förklaringsgrad (”R-kvadrat”) vilken beror på paneldatastrukturen, där antalet företag, vilka omvandlas till dummyvariabler (tvärsnittsdata = 142), kraftigt överstiger antalet perioder (perioder = 5).

Tabell 7. Fixed Effects Model – Period Fixed

Beroende variabel	LNTOTAL_VD		
Antal tidseriedata	5		
Antal tvärsnittsdata	142		
Totalt antal observationer	570		
Variabel	Koefficient	Standardfel	P-värde
C***	-1,194011	0,169318	0,0000
LNBORSVARDE***	0,356267	0,016579	0,0000
ROE	0,038214	0,070650	0,5888
AVKASTNING	-0,010504	0,039067	0,7881
MBV	0,006337	0,005347	0,2364
VD_BYTE**	0,180110	0,078767	0,0226
MINST_5PROCENT***	-0,394072	0,130424	0,0026
UTLANDSKT_AGANDE*	0,282252	0,146344	0,0543
R-kvadrat	0,497832		

”Koefficient” = Effekten de oberoende variablerna har på den beroende variabeln Y. Ett koefficientvärde som skiljer sig mycket från 0 har en starkare påverkan på Y.

”P-värde” = Signifikansnivån för variabeln, det vill säga variabelns pålitlighet i modellen. Signifikansnivåerna för de skattade koefficienterna betecknas (***) på 1%-nivån, (**) på 5%-nivån och (*) på 10%-nivån.

”Standardfel” = Beskriver hur pålitlig skattningen av koefficienterna är. Ett lågt värde innebär en mer tillförlitlig skattning.

”R-kvadrat” = Specifikationens förklaringsgrad, det vill säga till hur stor del de oberoende variablerna förklarar den beroende variabeln.

Tabell 7 visar, precis som ”pooled”-specifikationen, tydliga relationer till framförallt borsvärde och ägarförhållandevariablerna. Till skillnad från ”cross section fixed”-specifikationen omvandlas här åren till dummyvariabler istället för företagen. Modellens förklaringsgrad uppgår i specifikationen till cirka 50 procent.

4.3.1. Diskussion om de olika regressionsmodellerna

De två ”Fixed Effects”-modellerna, ”Cross Section Fixed” och ”Period Fixed” är enligt ”Redundant Fixed Effects”-testen bra specifikationer för dataunderlaget (se bilaga 9.3, tabell 16 och 17). Förklaringsgraden (”R-kvadrat”) för ”Cross Section Fixed” specifikationen är mycket hög (cirka 93 procent) och kan därför anses vara mer lämplig. Dock kan den höga förklaringsgraden förklaras med att paneldataunderlaget innehåller många fler företag (142 stycken) än år (5 år), det vill säga, tvärsnittet är mycket större än tidsserien. Dessutom finns den största variationen i dataunderlaget mellan företagen och inte åren. Det gör att en ”Cross Section Fixed”-specifikation får en mycket hög förklaringsgrad eftersom varje ”dummy” (som skapas för varje företag) förklarar nästan all variation mellan företagen vilket leder till

att studerade variabler ej blir signifikanta. Att tillämpa ”Period Fixed”-specifikationen är därför mer lämpligt på grund av den stora skillnaden mellan antal tvärsnittsdata och tidseriedata.

För studiens syfte är det viktigt att se och bekräfta att ägarförhållandevariablerna har starka och signifikanta relationer till VD-ersättningen, vilket tydligt syns i ”Pooled” och ”Fixed Effects Model – Period Fixed” specifikationerna. Studien ämnar inte finna någon heltäckande förklaringsmodell för VD-ersättning och därför är förklaringsgraderna (”R-kvadrat”) på cirka 47,8 respektive 49,8 procent för de två specifikationerna acceptabla.

4.3.1.1. Lämplighetstester

Regressionsmodellerna visar vidare i genomförda lämplighetstester (bilaga 8.3.) att det, efter eliminering av några variabler, inte förekommer någon multikollinearitet. Det gör regressionsresultaten mer pålitliga. Problem med stationaritet elimineras i och med att regressionsmodellerna inkluderar en konstant, ”C”. Vidare kan det tänkas finnas viss autokorrelation, ett problem som är mycket vanligt och svårt att eliminera vid bearbetning av paneldata. Det bedöms ej som ett problem för studiens tillförlitlighet då tvärsnittsdata dominerar och tidseriedata endast består av fem perioder. Det föreligger heller inget större problem med heteroskedasticitet. Antagandet om normalitet uppfylls när residualerna är normalfördelade, det är dock inget krav, men kan göra så att p-värdena i vissa fall blir missvisande. I studiens fall föreligger viss skevhet och toppighet bland residualerna.

4.4. Ägartyper

Undersökningen inkluderar som sagt 142 företag och 570 observationer under tidsperioden 2005-2009. Tabell 8 och 9 visar antalet observationer för de olika ägartyperna över tidsperioden.

Tabell 8. Antal observationer för den sammanlagt största ägartypen med minst fem procent av rösterna

År	2005	2006	2007	2008	2009	Totalt
Sfär	72	82	86	82	77	399
Annat bolag	11	16	25	19	15	86
Institutionellt	11	10	14	12	15	62
Statligt	3	3	3	3	4	16
Herrelöst	3	1	1	2	0	7
Totalt	100	112	129	118	111	570

Tabell 9. Antal observationer för den enskilt största ägartypen med minst fem procent av rösterna

År	2005	2006	2007	2008	2009	Totalt
Sfär	74	84	87	82	75	402
Annat bolag	10	17	27	22	21	97
Institutionellt	10	7	11	9	11	48
Statligt	3	3	3	3	4	16
Herrelöst	3	1	1	2	0	7
Totalt	100	112	129	118	111	570

Skillnaderna i värden mellan Tabell 8 och 9 visar till exempel att den enskilt största ägartypen med minst fem procent av rösterna inte nödvändigtvis innebär att det också är den sammanlagt största ägartypen med minst fem procent av rösterna. Det kan alltså vara en annan ägartyp som tillsammans har mer makt i företaget än den enskilt största ägaren.

Tabell 10. Genomsnittlig total VD ersättning (MSEK) uppdelat efter den enskilt största ägarens ägartyp med minst fem procent av rösterna

År	2005	2006	2007	2008	2009	Medel
Sfär	8,34	8,46	9,21	9,56	9,93	9,1
Annat bolag	11,62	9,36	9,16	8,83	7,92	9,4
Institutionellt	6,09	5,62	5,59	5,94	5,94	5,8
Statligt	14,40	15,11	18,06	16,18	13,66	15,5
Herrelöst	6,87	11,62	8,76	5,16	NA	6,5
Totalt genomsnitt	9,5	10,0	10,2	9,1	9,4	

Genomsnittlig ersättning till VD, i Tabell 10, kan bli missvisande för de statligt ägda och de herrelösa företagen då antalet observationer per år är väldigt få. Dock ser man ändå att de statligt ägda storbolagen, Nordea Bank AB, SAS AB och TeliaSonera AB (inkluderar även Intrum Justitia AB år 2009), betalar ut en hög faktisk ersättning till sina verkställande direktörer, men i förhållande till börsvärde, tillgångar och eget kapital, är den statliga ersättningen mycket låg (se avsnitt 4.5.)

4.5. Resultat från samband mellan ägartyp och ersättning

I Tabell 11 kategoriseras företagen och de observerade åren efter ägarandel för den enskilt största ägaren. Den totala VD-ersättningen beräknas som procentuell andel av börsvärdet, tillgångarna, samt eget kapital, för att göra jämförelsen rättvisare mellan mindre och större bolag. På så sätt kan ersättningen i förhållande till den enskilt största ägarens ägarandel jämföras i de olika kategorierna. Jämförelsen ger följande resultat:

Tabell 11. Ägarandel för den enskilt största ägaren

Genomsnittlig total VD-ersättning som procentuell andel av:	Ägarandel för den enskilt största ägaren				
	X ≥ 75%	75% > X ≥ 50%	50% > X ≥ 25%	25% > X ≥ 10%	10% > X
Börsvärde	0,06%	0,14%	0,15%	0,15%	0,18%
Tillgångar	0,06%	0,13%	0,16%	0,16%	0,33%
Eget Kapital	0,12%	0,30%	0,40%	0,39%	0,55%
Antal observationer	39	80	214	180	57

Tabell 11 visar jämförande resultat där urvalet har kategoriserats efter hur stor ägarandel den enskilt största ägaren i företaget besitter.

Tabell 12. Sammanlagd ägarandel för största ägartypen med minst fem procent av rösterna

Genomsnittlig total VD-ersättning som procentuell andel av:	Sammanlagd ägarandel för största ägartypen med minst 5% av rösterna				
	X ≥ 75%	75% > X ≥ 50%	50% > X ≥ 25%	25% > X ≥ 10%	10% > X
Börsvärde	0,10%	0,12%	0,16%	0,13%	0,19%
Tillgångar	0,09%	0,14%	0,17%	0,18%	0,41%
Eget Kapital	0,19%	0,30%	0,44%	0,45%	0,73%
Antal observationer	56	143	235	109	27

Tabell 12 visar jämförande resultat där urvalet har kategoriserats efter den sammanlagda ägarandelen för den största ägartypen med minst fem procent av rösterna.

Tabell 13 visar genomsnittlig total ersättning som procentuella andelar, med hänsyn till den enskilt största ägarens ägartyp.

