



EKONOMIHÖGSKOLAN

Lunds universitet

Företagsekonomiska Institutionen

Kandidatuppsats

Juni 2011

VD-ersättning
- inverkan på företagsprestation

Handledare

Mats Persson

Författare

Gustaf Larsson Ernefelt

Anders Walle

Abstrakt

Examensarbetets titel	VD-ersättning - inverkan på företagsprestation
Seminariedatum	3 juni 2011
Ämne	FEKK01 Kandidatuppsats 15 poäng, Företagsfinansiering
Författare	Gustaf Larsson Ernefelt, Anders Walle
Handledare	Mats Persson
Nyckelord	VD-lön, lönesättningsteori, bonus, tournament theory, prestationsbaserad lön.
Syfte	Utröna samband mellan lön och prestation i företag. Leder hög VD-ersättning per definition till att företaget presterar bättre?
Metod	Urvalet av företag består av OMXS30 under tids- perioden år 2000-2010. Lönenivån i företaget jämförs med prestationsmått för att utröna eventuella samband.
Teoretiska perspektiv	Teorin grundar sig i lönesättningsteorier och tidigare empiriska undersökningar som undersöker olika lönemått och prestationsvariabler i företag.
Empirisk grund	Den empiriska delen består av två undersökningar; regressionsstudie med OMXS30 som grund samt ett gruppurval av de 10 företag med högst/lägst värde inom vardera kategori.
Slutsatser	Studien påvisar starkt signifikanta samband mellan VD's ersättning och företagens nettoomsättning. VD's rörliga lön har även ett svagare uppmätbart samband med lönsamheten.

Abstract

Title	CEO Pay and Performance
Seminar date	June 3, 2011
Subject	FEKK01 Bachelor Thesis 15 credits, Corporate Finance
Authors	Gustaf Larsson Ernefelt, Anders Walle
Advisor	Mats Persson
Key Words	CEO-compensation, compensation theory, bonus, tournament theory, performance compensation.
Purpose	Find out the connection between CEO compensation and firm performance. Does a high compensation affect the CEO to perform better?
Methodology	Our sample consists companies within Stockholm OMXS30, during period year 2000-2010. The level of compensation is compared to different measures of firm performance to with purpose to find significant connections.
Theoretical Perspectives	The theory is based on compensation theories, empirical studies that examine different measures of compensation and performance in companies.
Empirical foundation	The empirical part consists of two pieces of studies; a regression study based on companies within OMXS30, and a selection of the top and bottom 10 performers.
Conclusions	The studies interpret a strong significant correlation between CEO compensation and net income. A weaker significant correlation between bonus and profitability has also been recorded.

Ordlista – nyttiga ord

Autokorrelation – positiv eller negativ. Positiv autokorrelation innebär att ett högt värde följs av ett lågt värde, för att sedan bli ett högt värde igen. Negativ autokorrelation innebär exempelvis att ett högt värde följs av ytterligare ett högt värde (EQ: 2011¹).

Durbin-Watson - test för autokorrelation, benämns även DW.

Forskning och utveckling – även benämnt F & U. Beskriver hur mycket resurser företaget satsar på framtiden för utveckling av nya produkter och tjänster.

Förklaringsgrad – R^2 -värdet i en regression, vilket förklarar variationen i den beroende variabeln med variationen i de oberoende variablerna (Aktiesite.se: 2011²).

Korrelation – beskriver samvariation mellan två eller flera variabler (Dictionary.com: 2011³)

Multipel regressionsstudie – beskriver sambandet mellan en beroende variabel och två eller flera oberoende variabler (Aktiesite.se: 2011⁴).

Nettoomsättning/omsättning – företagets totala intäkter från verksamheten utan avdrag för anskaffningskostnaden, skatter eller liknande. Benämns även försäljning/nettoförsäljning.

P-värde – Beskriver ett hypotestest och vilket sannolikhetsstapel det har.

VD – den verkställande direktören, även benämnd koncernchef eller chef.