Tabell 13. Ägartyp (Enskilt största ägaren)

Genomsnittlig total VD-ersättning som procentuell andel av:	Ägartyp (enskilt största ägaren)				
	Sfär	Annat bolag	Statligt	Institutionellt	Herrelöst
Börsvärde	0,13%	0,20%	0,05%	0,20%	0,11%
Tillgångar	0,14%	0,24%	0,02%	0,24%	0,36%
Eget Kapital	0,34%	0,52%	0,07%	0,42%	0,88%
Antal observationer	402	97	16	48	7

Tabell 13 visar jämförande resultat där urvalet har kategoriserats efter vilken ägartyp den enskilt största ägaren i företaget är.

I tabell 14 görs en sammanslagning av tabell 11 och 13 presenterade ovan. Den visar VD-ersättningsandelen och hur den förhåller sig till den enskilt största ägarens ägartyp inom de olika koncentrationskategorierna. Uträkningarna görs för att försöka identifiera skillnader

mellan ägartyperna inom de olika koncentrationsnivåerna, samt för att se hur den procentuella andelen VD-ersättning förändras inom en viss ägartyp när ägarandelen ökar eller minskar.

Tabell 14: Ägarandel för den enskilt största ägaren med hänsyn till ägartyp

Ägartyp	Total VD-ersättning som procentuell andel av:	Ägarandel för den enskilt största ägaren				
		X ≥ 75%	75% > X ≥ 50%	50% > X ≥ 25%	25% > X ≥ 10%	10% > X
Sfär	Börsvärde	0,06%	0,03%	0,12%	0,13%	0,17%
	Tillgångar	0,06%	0,05%	0,13%	0,16%	0,71%
	Eget kapital	0,10%	0,06%	0,37%	0,37%	1,06%
Annat bolag	Börsvärde	0,04%	0,15%	0,30%	0,17%	0,22%
	Tillgångar	0,10%	0,14%	0,30%	0,19%	0,67%
	Eget kapital	0,22%	0,32%	0,63%	0,45%	1,12%
Statligt	Börsvärde	NA	NA	0,01%	0,06%	NA
	Tillgångar	NA	NA	0,01%	0,03%	NA
	Eget kapital	NA	NA	0,01%	0,09%	NA
Institutionellt	Börsvärde	NA	NA	NA	0,27%	0,17%
	Tillgångar	NA	NA	NA	0,22%	0,24%
	Eget kapital	NA	NA	NA	0,54%	0,36%
Herrelöst	Börsvärde	NA	NA	NA	NA	0,11%
	Tillgångar	NA	NA	NA	NA	0,36%
	Eget kapital	NA	NA	NA	NA	0,88%

Tabellen visar jämförande resultat av VD-ersättning i förhållande till den enskilt största ägarens ägarandel och ägartyp. NA = ingen observation

4.6. Verifikation eller förkastning av hypoteser

Hypoteserna, vilka upprättats till följd av den litterära undersökningen och studiens syfte, kan nu verifieras eller förkastas.

Hypotes 1: *Det finns ett positivt samband mellan företagets storlek (börsvärde, tillgångar och eget kapital) och VD-ersättning.* Regressionsresultaten visar att det finns ett starkt och signifikant samband mellan VD-ersättning och börsvärde. Börsvärdet är tillsammans med ägarförhållandevariablerna de variabler som visar på störst påverkan på VD-ersättningen. Hypotesen verifieras.

Hypotes 2: *Det finns ett positivt samband mellan företagets prestation (ROA, ROE och avkastning) och VD-ersättning.* ROA-variabeln exkluderas i regressionen på grund av multikollinearitet och VD-ersättningen visar inget starkt eller signifikant samband till ROE. Inte heller ökning i börsvärde (avkastning) visar något starkt samband med den beroende variabeln. Hypotesen förkastas.

Hypotes 3: *Det finns ett positivt samband mellan företagens tillväxtmöjligheter (Market-to-book-value) och VD-ersättning. VD-ersättningen har inget starkt eller signifikant samband med tillväxtmöjligheterna (MBV). Hypotesen förkastas.*

Hypotes 4: *Det finns ett positivt samband mellan VD-byte i företagen och VD-ersättning. Dummyvariabeln för VD-byte visar ett relativt starkt och signifikant samband med VD-ersättning. Hypotesen verifieras.*

Hypotes 5: *Det finns ett negativt samband mellan hög ägarkoncentration i företag (antal med minst fem procent av rösterna, summa) och VD-ersättning. Det finns ett starkt negativt och signifikant samband mellan ägarkoncentration och VD-ersättning. Sambandet kan även identifieras i Tabell 11 och 12. Hypotesen verifieras.*

Hypotes 6: *Det finns ett positivt samband mellan en stor andel utländskt ägande i företagen (totalt utländskt ägande) och VD-ersättning. Det finns ett starkt och signifikant samband mellan andelen utländskt ägande och VD-ersättning. Hypotesen verifieras.*

Hypotes 7: *Det finns ett samband mellan ägartyp och VD-ersättning. Resultaten i Tabell 13 och 14 visar att det finns tydliga skillnader i VD-ersättning beroende på den enskilt största ägarens ägartyp. Hypotesen verifieras.*

5. Analys

I avsnittet diskuteras och analyseras resultaten tillsammans med teori och tidigare empiriska studier, vilket lägger grunden för slutsatsen.

5.1. VD-ersättningens utveckling i studerade företag

I sammanställningen av VD-ersättningen för bolagen i urvalet, avsnitt 4.1., kan några tydliga trender urskiljas. Den genomsnittliga totala VD-ersättningen har ökat stadigt under tidsperioden, med undantag för år 2008, då en tillfällig dipp kan identifieras. Den svaga nedgången beror förmodligen på finanskrisen och påverkade främst den kontanta rörliga ersättningen. Genomsnittlig fast lön påverkades inte av finanskrisen utan har stigit stadigt under tidsperioden. Den genomsnittliga pensionsutbetalningen varierar utan någon tydlig trend, vilket kan bero på VD-byten och omförhandlingar av pensionsavtal. Medelvärdena kan jämföras med resultaten i Halvarsson & Halvarsson (2009) som finner att den genomsnittliga VD-ersättningen åren 2006-2008 var: 16,7 MSEK, 17,9 MSEK och 18,7 MSEK. Värdena skiljer sig åt från resultaten i avsnitt 4.1. på grund av att Halvarsson & Halvarsson endast inkluderar de 29 största företagen i Sverige, och dessutom tar hänsyn till aktierelaterad ersättning. Den aktierelaterade ersättningen motsvarar, som tidigare nämnts, endast en liten del av den totala ersättningen, men visar även i Halvarsson & Halvarssons studie en tydlig nedgång mellan åren 2007-2008. Maxvärdet för total ersättning och pension kan vara anmärkningsvärt, de höga värdena beror på en skuldförd pensionsförpliktelse motsvarande 59,8 miljoner kronor till H&M:s dåvarande VD Stefan Persson.

5.3. Analys av regressionsresultat

Regressionsresultaten från specifikationerna "Pooled" och "Fixed Effects Model – Period Fixed" ger stöd åt undersökningens syfte samt stöd åt vad tidigare empiriska studier finner. Storlek, ägarkoncentration, och andelen utländskt ägande är faktorer som har både en stark och signifikant relation till den totala VD-ersättningen. Även variabeln för VD-byte har en stark relation till VD-ersättningen. Förvånande är att ROE har en svag och icke signifikant relation till ersättningen, vilket kan bero på att studien exkluderar aktie- och optionsprogram. Samtidigt motsvarar den kontanta rörliga ersättningen endast en liten del av den totala VD-ersättningen. Vidare är det intressant och överraskande att se att tillväxtpotentialerna ("MBV") och ökning i börsvärde ("avkastning") har negativa koefficienter och verkar dessutom inte ha någon större påverkan på VD-ersättningen. Det kan också bero på att de variablerna samvarierar med aktierelaterad ersättning.

5.3.1 Storlek

Storleken på företag visar, likt resultaten i tidigare empiriska studier, en tydlig och signifikant relation till VD-ersättningen, vilket har att göra med att större företag innebär större komplexitet och risk för de ledande befattningshavarna. För ökad komplexitet och risk krävs det större kompetens av VD:n, och därmed även skäl till högre ersättning. Resultatet ligger även i linje med det bredare perspektivet på "Tournament theory" där företag, enligt Cho och Shen (2007), konkurrerar med varandra om de bästa företagsledarna, och betalar således en högre ersättning.

5.3.2. Prestationsbaserad ersättning

Resultat och prestationsbaserad lön är enligt teori en central del i upprättandet av ersättningssystem. Ägarna har inte alla gånger tillgång till fullständig information om ledningens aktiviteter och företagets investeringsmöjligheter och upprättar därför ersättningar som baseras på givna prestationer istället för arbetad tid. För att få ledningen att arbeta utifrån ägarnas intressen, i linje med principal-agent-teorin, bör företagets resultat, i form av ROE, och ökning i företagets värde utgöra en del av ersättningen till verkställande direktörer. Resultaten från regressionsmodellerna visar, lite förvånande, att VD-ersättning varken har ett samband till ROE eller ökning i börsvärde. Det kan bero på att de svenska företagen de facto betalar ut större andel fast lön, eller att det baseras på någonting annat. En annan förklaring är att undersökningen exkluderar aktie- och optionsprogram varpå en fullständig bild av den rörliga ersättningen till VD, som kan tänkas ha en starkare relation till prestationsmåten, inte är inkluderad i regressionen. Resultaten i många tidigare empiriska studier (till exempel Tosi *et al.* 2000; Randøy & Nielsen, 2002; Kraft & Niederprüm, 1999; Chalmers *et al.*, 2006) finner positiva samband mellan prestationsmått och VD-ersättning, vilket kan bero på ovan nämnda faktorer, det vill säga landet som studeras och inkludering av aktie- och optionsprogram.

5.3.3. VD-byte

När ett företag byter VD betalas, enligt resultat från regressionen, en högre ersättning ut. Det kan bero på att företagen vill locka till sig de bästa företagsledarna, och för att få den nya VD:n att ta anställning hos det nya företaget krävs det att en högre ersättning betalas ut. Enligt det bredare perspektivet på "Tournament theory" finns det en konkurrens mellan företag, vilket kan leda till att verkställande direktörerna har en bra förhandlingsposition vid upprättandet av ersättningen.

5.3.4. Tillväxtmöjligheter

Tillväxtmöjligheter är en variabel som inte har undersökts i lika stor utsträckning tidigare (Core *et al.* 1999 och Chalmers *et al.* 2006 inkluderar market-to-book i sina studier) och har enligt regressionsresultaten ingen tydlig relation till VD-ersättning. I tidigare empiriska studier har tillväxtmöjligheterna analyserats i samband med företagsstorlek där stora företag med goda tillväxtmöjligheter behöver mer kompetenta ledare. Chalmers *et al.* (2006) finner att relationen med tillväxtmöjligheterna är tydligast mot aktier och optioner, vilket förklarar det svaga sambandet i regressionsresultaten.

5.3.5. Ägarkoncentration

En starkare ägarkoncentration gör att det blir lättare för ägarna att utöva övervakning och kontroll av företagen, vilket minskar informationsasymmetrin och principal-agent-problemen. Resultaten från regressionen visar att en starkare ägarkoncentration signifikant minskar VD-ersättningen. Khan *et al.* (2005) finner, till skillnad från de andra empiriska studierna och resultaten från studien, inga tydliga tecken på att fem procent av rösterna är tillräckligt för att påverka ersättningen till VD. Däremot studerar de endast institutionella ägare, vilket kan tyda på att olika ägartyper skiljer sig åt gällande maktutövande i och kontroll över företagen. Huruvida VD-ersättning skiljer sig åt med hänsyn till ägartyp och ägarkoncentration studeras nedan i avsnitt ”5.4. Analys av ägartyper och VD-ersättning”.

5.3.6. Utländskt ägande

I avsnitt 2.4.1. beskrivs svenska VD-ersättningar i förhållande till övriga Europa och USA. Att utländska företag betalar ut högre ersättning syns tydligt och ligger därför som grund för en av studiens hypoteser, det vill säga, att ett ökat utländskt ägande leder till en högre ersättning. Studien finner ett positivt samband mellan en större andel utländska ägare och hög ersättning till den verkställande direktören. Det kan förklaras med att lönerna går mot en mer internationell praxis, vilket kan innebära att ägarna är mer vana vid en högre ersättningsnivå.

Randoy och Nielsen (2002) finner i sin studie ett samband mellan en utländsk representant i styrelsen och högre VD-ersättning. Resultatet kan relateras till andelen utländskt ägande i regressionsmodellen i denna studie, där ett signifikant samband mellan VD-ersättning och utländskt ägande identifieras.

5.4. Analys av ägartyper och VD-ersättning

Genom att studera insamlad paneldata kan man identifiera några intressanta egenskaper gällande ägarförhållandena i företagen (Tabell 8 och 9). Tydligast ser man att 399 av 570

observationer (70 procent) en sfär som den sammanlagt största ägartypen med minst fem procent av rösterna. Antalet observationer med en sfär som den enskilt största ägaren med minst fem procent av rösterna uppgår till 402 av 570 (cirka 70,5 procent). Det innebär att under cirka 70 procent av alla observerade år kontrolleras de undersökta bolagen av en sfär. Det konstateras således att svenska börsnoterade företag till stor del kontrolleras av sfärer och familjer i enlighet med Söderström *et al.* (2003).

Tabell 10 redovisar den genomsnittliga VD-ersättningen för varje år med hänsyn till den enskilt största ägarens ägartyp. Det som kan verka förvånande är att ersättningen är högst i kategorin "Statligt". Det finns dock en uppenbar förklaring till det, nämligen att de statligt kontrollerade bolagen är mycket stora, och som regressionsresultaten visar är börsvärdet en signifikant påverkande variabel på VD-ersättningen. Det lägsta börsvärdet för ett statligt kontrollerat bolag under tidsperioden 2005-2009 var SAS AB år 2008 på cirka 6,235 miljarder kronor. Det högsta börsvärdet hade Nordea Bank AB år 2009 på 297,833 miljarder kronor. Inom de andra ägarkategorierna återfinns såväl stora som små bolag, varför genomsnittsansättningen är lägre än för de få, stora, statligt kontrollerade bolagen (Bilaga 8.4., Tabell 19). När VD-ersättningen beräknas som procentuell andel av storleksmått, samt med hänsyn till ägartyp (Tabell 13 och 14) blir jämförelsen mellan företagen mer rättvisande.

Av resultaten i Tabell 11 kan man se ett tydligt mönster, där en större ägarandel för den enskilt största ägaren resulterar, i genomsnitt, i en lägre ersättning, procentuellt sett. Resultaten bekräftas också av regressionsanalysen vilken visar att en högre ägarkoncentration leder till lägre ersättning. En jämförelse mellan Tabell 11 och 12 visar att antalet observationer ökar i de högre koncentrationskategorierna i den andra tabellen. Vilket förstås beror på att summeringen av flera ägare skapar fler observationer med stor ägarandel. Intressant med jämförelsen är att när flera ägare med minst fem procent av rösterna tillhör samma ägartyp blir VD-ersättningen något högre (Tabell 12). Skillnaden kan bero på "samarbetssvårigheter" mellan storägarna och ökad informationsasymmetri mellan leden.

Gällande ägartyperna var förväntningen i studien att de herrelösa företagen, de institutionellt ägda företagen och de företag som kontrolleras av ett annat bolag, betalar ut en högre relativ ersättning än de sfär- och statligt ägda företagen. Resultaten i Tabell 13 visar tydligt att i de statligt ägda bolagen motsvarar den totala VD-ersättningen en betydligt lägre andel än hos de övriga ägartyperna. Det framgår även att sfärer, i genomsnitt, betalar ut lägre lön än institutionella ägare, annat bolag och (vid hänsyn tagen till alla måtten) herrelösa företag.

Varför de herrelösa företagens VD-ersättning som procentuell andel är lågt för börsvärde, förklaras med att börsvärdet var relativt högt för de få observationerna.

5.4.1. Sfärer

Inom sfärkategorin finns ett tydligt mönster mellan ägarandel för den enskilt största ägaren och VD-ersättning (Tabell 14). Det indikerar att i ett bolag med en sfär som enskilt största ägare påverkas VD-ersättningen till stor del även av ägarandelen, inte bara ägartypen. Den lägre VD-ersättningen i sfär-ägda företag beror till stor del på att sfäreterna är duktiga monitorer av verksamheten i sina bolag, vilket minskar informationsasymmetrin och således ersättningsnivån.

Sapp (2008) finner i sin studie att familjeägda bolag och företag med stora kontrollerande ägare (i Kanada) betalar ut lägre ersättning till VD, vilket har sin grund i att de ägarna är mer villiga att övervaka verksamheten. Samma trend syns i Tabell 13 och 14 som representerar svenska bolag, där sfär-ägda bolag betalar ut lägre ersättning, samt att ersättningsnivån även beror på ägarandelen (ägarens storlek).

5.4.2. Statligt ägande

Företag med en statlig största ägare återfinns endast i fyra företag. Ägarandelen är mellan 10-50 procent, därav "NA" i övriga områden. Tabell 13 och 14 visar att statliga ägare betalar väldigt låg ersättning i förhållande till alla storleksvariabler. Den påverkas även av ägarandelen, liksom sfär-ägda bolag, då VD-ersättningen (som procentuella andelar) ökar när ägarandelen minskar. Det går i linje med det i statligt ägda företag finns intresse av att ha en starkare kontroll. Det föreligger en press från allmänheten samtidigt som den svenska staten har uttalat att man som ägare skall sträva mot att vara ett föredöme för andra ägare (Regeringen 2009).

5.4.3. Institutionellt ägande

I företag där en institution är den enskilt största ägaren ligger VD-ersättningen i nivå med ersättningen i företag som ägs av ett annat bolag eller är herrelöst (Tabell 13). Man kan även se att ersättningsnivån är högre än i sfär och statligt ägda bolag vilket stämmer överens med Söderström *et al.* (2003) som menar att institutioner ofta har en mer passiv ägarroll. Resultaten av de institutionellt ägda bolagen med hänsyn till ägarandel (Tabell 14) är mer svårtolkade. Variationen kan bero på att institutionella ägare anses vara "svaga" ägare och ägarandelen för en institution som enskilt största ägare aldrig överstiger 25 procent, varpå det

finns cirka 75 procent röster, eller mer, kvar som kontrolleras av andra. VD-ersättningsandelen kan alltså bero mycket på vilken typ av ägare de ”andra” ägarna är.