¹ <http://www.engineering-quality.com/Processtyrning/Grundantaganden/Autokorrelation>

² <http://www.aktiesite.se/Statistik/Regression/forklaringsgrad.htm>

³ <http://dictionary.reference.com/browse/correlation>

⁴ http://www.aktiesite.se/Statistik/Regression/multipel_regression.htm

Innehållsförteckning

1 Inledning	7
1.1 Bakgrund.....	8
1.2 Problemformulering.....	9
1.3 Frågeställning.....	10
1.4 Syfte	10
1.5 Avgränsningar.....	10
1.6 Målgrupp.....	12
1.7 Disposition	12
2 Metod	13
2.1 Val av ämne	13
2.2 Val av ansats	13
2.3 Datainsamling	14
2.3.1 Val av data	14
2.3.1.1 Fast lön.....	15
2.3.1.2 Rörlig lön	15
2.3.1.3 Total lön.....	16
2.3.1.4 Genomsnittligt styrelsearvode	16
2.3.2 Val av mätmått.....	16
2.3.2.1 Företagsstorlek.....	17
2.3.2.2 Nettoomsättning.....	17
2.3.2.3 Företagslönsamhet	17
2.3.2.4 Aktiekurs.....	18
2.4 Urval	18
2.5 Källkritik.....	19
2.5.1 Validitet.....	19
2.5.2 Reliabilitet.....	21
2.6 Hypotesprövning.....	22
2.7 Regressionsstudie.....	23
2.8 Gruppindelning	23
3 Praktisk referensram	25
3.1 Ersättningsformer för verkställande direktör.....	25
3.1.1 Fast lön.....	25
3.1.2 Rörlig lön	25
3.1.3 Övrig ersättning	26
3.1.4 Långsiktig incitament/optionsersättning.....	26
3.2 Styrelsens uppgifter	27
3.2.1 Styrelsens ersättning	27
3.3 Ersättningsstatistik för svenska marknaden.....	28
4 Teoretisk referensram	31
4.1 Agentteorin	31
4.2 VD-lön och företagsprestation.....	32
4.3 Lönesättningsteori.....	34
4.4 Lake Wobegon-effekten.....	35
4.5 Storlekseffekt	36
4.6 Effekter av VD-byte.....	37

5 Empiri	39
5.1 Regressionsstudie.....	39
5.1.1 Fast VD-lön.....	39
5.1.2 Rörlig VD-lön	40
5.1.3 Total VD-ersättning	40
5.2 Gruppindelning	41
5.2.1 Högst Vs lägst fast lön	41
5.2.2 Högst Vs lägst rörlig lön.....	42
5.2.3 Högst Vs lägst total lön.....	42
5.2.4 Högst Vs lägst aktiekursutveckling	42
5.2.5 Högst Vs lägst styrelsearvode.....	42
5.2.6 Högst Vs lägst omsättning	43
5.2.7 Högst Vs lägst omsättningsförändring.....	43
5.2.8 Högst Vs lägst lönsamhet.....	43
6 Analys	44
6.1 Fast lön.....	44
6.2 Rörlig lön	46
6.3 Totalersättning	49
6.4 Genomsnittlig styrelseersättning.....	49
6.5 Gruppindelning	50
7 Slutsats	52
7.1 Förslag till framtida forskning	54
8 Källförteckning	56
8.1 Tryckta källor.....	56
8.2 Publicerade källor	56
8.4 Lagar och förordningar	62
8.5 Årsrapporter	62
9 Bilagor	64
9.1 Bilaga 1 Gruppindelning.....	64
9.2 Bilaga 2	66

1 Inledning

“Shareholders have woken up to the perverse effects on executive behaviour of corporate pay, and especially of stock options, and want to see pay more directly linked to performance.”

(Bulan, Sanyal & Tan (2010; 273)

Sverige har tillsammans med övriga delar av världen genomgått en svår finanskris under åren 2008 och 2009. Under krisens gång, där främst bankernas höga risktagande kom att hamna i fokus, riktades även en hel del kritik mot väldigt höga ersättningar till chefer inom de största bolagen. Ett stort antal amerikanska banker tvingades söka statlig finansiering, som i sin tur ställde krav på slopade bonusar (BBC: 2009⁵). Samtliga storbanker i Sverige tvingades likaså att strypa eller helt ta bort rörliga ersättningar, i samband med det i princip obligatoriskt statliga garanti-programmet, som lanserades för att undvika finansiell stress för de svenska bankerna (Svenska Dagbladet: 2008⁶, Förordning (2008:819)). Den mest omtalade händelsen under krisåret 2008 tillskrivs dock cheferna för GM, Ford och Chrysler som tog var sin privatjet till Washington, när de var tvingade att söka statliga medel för att undvika konkurs (The Telegraph: 2008⁷).

Senast på tapeten i Sverige var företaget Vattenfall, ett företag som delvis ägs av staten och där chefer erhållit fallskärmar av mångmiljonbelopp (Vattenfall: 2011⁸). Riktlinjer som är mycket restriktiva avseende ersättningar inom statliga bolag finns sedan 2009, men kommer troligen att utvärderas efter uppståndelsen kring Vattenfall. (Dagens Industri: 2011⁹). För närvarande är rörlig lön ej tillåtet till ledande befattningshavare i statligt ägda bolag, inte heller får avgiften för pensioner överstiga 30 % av den fasta lönen (Näringsdepartementet: 2009). Electrolux anställde 2010 en ny amerikansk VD, där styrelsen motiverade en lönenivå i paritet med amerikanska marknadsförhållanden och tillät en potential ersättning upp till 75 miljoner kronor.