Khan *et al.* (2005) finner att stora institutionella ägare har inflytande på VD-ersättningen. I Tabell 14 kan vi se att institutionella ägare i kategorin 10-25 procent betalar ut högre ersättning än de institutionella ägarna med mindre än tio procent. Det visar alltså på motsatsen mot vad Khan *et al.* finner. Skillnaden kan bero på intressekonflikter för institutionerna beroende på deras affärsrelation till företaget vilket stöds av Parthiban *et al.* (1997). Om institutionen är ”pressure sensitive”, beroende av affärer med bolag i vilket de är en stor ägare, försvagas deras förhandlingsposition vilket kan leda till högre VD-ersättning.

5.4.4. Ägd av annat bolag

I företag där den enskilt största ägaren är ett annat bolag syns inte samma tydliga mönster mellan ägarandel och VD-ersättning som i sfärkategorin. Tabell 14 visar att VD-ersättningen som procentuell andel av börsvärde, tillgångar och eget kapital, är som störst när det ägande bolaget innehar mellan 25-50 procent av rösterna. Variationen i ersättningsnivån till VD i företag som kontrolleras av ett annat bolag kan bero på vilken typ av företag det ägande bolaget är, samt om det är ett utländskt bolag. Det kan tänkas att utländska bolag med en stor ägarandel i ett svenskt bolag har en högre ersättningsnivå, eftersom det finns tydliga bevis för, från bland annat Fernandes *et al.* (2010), att VD-ersättningen är högre i USA och övriga Europa. Det är väldigt svårt att se hur de olika ägande bolagen hanterar sina ägarandelar, om de är aktiva med relativt fria tyglar, eller strikt kontrollerade av interna regler och principer.

5.4.5. Herrelösa företag

De herrelösa företagen saknar en ägare med mer än fem procent av rösterna, och enligt tidigare empiriska studier saknar de herrelösa företagen ägare som har tillräcklig möjlighet och incitament att utöva makt och kontroll (till exempel Chalmers *et al.*, 2006; Core *et al.*, 1999; Mehran, 1995; Khan *et al.*, 2005).

I Tabell 10 ser man att de herrelösa företagen betalar ut väldigt låg lön i förhållande till sfär, annat bolag och statligt. Däremot, blir det missvisande om inte hänsyn tas till storlek då större företag betalar ut högre ersättning. Resultaten från Tabell 13 visar däremot att de herrelösa företagen betalar ut högst ersättning när VD-ersättningen sätts som en procentuell andel av tillgångar och eget kapital, men inte om det sätts i förhållande till börsvärde. Att det skiljer sig åt beror på att börsvärdet för de sju observationerna var ovanligt högt just de år de studerades.

Resultaten kan därmed överstämman med tidigare empiriska studier där man finner att företag utan starka kontrollerande ägare betalar ut högre ersättning.

6. Slutsatser

I det avslutande avsnittet presenteras slutsatserna av resultatet, vilka även diskuteras brett utifrån författarnas synvinkel. Slutligen ges förslag på ämnen till framtida forskning.

Studiens resultat- och analysavsnitt visar på en mängd intressanta iakttagelser, varav en del bekräftar resultaten från tidigare empiriska studier. Regressionsanalysen bekräftar bland annat att börsvärdet är en stark påverkande faktor på VD-ersättningen. Större företag är mer komplexa och kräver mer kompetenta ledare, vilket resulterar i högre ersättning. Dessutom konkurrerar bolagen med varandra om kompetenta ledare varpå större bolag har möjligheten att erbjuda högre lön. Även VD-byte visar ett signifikant samband med VD-ersättningen. Det kan tyckas överraskande att sambandet är positivt, det vill säga att ett VD-byte leder till högre ersättning, men det kan förklaras med att företagen tävlar med varandra för att attrahera de bästa ledarna. Det resulterar i en god förhandlingsposition för VD-kandidaterna.

Till skillnad från tidigare empiriska studier visar prestationsvariablerna och tillväxtpotentialen, inga starka eller signifikanta samband med VD-ersättningen. Det kan bero på att svenska företag betalar ut en större andel fast lön i förhållande till aktierelaterad ersättning, samt att studien exkluderar aktie- och optionsprogram.

Hur ser sambanden ut mellan olika ägarförhållanden i svenska börsnoterade bolag på OMX Large Cap och Mid Cap och den totala ersättningen till verkställande direktörerna?

Utifrån resultatet i uppsatsen kan man se att ägarförhållanden i svenska börsnoterade bolag på OMX Large Cap och Mid Cap har ett starkt inflytande på VD-ersättningen. I studien bekräftas det, i linje med vad tidigare empiriska studier finner, att starkare ägarkoncentration leder till lägre VD-ersättning. Det beror mycket på minskad informationsasymmetri och ökade incitament, då färre och större ägare har möjlighet att utöva makt.

De mest intresseväckande iakttagelserna är emellertid sambandet mellan andelen utländskt ägande och VD-ersättning, samt mellan den enskilt största ägarens ägartyp och VD-ersättning. Sambandet mellan andelen utländskt ägande och VD-ersättning är starkt och signifikant, vilket förmodligen beror mycket på att de svenska VD-ersättningsnivåerna är låga i förhållande till övriga Europa och USA. En större andel utländskt ägande torde således leda till att VD-ersättningen går mer mot utländsk praxis och blir således högre.

Gällande den enskilt största ägarens ägartyp finner studien att olika ägartyper har olika inflytande på den totala VD-ersättningen. I företag där den enskilt största ägaren är en stat (svenska, norska, danska eller finska staten) är den totala VD-ersättningen, som procentuell andel av börsvärde, tillgångar och eget kapital, absolut lägst. Den låga ersättningen i statligt kontrollerade bolag grundar sig i direktiv från regeringen då de som ägare strävar efter att vara ett föredöme för andra ägare samt att det finns press från allmänheten.

Sfär-ägda och andra familjekontrollerade bolag betalar också ut låg total VD-ersättning, vilket ligger i linje med vad Sapp (2008) finner i sin studie av kanadensiska bolag. Den låga ersättningsnivån beror på ägartypens goda övervakningsförmåga av verksamheten, vilken reducerar informationsasymmetrin. Intressant är även att se att VD-ersättningen inom en viss ägartyp beror på hur stor ägarandelen är.

När ägartypen för den enskilt största ägaren är ett annat bolag eller en institution är ersättningen till VD som procentuell andel av storleksmåttet mycket högre än för de statligt och sfär-ägda bolagen. För ägartypen, annat bolag, syns inte samma tydliga mönster mellan ägarandel och VD-ersättning, vilket beror på att de ägande bolagen kan ha väldigt olika incitament och styras av olika interna regler och principer för hur ägandet skall hanteras.

En enskilt största ägare som är en institution påträffas i studien aldrig med mer än 25 procent av rösterna och eftersom institutioner anses vara svaga ägare kan ersättningen till VD bero mycket på vilken typ av ägare de övriga ägarna i bolaget är. Till skillnad från vad Khan *et al.* (2005) finner, att stora institutionella ägare har inflytande på VD-ersättningen, visar resultaten i denna studie motsatsen. Institutionella ägare i kategorin 10-25 procent betalar ut högre ersättning än i kategorin mindre än 10 procent. Skillnaden kan bero på intressekonflikter eller institutionens affärsrelation till bolaget i vilket de är ägare, eftersom affärsrelationen kan försämra institutionens förhandlingsposition vid upprättandet av VD-ersättningen.

De herrelösa företagen saknar ägare med möjlighet och incitament att utöva makt och kontroll (Chalmers *et al.*, 2006; Core *et al.*, 1999; Mehran, 1995; Khan *et al.*, 2005) och således uppstår större informationsasymmetri och samarbetssvårigheter bland de spridda ägarna. I studien visas det tydligt att den totala VD-ersättningen i herrelösa bolag är högre än i de andra ägartypkategorierna, vilket bekräftar resultaten i tidigare empiriska studier; det vill säga att avsaknad av starka kontrollerande ägare resulterar i högre VD-ersättning.

Författarna anser att resultaten i studien kan bättra på förståelsen kring problematiken med VD-ersättningar, främst genom dess samband till de unika ägarförhållandena i svenska börsnoterade bolag.

I många undersökningar, vilka ligger till grund för mycket av kritiken mot ersättningsnivåerna, presenteras vanligtvis enbart den faktiska ersättningen, vilket inte alls blir jämförbart och ger en orättvis debatt. Exempelvis har VD-ersättningarna i de statligt kontrollerande företagen mötts av kraftig kritik på senare tid, och resultaten i studien konstaterar istället att de betalar ut lägst lön i förhållande till storlek.

Fortsättningsvis är konkurrensen om kompetenta VD:ar internationell, och högre ersättningar i svenska företag är ett sätt att locka till sig och behålla nyckelpersoner som är viktiga för den framtida utvecklingen i svenska börsbolag. Sätts de svenska VD-ersättningarna i jämförelse mot t.ex. andra liknande internationella företag är de fortfarande väldigt låga.