⁵ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/8177737.stm>

⁶ http://www.svd.se/naringsliv/bankstodsgarantin-lockar-inte-handelsbanken_1914785.svd

⁷ <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/transport/3488202/GM-Ford-and-Chrysler-chiefs-criticised-for-taking-jets-to-bail-out-hearing.html>

⁸ <http://www.vattenfall.se/sv/riktlinjer-for-ersattningar.htm>

⁹ http://di.se/Default.aspx?pid=232012__ArticlePageProvider&epslanguage=sv

Facket har hotat med högre löneanspråk då det uppenbarligen varit möjligt att höja ersättningen till koncernledningen (Veckans Affärer: 2010¹⁰).

Den i ett flertal privata, och ibland även i statligt ägda företag, som många anser ha helt orimlig ersättningspolicy och avsaknad av kontakt med omvärlden, har upprört såväl allmänhet som berörda aktieägare och fått stort utrymme i media (Dagens Nyheter: 2011¹¹). Är det per definition negativt för ett företag att ha en välavlönad verkställande direktör eller finns det välgrundade ekonomiska orsaker bakom?

1.1 Bakgrund

"Government should not decide the compensation for America's corporate executives, but the salaries and bonuses of CEOs should be based on their success at improving their companies and bringing value to their shareholders."

George W. Bush

State of the Economy, Wall Street 2007

(Yale Law: Kaplan, 2007; 5¹²)

Sedan 70-talet har löneklyftan mellan den ”vanligt” anställde och de i chefspositioner ökat lavinartat. Framförallt har ersättning till chefer i de största bolagen växt kraftigt och är numera på en väldigt hög nivå jämfört med medellönen i företaget (Hanley: 2010). De amerikanska företagens stora löneskillnader börjar sakta men säkert appliceras på svenska företag, där en vanlig svensk industriarbetares lön 1980 var en niondel av VD-lönen i storbolagen. 2011 har denna siffra ökat markant till 41 industriarbetarlöner på en VD-lön (Svenska Dagbladet: 2011¹³). I de 350 största amerikanska bolagen steg medellönen hos de verkställande direktörerna med 11 procent till 67 miljoner kronor¹⁴ under 2010 (Dagens Industri: 2011¹⁵). För de mest avlönade direktörerna i USA var ersättningen svindlande, som exempel kan nämnas

¹⁰ <http://www.dn.se/ekonomi/facken-vid-electrolux-hotar-med-kompensation>

¹¹ http://www.svd.se/naringsliv/aktiespararna-vill-slopa-rorliga-vd-loner_5922471.svd

¹² <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/KaplanAreUSCEOsOverpaid.pdf>

¹³ http://www.svd.se/naringsliv/aktiespararna-vill-slopa-rorliga-vd-loner_5922471.svd

¹⁴ 9.3 miljoner dollar till en genomsnittlig växelkurs SEK/USD (7.20) ger 67 miljoner kronor.

¹⁵ <http://di.se/Artiklar/2011/5/9/235196/USAs-direktorsloner-mot-skyarna/>

Viacoms VD Philippe Dauman som erhöill en samlad ersättning om 600 miljoner kronor¹⁶, följt av Oracles Larry Ellison med 494 miljoner kronor¹⁷ i ersättning (Affärsvärlden: 2010¹⁸).

Kritik har riktats mot att cheferna utnyttjar sin position för att själva vara med och fastställa ersättningen till ledande positioner och att styrelser dessutom numera inte begriper sina egna komplexa bonussystem som används för att attrahera rätt ledare till företaget. Den akademiska världen debatterar huruvida chefer är överavlönade eller inte, och om det finns något samband mellan företagets prestation och VD's lön (Hanley: 2010). Det senare ämnet är det spår vi avser att diskutera i denna uppsats.

1.2 Problemformulering

Resultat på den amerikanska marknaden visar på visst samband mellan hög ersättning till chefer och företagets prestation. Då den svenska lönesättningen för chefspositioner allt mer efterliknat den amerikanska, har vi för avsikt att undersöka om liknande samband går att påvisa i Sverige.

Näringslivet hävdar att det måste finnas möjlighet att ge marknadsmässig lön till chefer för att kunna attrahera de bästa (Ledarna: 2011¹⁹). Det är en intressant studie att undersöka om det generellt sett föreligger samband mellan en marknadsmässigt hög ersättning och högpresterande aktiekurs, högre försäljning eller bättre lönsamhetsnivåer. Om Ericsson, vars omsättning 2010 var mer än 200 miljarder kronor (Se 9.1 Bilaga 2), ger 10 eller 20 miljoner kronor i ersättning till sin VD, spelar mindre roll i det fall att VD faktiskt skapar något värde. Skulle det föreligga ett positivt samband mellan höjda ersättningspremier och ökning i företagets prestation vore den höga ersättningen berättigad och gynnsam för bolagets ägare.

Vad som faktiskt är prestation eller inte kan debatteras oändligt länge, då det är svårt att peka på exakt vad som påverkats av vilken person. Marknadsläget och konjunktur-

¹⁶ 83.3 miljoner dollar till en genomsnittlig växelkurs SEK/USD (7.20) ger 600 miljoner kronor.

¹⁷ 68.6 miljoner dollar till en genomsnittlig växelkurs SEK/USD (7.20) ger 494 miljoner kronor.

¹⁸ <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article3173970.ece>

¹⁹ http://www.ledarna.se/web/showpage.do?path=%2Fopennews%2FPressmeddelanden_2011%2Fpm_110406

cykler har en otroligt stor påverkan på företagen, och en chef kan inte alltid väntas ge positiv aktiekursutveckling eller kunna hindra dalande försäljningssiffror i dåliga tider, oavsett hur välskött bolaget är. Företagets prestation kan bero på mycket mer än själva VD'n, varför en tydlig effekt svårligen kan kopplas enbart till chefsprestationen.

1.3 Frågeställning

Går det att påvisa att ersättning till verkställande direktör och styrelse kan kopplas till företagets prestation?

1.4 Syfte

Uppsatsen ämnar behandla och analysera problemet kring huruvida ersättningsgraden till företagets VD och styrelse har en signifikant påverkan på företagets utveckling och om det finns korrelation mellan hög ersättning och en stark prestation.

Det teoretiska syftet med uppsatsen är att redogöra för hur lönesättningsteorier speglar eventuella orsaker till ökade löneklyftor mellan anställd och VD och företagens utveckling. Vi ämnar ta upp aktuell forskning i ämnet och såväl positiva som negativa slutsatser om ersättningsnivåernas påverkan. Den empiriska delens mål är att utöver redan dragna slutsatser på den amerikanska marknaden, konstatera eventuella likheter för den svenska marknaden, och därmed påvisa samband, korrelationen, mellan ersättningsnivå och prestation i företaget.

1.5 Avgränsningar

Till skillnad från författare av vetenskapliga artiklar som är producerade inom ämnet, har vi inte haft tillgång till en databas för chefsersättningar, vilket har gjort att vi varit tvungna att samla all vår information manuellt via årsrapporter från företag. Vi har därför valt att avgränsa vår undersökning till de mest omsatta bolagen på Stockholmsbörsen, OMXS30, dels på grund av arbetsbelastningen, dels då litteratur inom ämnet generellt påvisar ett större samband mellan hög lön och just företagets ökade storlek. Detta anser vi bidra till att kunna dra tydligare paralleller om något av de största

bolagen på börsen har en markant skiljande ersättningspolicy än övriga företag. Därmed underlättar det att se om de amerikanska teorierna även stämmer in på svenska förhållanden.

Vi har valt att följa empiriska undersökningar på den amerikanska marknaden och använder därför liknande variabler för att mäta samband med ersättningsnivåer. På grund av inkonsekvent redovisande av optionsprogram och pensionsersättningar bortser vi ifrån dessa ersättningar i undersökningens empiriska del, en avgränsning som även gjorts i undersökningar av Duru & Iyengar (1999). Istället mäter vi samband med den fasta lönen, som inkluderar semesterersättningar och övriga förmåner, den rörliga lönen, den totala ersättningen och den genomsnittliga styrelseersättningen. För att avgränsa teorin har vi medvetet bortsett från ägarstruktur, påverkan av styrelsemedlemmar etc., då vår teoretiska referensram hade blivit alltför omfattande.

Då uppsättningen av bolagen inom OMXS30 kan variera för varje år, har vi utgått från 2010 års sammansättning och låtit dessa företag ingå i undersökningen tillbaka till år 2000. Detta leder till att vissa inkluderade bolag inte finns med sedan år 2000 (se 9.1 Bilaga 2), vilket gjort att vi satt minimum till 5 års observationer för att inkluderas i undersökningen. Ytterligare årsobservationer vore av värde för regressionsstudierna, vilket vi dock på grund av arbetsbördan varit tvungna att begränsa. Redovisningsprinciperna har inte varit tillräckliga under de tidigaste åren och även om tidsbegränsning ej existerat vore informationsinhämtningen väldigt problematisk.