6.1 Förslag till fortsatt forskning

Till följd av resultaten i studien har en del intressanta frågeställningar väckts:

- Det kan vara intressant att dela upp och analysera ersättningens olika komponenter var för sig, för att se hur olika delar av ersättningen påverkas av de olika ägarförhållandena. Då vore det även intressant att inkludera aktierelaterad ersättning.
- En annan intressant fortsättning kan vara att granska andra länder och hur ägartyper i dessa länder skiljer sig åt gällande ersättning. Exempelvis vore undersökningar av de andra nordiska länderna intressanta, för att kunna se om ägarförhållanden har liknande samband med VD-ersättning som i svenska börsnoterade företag.
- Vidare skulle det vara av intresse att se hur ägarförhållanden i svenska börsnoterade företag påverkar prestationen i företagen.
- Självfallet är även frågan om ett optimalt incitamentprogram fascinerande, men svårigheten finns i och med att företag, länder och ägare skiljer sig väldigt mycket åt.

7. Referenser

Artiklar, böcker och rapporter

Akerlof, G. A., (1970). “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, s 488-500

Backman, J. (2008). *Rapporter och uppsatser*. Danmark: Studentlitteratur

Baker, G. (1992). “Incentive Contracts and Performance Measurement”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 3, s. 598-614.

Baker, G., Jensen, M., & Murphy, K.J. (1988). ”Compensation and Incentives: Practice vs. Theory”, *Journal of Finance*, vol 43, s 593–616.

Beck, N. (2004). “Longitudinal (Panel and Time Series Cross-Section) Data”, New York: NYU, Department of Politics.

Brooks, Chris (2008). *Introductory Econometrics for Finance, second edition*. Cambridge University Press, Storbritannien

Bryman, A., Bell, E. (2003). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber AB.

Bång, J., & Waldenström, D. (2009). ”Rörlig ersättning till vd – vad säger forskningen?” *Ekonomisk debatt nr 5*, ss. 41-56

Chalmers, K., Koh, P., Stapledon, G. (1998). “The determinants of CEO compensation: Rent extraction or labour demand”, *The British Accounting Review*, 38, s. 259-275.

Cho, T., & Shen, W. (2007). “Changes in executive compensation following and environmental shift: The role of top management team turnover”, *Strategic Management Journal*, 28, s 747-754.

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

Core, J., Holthausen, R., & Larcker, D. (1999). ”Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol 51, s 371–406.

Fama, E. F. (1980). ”Agency Problems and the Theory of the Firm”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, s. 288-307.

Fernandes, N., Ferrerira, M. A., Matos, P., & Murphy, K. J. (2010). “The Pay Divide: (Why) Are US Top Executives Paid More?”, *Working Paper Series, December 17, 2010*.

Fridstedt D., & Sundqvist S. (2006). *Ägarna och Makten i Sveriges börsföretag 2005*. SIS Ägarservice AB. Halmstad: Bulls Graphics AB.

Fridstedt D., & Sundqvist S. (2007). *Ägarna och Makten i Sveriges börsföretag 2006*. SIS Ägarservice AB. Halmstad: Bulls Graphics AB.

- Fridstedt D., & Sundqvist S. (2008). *Ägarna och Makten i Sveriges börsföretag 2007*. SIS Ägarservice AB. Halmstad: Bulls Graphics AB.
- Fridstedt D., & Sundqvist S. (2009). *Ägarna och Makten i Sveriges börsföretag 2008*. SIS Ägarservice AB. Halmstad: Bulls Graphics AB.
- Fridstedt D., & Sundqvist S. (2010). *Ägarna och Makten i Sveriges börsföretag 2009*. SIS Ägarservice AB. Halmstad: Bulls Graphics AB.
- Hallvarsson & Halvarsson. (2008). "Incitamentsprogram i börsnoterade företag".
- Hallvarsson & Halvarsson (2009). "Svenska VD-ersättningar i ett internationellt perspektiv 2006-2008".
- Henrekson, M., & Jakobsson, U. (2011). "Ägarpolitik och ägarstruktur i efterkrigstidens Sverige". Stockholm: SNS Förlag.
- Japac, L., Ahtiainen, A., Hörngren, J., Lindén, H., Lyberg, L., Nilsson, P. (1997). *Minska bortfallet*. Statistiska centralbyrån. Örebro: SCB-tryck.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, s. 305-360.
- Jensen, M.C., & Murphy, K. J. (1990). "Performance Pay and Top-Management Incentives", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, s. 225-264.
- Khan, R., Dharwadkar, R., & Brandes, P. (2005). "Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination", *Journal of Business Research*, 58, s. 1078-1088.
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2010). *Svensk kod för bolagsstyrning*. Producerat av Hallvarsson & Halvarsson. Stockholm: Trosa Tryckeri.
- Kraft, K., & Niederprüm, A. (1999). "Determinants of management compensation with risk-averse agents and dispersed ownership of the firm". *Journal of Economic Behaviour & Organization*, Vol. 40, s. 17-27.
- Lazear, E., & Rosen, S. (1981). "Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts" *Journal of Political Economy*, vol 89, s 841–864.
- Landsorganisationen i Sverige (2011). "Makteliten – alltid mer, aldrig nog. En studie av inkomstutvecklingen för makteliten perioden 1950 till 2009". *Ekonomisk Politik 11*. Stockholm: LO-Tryckeriet
- Lundberg Markow, C. (2007). "Folksam's Optionsrapport 2007". Stockholm: Folksam.
- Mehran, H. (1995). "Executive compensation structure, ownership, and firm performance". *Journal of Financial Economics*, No. 38, s. 163-184.

Parthiban, D., Kochar, R., & Levitas, E. (1998). "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation". *The Academy of Management Journal, Vol. 41, No. 2, Special Research Forum on Managerial Compensation and Firm Performance*, s. 200-208.

Randøy, T., & Nielsen, J. (2002). "Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden". *Journal of Management and Governance*, 6, s. 57-81.

Sapp, S. G. (2008). "The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation". *European Financial Management, Vol. 14, No. 4*, s. 710-746.

Shefrin, H. (2007). *Behavioral Corporate Finance. Decisions that Create Value*. Boston, Massachusetts: McGraw-Hill Irwin.

Svenskt Näringsliv (2006). "Vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare.

Söderström, H T:son, Berglöf, E., Holmström, B., Högfelt, P., & Meyersson Milgrom, E. (2003). *Ägarmakt och omvandling. Den svenska modellen utmanad*. Ekonomirådets rapport 2003. Stockholm: SNS.

Tosi, Henri L., Werner, S., Katz J. P., Gomez-Meija L. R. (2009). "How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay". *Journal of Management, Vol 26, nr 2*, s. 301-339.

Wade, J. B., Porac, J. F., & Pollock, T. G. (1997), "Worth, words and the justification of executive pay", *Journal of Organizational Behaviour, Vol. 18*, s. 641-664.

Williamson, O. (1984). "Corporate Governance", *The Yale Law Journal, Vol. 93, No. 7 (Jun.m 1984)*, s. 1197-1230.

Internet

Bolagsverket (2010, mars 1). Olika aktier och krav på rösträtt. Hämtad 1 april 2011, från: http://www.bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/starta_aktiebolag/aktier/aktier_olika_rostratt/index.html#skill

Bondesson, Mikael (u.å.). Etikexperter vill stoppa bonusprogram. *Dagens Nyheter*. Hämtad 1 februari 2011, från: <http://www.dn.se/ekonomi/etikexperter-vill-stoppa-bonusprogram>

Deloitte – Center for Corporate Governance Sverige (2011). Bolagstyrningsprofil. Hämtad 23 februari 2011, från: <http://www.corpgov.deloitte.com/site/swese/bolagstyrningsprofil/#Agarstruktur>

Lundby-Wedin, W., Bergström, J., & Pettersson, O. (2011, februari, februari 7). Fredrik Reinfeldt har fel – inkomstskillnader ökar. *Dagens Nyheter*. Hämtad 7 februari 2011, från: <http://www.dn.se/debatt/fredrik-reinfeldt-har-fel--inkomstskillnaderna-okar>

Mellqvist, Gabrel (2011, februari 2). Electrolux-vd:n ”förstår känslorna” kring sin rekordlön. *Dagens Industri*. Hämtad 10 februari 2011 från: <http://di.se/Default.aspx?sr=6&tr=283997&rlt=0&pid=226260 ArticlePageProvider&epslanguage=sv>

Nationalencyklopedin, ”Wallenbergssfären”. Hämtad 9 mars 2011, från: <http://www.ne.se/lang/wallenbergssf%C3%A4ren>

Olsson, Tommy (2011, januari 20). Investors-VD:s miljoner kritiseras åter. *Aktiespararna*. Hämtad 28 januari 2011, från: <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Finns-ett-misstroende-mot-bolaget/>

Sandström, Olof (2006, September 29). Frågor och svar om nya börsen. *Dagens Industri*. Hämtad 15 mars 2011, från: <http://di.se/Templates/Public/Pages/ArticlePrint.aspx?pl=91893 ArticlePageProvider>

Zachrisson, Olle & Sennerdal, Robert (2010, mars 26). Storbråk om vd-lönerna. *E24*. Hämtad 10 februari 2011, från: http://www.e24.se/business/bank-och-finans/storbrak-om-vd-lonerna_1951453.e24

Bolagsfakta, www.bolagsfakta.se

CisionWire, www.cisionwire.se

Riksbanken, www.riksbanken.se

Regeringen (2009, April 20). Nya riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i företag med statligt ägande. *Näringsdepartementet*. Hämtad 15 april 2011, från: <http://www.regeringen.se/sb/d/11720/nocache/true/a/124790/dictionary/false>

Regeringskansliet (2009, Mars 24). Nya riktlinjer för ersättningar i statliga bolag. *DN Debatt*. Hämtad 15 april 2011, från: <http://www.regeringskansliet.se/sb/d/7674/a/123180>