Ytterligare en avgränsning vi gjort är att endast se till ersättningen för VD samt styrelse. Eventuellt hade ersättning för mellanchefer och ledning också kunnat tas med i beaktan, likaså styrelseordförande, men vi anser att detta skulle ge uppsatsen en alltför bred inriktning och inte vara möjligt med tanke på arbetets begränsade omfattning.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen är främst avsedd för studenter och forskare med goda förkunskaper inom ekonomi. Vi väljer att inte förklara våra regressionsstudier från grunden, varför privatsparare utan tidigare akademisk bakgrund kan ha svårt att tillgodogöra sig framförallt den empiriska delen.

1.7 Disposition

Inledning – här redogörs bakgrunden i ämnet med aktuella reflektioner från mediavärlden. Den problemformulering och frågeställning vi valt att utgå från redogörs, likaså de avgränsningar vi tvingats göra.

Metod – här redogörs för den metod och arbetsgång vi arbetat från, framförallt vårt upplägg av dataval och kritiska studie av såväl teoretisk som empirisk bakgrund.

Praktisk referensram – här redogörs den praktiska bakgrunden med statistik för lönenivåer och en kortare redogörelse av olika ersättningsmedel. Likaså presenteras regelverk och syftet bakom ledningsgruppen samt styrelsen.

Teoretisk referensram – här framkommer tidigare forskning inom området, med stor vikt kring löneteorier och agentproblematik kopplade till de ökade lönenivåerna.

Empiri – här presenteras den empiriska undersökningen med 30 svenska företag, OMXS30, och vår regressionsstudie med valda parametrar. Dessutom görs en indelning med de 10 högsta/lägsta värdena inom varje kategori för att dra ytterligare samband.

Analys – här kopplar vi samman de praktiska och teoretiska referensramarna med den empiriska undersökningen vi genomfört.

Slutsats – här presenteras de viktigaste slutsatserna vi kan dra för lönesättningsteorier generellt, men framförallt för den svenska marknaden.

2 Metod

I detta kapitel redogörs uppsatsens tillvägagångssätt och metodiska arbete. Vi förklarar hur ämne och ansatsval gått till, vilka data vi valt att inkludera och hur den empiriska undersökningen är utformad. En diskussion förs kring tillförlitlighet av fakta och relevans i arbetet, till sist presenteras den hypotesprövning vi arbetat utefter.

2.1 Val av ämne

Vi kommer i uppsatsen att undersöka samtliga bolag inom OMXS30, d.v.s. de trettio största och mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen. Vi har valt att formulera vår frågeställning för att utröna om eventuella samband mellan ersättning till VD, styrelse och företagets ekonomiska utveckling existerar eller ej. Då attityden i media är starkt negativ mot höga ersättningspremier är en analys som undersöker huruvida ersättning kan medföra positiva bi-effekter, väldigt relevant. Detta utförs dels med en praktisk referensram som redogör för företagsuppbyggnad och historisk lönestatistik, dels med en teoretisk del som avhandlar agentproblematik och lönesättningsteorier. I den empiriska delen behandlas därefter valda svenska företag efter ett antal valda parametrar i två avsnitt; en regressionsstudie och en gruppindelning av de högst/lägst presterande bolagen för att applicera den teoretiska bakgrunden på svenska förhållanden.

2.2 Val av ansats

Vi har valt en deduktiv ansats, där vi med hjälp av teori och tidigare forskning gjort en praktisk studie applicerat på den svenska marknaden. För att kunna dra slutsatser har vi bedömt metoden som nödvändig, då vi anser riktlinjer för sambanden som viktiga för våra egna slutsatser. Eftersom den empiriska undersökningen inte blir fulltäckande på grund av dataproblematik, är en ansats i tidigare forskning och

resultat viktig för att våra egna resultat skall kunna användas som en indikator huruvida amerikanska rön stämmer överens på svenska marknadsförhållanden eller ej (Reinecker & Jørgensen: 2008).

2.3 Datainsamling

Vi har undersökt möjligheter att använda insamlingsprogram, exempelvis Retriever via Lunds Universitet, eller CompuStat som används av merparten av de amerikanska undersökningarna. Retriever har valts bort framförallt då informationen rörande detaljerade löner inte varit av tillräckligt utförlig. CompuStat har till stor del en databas bestående av amerikanska företag, utöver det faktum att det inte är licensierat till Lunds Universitet och är därmed otillgängligt för vår del. Datamaterialet består därför uteslutande av sekundärdata, hämtad från årsrapporter för respektive företag. I de fall då löneinformation har varit i utländsk valuta har löneposten räknats om till svenska kronor med den genomsnittliga växelkursen under innevarande år, detta med växelkursinformation från (Riksbanken: 2011²⁰). Information gällande företagets prestation baseras på koncernredovisningen och inte enbart moderbolaget, detta då koncernchefen faktiskt ansvarar och bör prestera för bolaget i sin helhet.

2.3.1 Val av data

Vår studie är koncentrerad till de 30 största och mest omsatta bolagen på Stockholmsbörsen, OMXS30. En av anledningen till detta val är att volatiliteten i aktierna inte är lika stor jämfört med mindre bolag där differensen i aktiekursen kan skilja avsevärt. Aktuell tidsperiod för studien är satt till åren 2000-2010, detta för att eventuella trender skall kunna bevisas som beständiga.

Under arbetets gång har vi konstaterat att redovisning av fast, rörlig, pension- och optionsbaserad ersättning varierar mellan företag och från år till år, varför vi varit tvungna att begränsa vårt datamaterial till ersättning som berör den fasta och rörliga lönen. Framförallt är den optionsbaserade ersättningen svår att få en konsekvent

²⁰ <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=15867>

bedömning i, då det finns en osäkerhet i när kostnaden eller utbetalningen bör bokföras och tillgodoräknas. Likaså är det oklart om ersättningen bör ses som en engångsutbetalning vid löptidens slut alternativt som en årlig utbetalning under löptidens gång.

Vi har valt att inte knyta några teorier angående styrelsens ersättningsnivå och företagets prestation, men trots allt inkluderat styrelsens genomsnittliga ersättning i regressionen och gruppindelningen. En undersökning av styrelsens påverkan ger en ytterligare dimension för att kunna förklara lönesamband med företagsprestation, vilket därmed blir ett väldigt intressant tillägg.

Då redovisningsprinciperna inte varit konsekventa sedan år 2000 har en del företag inte komplett redovisning för samtliga år, varför urvalet för den totala tidshorisonten för vissa bolag har blivit något nedskuret. Vårt slutliga urval av företag består av 27 bolag, komplett sammanställning av data finns under Bilaga 1.2.

2.3.1.1 Fast lön

En av de oberoende variablerna är den fasta ersättning VD erhållit. Denna inkluderar posterna fast ersättning samt övrig lön och förmåner i form av reseersättning, utbildningsbidrag, tjänstebostad och tjänstebil. Den exkluderar dock avgångsvederlag eller kompensation för utebliven inkomst från tidigare anställningar (Läraryrket: 2011²¹).

2.3.1.2 Rörlig lön

Rörlig lön är den ersättning VD vanligtvis erhåller som kortsiktigt incitament. I de flesta fall redovisas rörlig lön för innevarande år som bokförd post men ej ännu utbetald. I vissa fall redovisas utbetald rörlig lön för det aktuella året som ersättning,

²¹ <http://www.lararforbundet.se/web/utbildning/uppslagstat.nsf/Documents/0046109F?OpenDocument>

intjänad under förgående år, vilket då bokförs som ersättning till förgående år (Ledarna: 2009²²).

2.3.1.3 Total lön

Total lön innefattar summan av komponenterna fast och rörlig lön.

2.3.1.4 Genomsnittligt styrelsearvode

Styrelsearvode beräknas genom totalt styrelsearvode för innevarande år dividerat med antalet styrelseledamöter berättigade till arvode. Styrelseledamöter som uppmäter lön från moderbolaget, exempelvis VD, utesluts. Detsamma gäller för de förtroendevalda poster inom fackorganisationer som inte uppbär någon ersättning.

2.3.2 Val av mätmått

Utöver de ersättningsformer vi ämnar behandla, har vi valt analysera fem prestationsmått för företagen; aktiekursutveckling, nettoomsättning, nettoomsättningsförändring, lönsamhet och börsvärde. Samtliga mått har använts i den gruppindelning som gjorts, men reducerats till enbart börsvärde, nettoomsättning och lönsamhet i regressionsstudien. Detta är gjort då börsvärdet och nettoomsättningen logaritmerats, precis som lönesiffrorna, för att få ett procentuellt samband i regressionsstudien. Ett inkluderande av aktiekursutvecklingen och nettoomsättningsförändringen som redan är i procentuell utveckling vore missvisande i vår regressionsstudie, varför de inte inkluderats. Istället mäts företagets tillväxt i börsvärde, indirekt aktiekursen, och tillväxt i nettoomsättning mäts i variabeln nettoomsättning.