8. Bilagor

8.1 Studerade företag samt antal år

Företag	År	Företag	År
AarhusKarlshamn AB	2007-2009	Heba Fastighets AB	2005-2009
Active Biotech AB	2005-2009	Hemtex	2006-2009
Addtech AB	2005-2009	Hennes & Mauritz AB,	2005-2009
Alfa Laval AB	2005-2009	Hexagon AB	2005-2009
Anoto Group	2005-2007	HEXPOL AB	2009
ASSA ABLOY AB	2005-2009	HiQ International AB	2005-2009
Atlas Copco AB	2005-2009	Holmen AB	2005-2009
Atrium Ljungberg AB	2005-2009	Home Properties	2005-2008
Avanza Bank Holding AB	2005-2009	HQ	2006-2009
Axfood AB	2005-2009	Hufvudstaden AB	2005-2009
Axis AB	2005-2009	Husqvarna AB	2007-2009
B&B TOOLS AB	2005-2009	Höganäs AB	2005-2009
Ballingslöv	2005-2007	IBS	2005-2007
BE Group AB	2007-2009	Industrial & Financial Systems AB	2005-2009
Beijer AB, G & L	2006-2009	Industrivärden, AB	2005-2009
Beijer Alma AB	2005-2009	Indutrade AB	2006-2009
Betsson AB	2007-2009	Intentia International	2005
Bilia AB	2005-2008	Intrum Justitia AB	2005-2009
Billerud AB	2005-2009	Investor AB	2005-2009
BioInvent International AB	2008-2009	Invik & Co	2006
Björn Borg AB	2008-2009	JM AB	2005-2009
Boliden AB	2005-2009	Kappahl AB	2007-2009
Brinova Fastigheter AB	2006-2009	Kinnevik, Investment AB	2005-2009
Bure Equity AB	2006-2009	Klövern AB	2005-2009
Cardo AB	2005-2009	Kungsleden AB	2005-2009
Castellum AB	2005-2009	Latour, Investmentab.	2005-2009
Cision	2005-2007	LBI International	2007-2008
Clas Ohlson AB	2005-2009	Lindab International AB	2007-2009
Concordia Maritime	2005-2007	Loomis AB	2009
D.Carnegie & Co	2005-2007	Lundbergföretagen AB	2005-2009
Duni AB	2008-2009	Lundin Petroleum AB	2005-2009
East Capital Explorer AB	2008-2009	Meda AB	2005-2009
Electrolux, AB	2005-2009	Mekonomen AB	2005-2009
Elekta AB	2005-2009	Melker Schörling AB	2007-2009
Enea	2005-2007	Micronic Laser Systems	2005-2007
Eniro AB	2005-2009	Midway Holding	2007-2008
Ericsson, Telefonab. L M	2005-2009	Modern Times Group MTG AB	2005-2009
Fabege AB	2005-2009	Munters	2005-2009
Fagerhult, AB	2005-2009	NCC AB	2005-2009
Fast Partner AB	2005-2009	Nefab	2005-2006
Gambro AB	2005	Neonet	2007-2008
Getinge AB	2005-2009	Net Insight AB	2007-2009
Gunnebo AB	2005-2009	New Wave Group AB	2005-2009
Gunnebo Industrier	2006-2007	NIBE Industrier AB	2005-2009
Hakon Invest AB	2006-2009	Niscayah Group AB	2007-2009
Haldex AB	2005-2009	Nobia AB	2005-2009
		Nolato AB	2005-2007

Nordea Bank AB	2005-2009
Nordnet AB	2005-2009
OMX AB	2005-2007
Orc Software AB	2006-2009
Orexo	2006-2007
PA Resources AB	2006-2008
PartnerTech	2006-2007
Peab AB	2005-2009
Q-Med AB	2005-2009
Ratos AB	2005-2009
Retail and Brands	2006-2007
Rezidor Hotel Group AB	2007-2009
SAAB AB	2005-2009
Sandvik AB	2005-2009
SAS AB	2005-2009
SCANIA AB	2005-2009
Seco Tools AB	2005-2009
Sectra	2005-2009
Securitas AB	2005-2009
Securitas Direct	2007
Skandia	2005
Skandinaviska Enskilda Banken	2005-2009
Skanditek	2005-2008
Skanska AB	2005-2009
SKF, AB	2005-2009
SkiStar AB	2005-2009

SSAB AB	2005-2009
Studsвик	2006-2008
SWECO AB	2005-2009
Swedbank AB	2005-2009
Svedbergs	2007
Swedish Match AB	2005-2009
Swedish Orphan Biovitrum AB	2007-2009
Svenska Cellulosa AB SCA	2005-2009
Svenska Handelsbanken	2005-2009
Systemair AB	2008-2009
Säki AB	2005-2009
Tele2 AB	2005-2009
Telelogic	2005-2007
TeliaSonera AB	2005-2009
TradeDoubler AB	2006-2009
Trelleborg AB	2005-2009
Tricorona	2007-2008
Wallenstam AB	2005-2009
VBG Group	2008-2009
Wihlborgs Fastigheter AB	2005-2009
Volvo, AB	2005-2009
ÅF AB	2007-2009
Öresund, Investment AB	2005-2009
Antal företag	142

8.2. Bortfall och partiellt bortfall

Bortfall på grund av otillgänglighet, 10 stycken:

1. Broström
2. Capio
3. Cloetta Fazer
4. Gant
5. Lindex
6. Pergo
7. ScanMining
8. Strålfors
9. Teleca
10. VM-data

Partiellt bortfall, 4 observationer:

- AarhusKarlshamn 2006
- Home Properties 2009
- PA Resources 2009
- Skanditek 2009

8.3. Lämplighetstester

Tabell 15. Random Effects Model – Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: POOLED
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	74.105022	7	0.0000

“Random effects” modellen kan förkastas i och med att ”Hausman”-testet visar en hög signifikans (Prob. = 0,0000). Nollhypotesen, att RE-modellen är en bra estimator, förkastas.

Tabell 16. Cross Section Fixed - Redundant Fixed Effects Test” (“Likelihood Ratio Test”)

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: POOLED
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	20.603164	(141,421)	0.0000
Cross-section Chi-square	1178.136813	141	0.0000

Testet undersöker huruvida dummyvariablerna i “cross section fixed”-specifikationen är signifikanta för dataunderlaget i modellen. När signifikansen är hög (”Prob.” < 0,05) så är specifikationen passande för dataunderlaget.

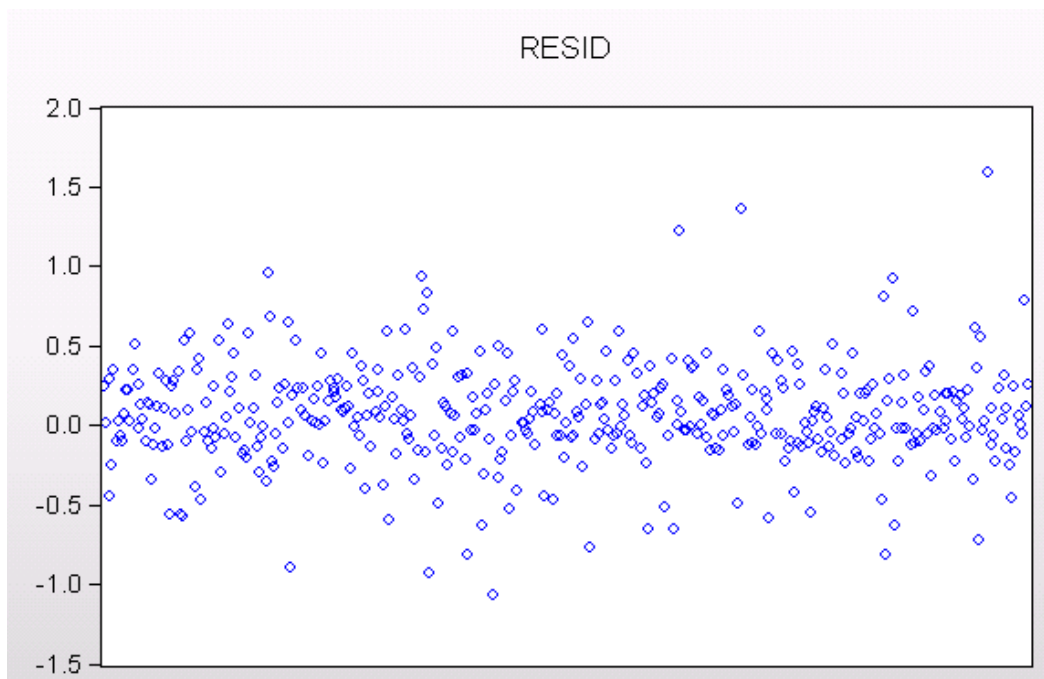
Tabell 17. Period Fixed - Redundant Fixed Effects Test” (“Likelihood Ratio Test”)

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: POOLED
Test period fixed effects

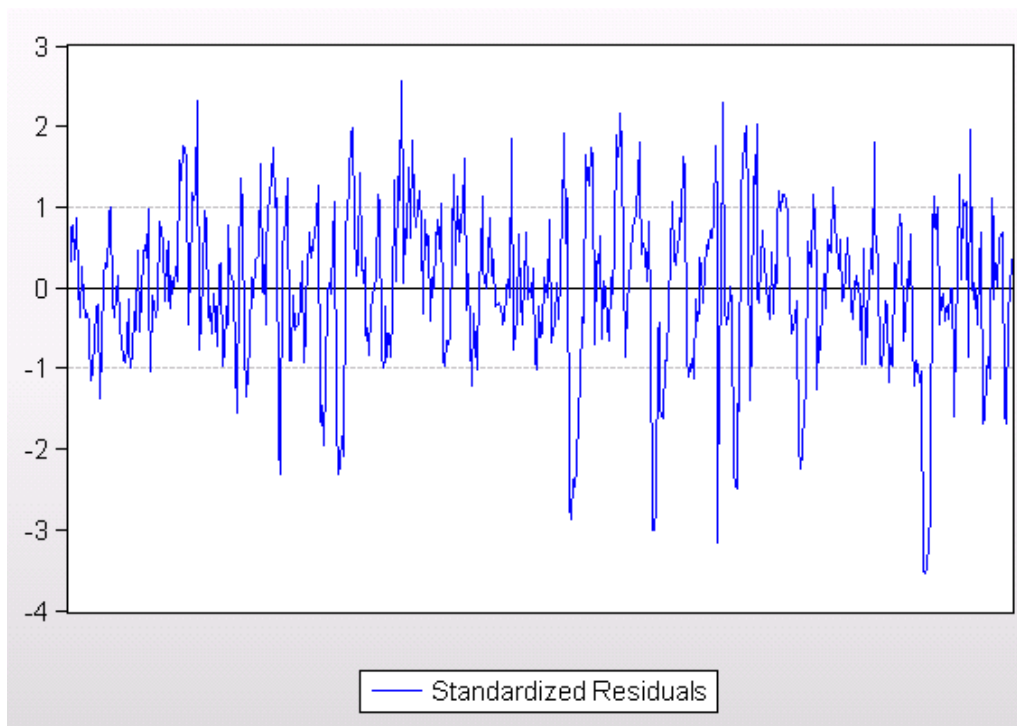
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	5.487510	(4,558)	0.0002
Period Chi-square	21.992311	4	0.0002

Resultaten av testet visar, liksom testet för ”cross section fixed”, högsta signifikansnivå för dummyvariablerna i ”period fixed”-specifikationen.

Figur 8.1. Test för Heteroskedasticitet

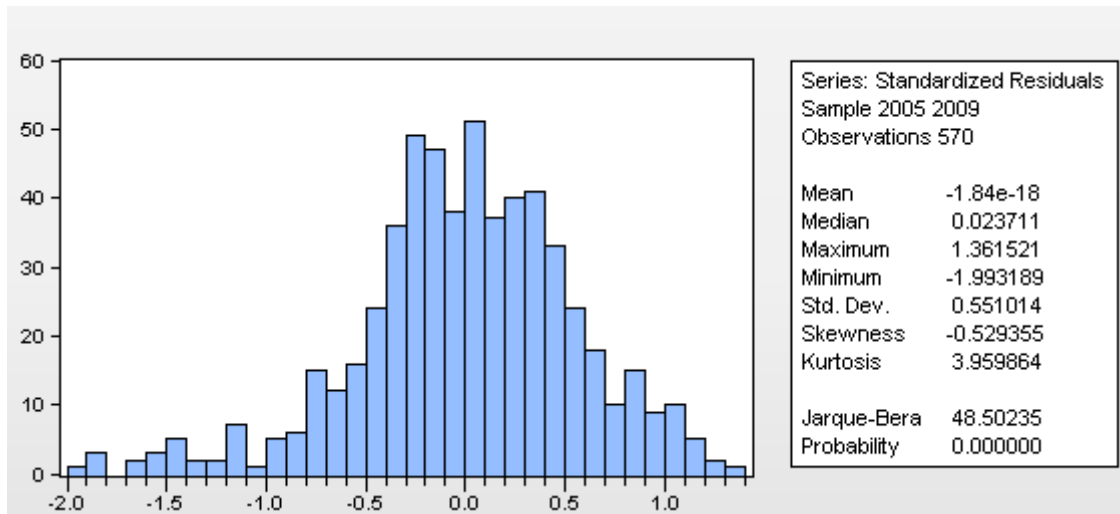


Figur 8.2. Test for Heteroskedasticitet



Diagrammen är svårtolkade och visar både homoskedasticitetiska- och heteroskedasticitetiska tendenser.

Figur 9. Test för normalitet



Test för normalitet undersöker huruvida observationerna i dataunderlaget är normalfördelade. Resultatet av testet visar att det finns viss skevhet ("Skewness") och toppighet ("Kurtosis") i observationerna.

Tabell 18. Korrelationsmatris – test för multikollinaeritet

	LNBORSVARDE	LNTILLGANGAR	LNEGETKAPITAL	ROA	ROE	AVKASTN	MBV	VD_BYTE	MINST_5PROCENT	UTLANDSKT_AGANDE
LNBORSVARDE	1,00									
LNTILLGANGAR	0,84	1,00								
LNEGETKAPITAL	0,87	0,93	1,00							
ROA	0,09	-0,02	0,05	1,00						
ROE	0,14	0,09	0,04	0,74	1,00					
AVKASTNING	0,11	-0,02	-0,03	0,05	0,00	1,00				
MBV	0,03	-0,23	-0,33	-0,09	0,14	0,15	1,00			
VD_BYTE	0,01	0,02	0,01	-0,03	-0,04	-0,04	-0,03	1,00		
MINST_5PROCENT	-0,07	-0,10	0,00	0,05	-0,05	0,01	-0,12	-0,07	1,00	
UTLANDSKT_AGANDE	0,16	0,14	0,08	-0,04	0,12	-0,08	0,16	0,04	-0,55	1,00

Matrisen visar hur variablerna korrelerar med varandra. I fet stil markeras de korrelationer som når en kritisk nivå och således utesluts de variablerna ur regressionen för att minska multikolloniariteten. ROA och ROE är likartade mått och visar en hög korrelation med varandra var på en utav variablerna (ROA) exkluderas i regressionsmodellen.

8.4. Övrigt

Tabell 19. Börsvärde (max och min) med hänsyn till ägartyp

MSEK	Ägartyp	Sfär	Annat bolag	Institutionellt	Statligt	Herrelöst
Börsvärde	Max	446000	231000	48797	297833	30300
	Min	345	452	595	6235	824

9. Artikel

Olika ägarförhållanden påverkar kraftigt de svenska VD-ersättningarna

De höga VD-lönerna i svenska företag är ett väldigt kontroversiellt ämne som diskuterats flitigt de senaste åren. Men vem bär egentligen ansvar för dessa och vad är det som påverkar nivån? I ett examensarbete från Lunds universitet, som undersöker 142 svenska bolag noterade på Nasdaq OMX Large Cap och Mid Cap under tidsperioden 2005-2009, finner man tydliga samband mellan VD-ersättning och ägarförhållanden i företagen.

Debatten om VD-löner är inte någonting nytt, men intresset har ökat väsentligt på senare tid. Det beror bland annat på att företag misstänkts ha misskött ersättningarna samtidigt som lönerna stadigt har ökat. Vidare är konkurrensen om chefer mellan företag en tydlig drivkraft för allt högre ersättningar. Det gäller både börsföretagen sinsemellan, men även till riskkapitalbolag som kan erbjuda delägarskap och utländska företag där lönen är väsentligt mycket högre.

KRITIKEN MOT VD-LÖNERNA grundar sig mestadels på tre faktorer: (1) ersättningen till VD anses vara för hög, (2) sambandet mellan ersättning och prestation är svagt och otydligt, samt (3) att den rörliga ersättningen har lett till manipulation av redovisat resultat och – i vissa fall – även kriminellt beteende.

FÖR ATT FÖRSVARA SIG mot kritiken och förklara hur avtalen konstrueras redovisar bolagen de metoder och argument som används för att komma fram till ersättningsnivåerna. Vanligtvis sker det på ett av tre olika sätt. (1) Företaget använder sig av externa lönekonsulter och lönestatistik för att komma fram till ersättningsnivåer med hjälp av jämförande statistik mot andra bolag. (2) Man framhäver vikten av ”alignment of interests”, ersättningssystemet syftar till att tillse ledningens incitament och intressen är i samklang med aktieägarnas mål. (3) Företagen rättfärdigar ersättningarna genom stöd från mått, resultat etcetera som kan stödja löneutbetalningarna, samtidigt som man undviker att tala om de som inte understödjer valet av höga löner. Vidare har kritiken mot de höga vd-lönerna försvarats av de globalt aktiva företagen med argumentet att

lönenivåerna är låga i ett internationellt perspektiv.

GRUNDTANKEN MED ERSÄTTNINGAR och incitamentprogram är att få ledningen att arbeta utifrån ägarnas intressen. Konflikter uppstår då ägarna av företagen inte är desamma som de som kontrollerar företagen. Ersättningssystemen syftar således till att överbrygga potentiella motsättningar. Företagen använder sig dock inte enbart av ersättningar för att lösa problemen som uppstår mellan ledningen och aktieägarna.

ETT ANNAT SKÅL ATT POÅNGTERA är att det kan vara viktigt för företagen att ha lukrativa villkor för att kunna attrahera de bästa ledarna. Det råder konkurrens om kompetenta personer och således kan man locka till sig och behålla nyckelpersoner som är viktiga för företagets framtida utveckling och resultat. Konkurrensen har också spåtts på med anledning av den ökade informationen om ersättningarna, vilket gör att det är lättare att jämföra löner mellan företag. Det har gett effekten att inget företag vill ligga under genomsnittet och gör att löneutvecklingen stadigt stiger.