För att kunna se sambanden tydligare i gruppindelningen använder vi både reella termer av börsvärde/nettoomsättning och de procentuella sambanden över dess ökning under åren.

²²https://www.ledarna.se/web/open/fileStream?path=/Ledarna/content/about/rapporter/chefsakta_/chefsakta_loner/led:attachments/Rorliga_lonedelar.pdf

2.3.2.1 Företagsstorlek

Företagsstorlek beräknas som marknadsvärdet av aktierna per sista december för varje år, även omnämnt som börsvärde i årsrapporterna. I de fall börsvärdet inte är inkluderat i årsrapporten har vi beräknat detta manuellt. Antalet aktier multipliceras med sista handelskursen per sista december för aktuellt år. Vi har tagit hänsyn till olika aktieslag då A respektive B-aktier ofta har olika handelskurs och beräknat deras värde var för sig.

$$(\text{Antal aktier (A)} * \text{Slutkurs}) + (\text{Antal aktier (B)} * \text{Slutkurs}) = \text{Börsvärde}$$

Investopedia (2011²³)

2.3.2.2 Nettoomsättning

Nettoomsättningen är ett företags totala försäljning. En ökning i nettoomsättning innebär alltså en ökning av försäljningen för bolaget. Nettoomsättning redovisas på två sätt i uppsatsen, dels i absoluta termer, dels i förändring från föregående år.

Nettoomsättningsförändringen för 2010 beräknas;

$$\frac{\text{Nettoomsättning 2010} - \text{Nettoomsättning 2009}}{\text{Nettoomsättning 2009}}$$

Investopedia (2011²⁴)

2.3.2.3 Företagslönsamhet

Företagslönsamheten beräknas genom rörelseresultat dividerat på eget kapital för innevarande år.

$$\frac{\text{Rörelseresultat}}{\text{Eget Kapital}}$$

Aktiespararna (2011²⁵)

²³ <http://www.investopedia.com/terms/m/marketcapitalization.asp>

²⁴ <http://www.investopedia.com/terms/n/netincome.asp>

²⁵ <http://www.aktiespararna.se/ungaaktiesparare/Utbildning/Aktieanalys/Nyckeltal/>

Vi har valt att använda rörelseresultatet då det inte inkluderar finansiella poster eller eventuella skatter. Avsikten med uppsatsen har varit att utvärdera företagets verksamhet och inte dess finansiella situation, framförallt då eventuella finanschefer har en större påverkan på kapitalstrukturen än VD'n generellt sett. Därför anser vi att ett lönsamhetsmått beräknat med rörelseresultat och eget kapital som grund är mest lämpligt för att mäta VD's prestation.

2.3.2.4 Aktiekurs

Aktiekursen beräknas genom sista handelskursen på året, subtraherat med sista handelskursen föregående år, dividerat med föregående år. Aktiekursen är utdelningsjusterad och korrigerad för eventuell split för att få fram den faktiskt avkastningen investeraren fått inklusive utdelat kapital.

En uträkning för 2010 ser ut som följande;

$$\frac{2010 \text{ 12 31} - 2009 \text{ 12 31}}{2009 \text{ 12 31}}$$

Investopedia (2011²⁶)

2.4 Urval

Vår analys kring OMXS30 har under arbetets gång avgränsats. Nokia och Astra Zeneca har eliminerats på grund av bristande data för samtliga årtal. Vidare återfinns inte fullständig information för exempelvis styrelseersättning för alla år, vilket gör att dessa inte bidragit till tillräckligt säkert resultat. Investor har en omsättning som beräknas på försäljning och förvärv av finansiella tillgångar (andra bolag), varför omsättningen och omsättningsökningen blir missvisande. Nämnade siffror har därför plockats bort från regressionsstudien samt gruppindelningen för företaget Investor.

²⁶ <http://www.investopedia.com/terms/y/yearly-rate-of-return-method.asp>

2.5 Källkritik

Den information som ligger till grund för den teoretiska aspekten av uppsatsen är till stor del grundad på vetenskapliga artiklar, framförallt då ämnet ej är extensivt avhandlat inom facklitteraturen sedan tidigare. Kända teorier såsom agentteorin har delvis grundats i känd studentlitteratur såsom Besanko, Dranove, & Shankley (2010) och kompletterats med aktuella rön från vetenskapliga artiklar.