VILKA ÄR DET SOM BESTÄMMER de ”höga” ersättningarna till verkställande direktörerna? Det är i grunden ägarna av företaget som bestämmer, genom bolagsstämman, vilka som skall sitta i styrelsen. Ägarna påverkar därmed, indirekt, ersättningen som styrelsen beslutar om. Ersättningarna till VD är således i grund och botten en ägarfråga.

Ägarförhållandena i Sverige är speciella Ägarstrukturen i svenska börsbolag skiljer sig åt från andra länder, såsom USA och Storbritannien, där ägarkoncentrationen är mindre uttalad och ägandet mer utspritt. I Sverige kontrolleras istället många företag av ett fåtal stora ägare, som oftast har en mer aktiv ägarroll och kan förväntas ta ett mer direkt ansvar för företaget. De olika ägartyperna utgörs av familjer och sfärer, institutioner, andra företag, samt statligt ägande.

VARFÖR SVERIGE SKILJER SIG mycket från omvärlden är att man tillåter flera olika metoder för att separera ägande från kontroll; röstvärdesdifferentiering (den vanligaste

metoden i svenska bolag), pyramidägande och korsvist ägande. Att separera ägande från kontroll innebär att makthavarna i ett bolag inte behöver investera lika mycket eget kapital i bolaget för att behålla kontrollen. Användandet av röstvärdesdifferentierade aktier i svenska bolag tillåts på grund av ett, historiskt, starkt politiskt stöd eftersom det underlättar kapitalförsörjningen.

Separationen av ägande och kontroll kan utöver röstvärdesdifferentiering yttra sig i form av korsvist ägande och pyramidägande. Den förstnämnda metoden innebär att sfärfamiljen eller organisationen skaffar sig ett större inflytande i de bolag som ingår i sfären genom att sfärbolagen äger större aktieposter i varandra. Det är också ett sätt att skydda sitt inflytande från potentiella uppköpshot. Pyramidägande, i sin tur, skapar en hierarkisk struktur, där ett bolag äger en stor andel i ett annat bolag, som i sin tur äger en stor andel i ytterligare ett bolag.

Utländska och stora ägare spelar roll

En annan unik skillnad jämfört med andra länder är det stora utländska ägandet i Sverige. Resultaten i studien visar att desto större andel utländska ägare ju högre är VD-ersättningen. Det kan förklaras med att lönerna då går mot en mer internationell praxis, vilket kan innebära att ägarna är mer vana vid en högre ersättningsnivå.

Studien konstaterar också att företag med en starkare ägarkoncentration, det vill säga fler ägare som äger över fem procent (som har incitament och möjlighet till övervakning och maktutövande), betalar ut lägre ersättningar. Resultatet går även i linje med tidigare empiriska studier från andra länder.

Sambanden till ägartyper är tydliga

Sett till de faktiska VD-ersättningarna betalar de statligt ägda företagen i genomsnitt ut mest ersättning. Däremot blir det missvisande då dessa företag är väldigt stora. Efter analys av VD-ersättningen fann studien att storlek var en av de mest påverkande faktorerna¹⁵. För att göra jämförelsen mer rättvis har VD-ersättningen tagits som en procentuell andel av storlek (se tabell nedan). Resultaten i studien visar tydligt att i de statligt ägda bolagen motsvarar den totala VD-ersättningen en betydligt lägre andel av storlek än hos de övriga ägartyperna. Det går i

linje med att det i statligt ägda företag finns intresse av att ha en starkare kontroll, då det föreligger en press från allmänheten samtidigt som den svenska staten har uttalat att man som ägare skall sträva mot att vara ett föredöme för andra ägare.

Kort förklaring om de olika ägartyperna i Sverige:

Sfärer: Sfärer definieras som familjer eller organisationer (till exempel Wallenberg-sfären och SHB-sfären) med stort inflytande i ett eller flera bolag. Sfär-ägande behöver inte innebära direkt ägande av familjen eller organisationen, utan kan, och är ofta, utövat i form av ägande genom andra bolag i vilka familjen eller organisationen har ett stort inflytande.

Statligt ägande: Börsnoterade företag kan även ha en statlig ägare som största ägare. Med statligt ägande menas i studien att företagen till stor del ägs av stater, närmare bestämt svenska, norska, danska och finländska staten.

Ägt av annat bolag: Kategorin ägt av annat bolag inkluderar företag vars största ägare är ett annat bolag. Ägarna kan exempelvis vara andra börsnoterade eller onoterade företag, både utländska som inhemska.

Institutionellt ägande: De institutionella ägarna är bland annat stiftelser, fonder, försäkringsbolag, och pensionsbolag.

Herrelöst: Företag kategoriseras som herrelösa i studien när de saknar en ägare med över fem procent av rösterna på grund av att tidigare empiriska studier har visat att ägare med minst fem procent har incitament starka nog för att utöva sin makt och kontroll.

Det framgår även att sfärer, i genomsnitt, betalar ut lägre lön än institutionella ägare, annat bolag och herrelösa företag. Eftersom sfärerna ofta inkluderar stora ägarandelar i många bolag ökar sfärens incitament och möjlighet att övervaka verksamheten, vilket minskar informationsasymmetrin och därmed också nyttan av högre VD-ersättningar.

VD-ersättningen i bolag där den största ägaren är en institution kan bero mycket på den ägande institutionens affärsrelation till bolaget. Om institutionen är beroende av affärer med bolaget i vilket de också är ägare kan det hämma deras förhandlingsposition vid upprättandet av VD-ersättningen. Därför finner man inget tydligt mönster gällande ersättningsnivå utöver att den är högre än i statligt och sfärägda bolag.

Företag som ägs av ett annat bolag betalar ut ersättning i nivå med de institutionellt ägda bolagen. Variationen i procentuell andel ersättning som uppstår, med hänsyn till ägarandel, kan bero mycket på vilken typ av företag det ägande bolaget är. De kan till exempel styras av olika interna regler och principer för hur ägandet skall hanteras. Dessutom kan det tänkas att om det ägande företaget är ett utländskt bolag så blir ersättningen till VD högre, eftersom de går mer mot utländsk praxis.

¹⁵ Andra påverkande faktorer är VD-byte, andel utländskt ägare och ägarkoncentration. ROE, tillväxtpotentialer och avkastning hade däremot ingen påverkan på den totala VD-ersättningen

De herrelösa bolagen betalar ut en hög ersättning till VD i förhållande till ersättningsnivåerna i de andra ägarkategorierna, vilket bekräftar att avsaknad av starka kontrollerande ägare resulterar i högre VD-ersättning.

RESULTATEN AV STUDIEN visar att det finns tydliga skillnader i VD-ersättning och att skillnaden har ett tydligt samband med ägartypen för den största ägaren, samt ägarkoncentrationen och andelen utländskt ägande i företaget.

Författarna anser att resultaten i studien kan bättra på förståelsen kring problematiken med VD-ersättningar, främst genom dess samband till Sveriges unika ägarförhållanden.

Vanligtvis presenteras dessutom enbart den faktiska ersättningen, vilket inte alls blir

jämförbart och leder till en orättvis debatt. Exempelvis har VD-ersättningarna i de statligt kontrollerande företagen mötts av kraftig kritik på senare tid, men i studien konstateras det istället att de betalar ut lägst lön i förhållande till storlek.

Fortsättningsvis är konkurrensen om kompetenta VD:ar internationell, och högre ersättningar i svenska företag är ett sätt att locka till sig och behålla nyckelpersoner som är viktiga för den framtida utvecklingen i svenska börsbolag. Sätts de svenska VD-ersättningarna i jämförelse mot andra liknande internationella företag är de fortfarande väldigt låga.

Ägartyp	Total VD-ersättning som procentuell andel av:	Ägarandel för den enskilt största ägaren				
		X ≥ 75%	75% > X ≥ 50%	50% > X ≥ 25%	25% > X ≥ 10%	10% > X
Sfär	Börsvärde	0,06%	0,03%	0,12%	0,13%	0,17%
	Tillgångar	0,06%	0,05%	0,13%	0,16%	0,71%
	Eget kapital	0,10%	0,06%	0,37%	0,37%	1,06%
Annat bolag	Börsvärde	0,04%	0,15%	0,30%	0,17%	0,22%
	Tillgångar	0,10%	0,14%	0,30%	0,19%	0,67%
	Eget kapital	0,22%	0,32%	0,63%	0,45%	1,12%
Statligt	Börsvärde	NA	NA	0,01%	0,06%	NA
	Tillgångar	NA	NA	0,01%	0,03%	NA
	Eget kapital	NA	NA	0,01%	0,09%	NA
Institutionellt	Börsvärde	NA	NA	NA	0,27%	0,17%
	Tillgångar	NA	NA	NA	0,22%	0,24%
	Eget kapital	NA	NA	NA	0,54%	0,36%
Herrelöst	Börsvärde	NA	NA	NA	NA	0,11%
	Tillgångar	NA	NA	NA	NA	0,36%
	Eget kapital	NA	NA	NA	NA	0,88%

Tabellen visar jämförande resultat av VD-ersättning i förhållande till den enskilt största ägarens ägarandel och ägartyp. NA = ingen observation. Den totala VD-ersättningen beräknas som andel av börsvärde, tillgångar och eget kapital för att göra jämförelsen mellan olika stora bolag mer rättvisande.