De artiklar som använts har huvudsakligen hämtats från artikeldatabasen ELIN (numera ändrad till LibHub) och bedöms ha stor tillförlitlighet. Då en stor del av kritiken kommer från samhället i stort och inte från den akademiska världen anser vi det av stor relevans att ta med den starka kritik som frekvent levereras mot VD-ersättningar i dagspressen. Statistik, såväl aktuell som historisk, är hämtad från dagspressen (däribland SVD, DI och Financial Times) samt från fackförbundet Ledarna som bistått med flertalet undersökningar på den svenska marknaden.

2.5.1 Validitet

Valet av ersättning till VD samt ersättning till styrelsen grundar sig på en fast årslön samt en rörlig bonusdel, vilken är beroende av hur väl företaget presterat under året. Utöver detta innehar vissa företag incitamentsprogram i form av optioner, alternativt aktier, som VD och ibland styrelse erhåller som ett långsiktig prestations-incitament. Då vi valt att inte ta med optionsbaserad ersättning, kommer detta delvis att påverka våra möjligheter till fullständigt korrekta resultat. Artiklar som Shen, Gentry, & Tosi (2010) har ansett värderingsproblematiken av optionsersättning som stor, vilket har lett till uteslutande av de långsiktiga incitamenten i undersökningen. Trots detta har fast respektive rörlig lön fått utslag med valda jämförelsemått. Med den här bakgrunden som stöd anser vi validiteten av oberoende variabler som tillräcklig, dock med hänsyn till det faktum att signifikansnivån troligtvis kommer att påverkas negativt.

De prestationsbaserade företagsmåten; företagsstorlek, nettoomsättning, företagslönsamhet samt aktiekursutveckling, har samtliga varit relevanta mått i tidigare undersökningar, däribland Duru & Iyengar (1999) och Fong (2010), vilket vi anser ger

större tillit till att vi mäter relevant förändring och samvariation mellan kompensationsmått och prestationsmått.

Att analysera OMXS30 innebär även att hänsyn inte tagits till branschindelning av företagen, utan vi ämnar istället behandla samtliga bolag inom OMXS30, oavsett typ av verksamhet. Detta innebär även att vi förväntar oss differenser gällande exempelvis bonus för ett företag i byggbranschen jämfört med ett högteknologiskt företag där den fasta ersättningen eventuellt är lägre och den rörliga lönen/bonusen är högre. Likaså kommer ett gruvbolag som Boliden att prestera annorlunda än ett medicinteknikbolag som Getinge, beroende på marknadsexponering. Då det enda måtmåttet för prestation är den rörliga lönen, har vi därmed en faktor som kan ge brus och felaktigheter i undersökningen, vilket vi i bästa mån försökt ta hänsyn till.

Vi anser att antalet företag är fullt tillräckligt, då den problemformulering vi ställt, till stor del främst berör de större bolagen. Aktuella fall i media avseende ersättningsnivåer och ”löneskandaler” har i stor utsträckning berört de aktuella bolagen, varför urvalet fått större relevans med tanke på medie-exponeringen. Likaså är informationen om de största bolagen något enklare att få fram och vi har bedömt möjligheten att få svar på eventuella frågor som större inom de Large-Cap listade bolagen.

I vår analys, kommer vi som tidigare nämnt, att bortse från ersättning av optioner, vilket i vissa företag kan vara en stor del av den totala ersättningen. Detta medför att vår empiriska studie kring sambanden till viss del blir svårare att tolka och att bruset ökar om inte all ersättning tas i beaktan. Vi är utöver detta medvetna om att vi endast analyserar de största och mest omsatta bolagen på Stockholmsbörsen. Spridningen i löner är större bland dessa och därför kan korrelationen skilja sig mer än om en analys av jämförbart lika ersättningar, och till storleken snarlika företag gjorts (Svenskt Näringsliv, 2011; 6²⁷).

²⁷ http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00026/VD-1_ner_2010_26691a.pdf

2.5.2 Reliabilitet

Vår analys av företagets ersättning till styrelse och VD är grundad utifrån årsredovisningar, hämtad från företagets hemsida i fråga. Vi klassar denna källa som fullt tillförlitlig att använda i vårt datamaterial. Årsredovisningar är lagstadgad information som ges ut av företaget och granskad av auktoriserade revisorer. Sammanfattningstjänster som Retriever och liknande har inte haft fullgod information eller tillräcklig tidshorisont i vissa avseende, varför vi valt att enbart utgå från årsrapporterna för vårt tillvägagångssätt att samla data. Det bör dock påtalas att årsrapporterna är skapade på uppdrag av företagen själva och trots lagstiftning avseende innehåll är det troligt att varje företag framställer informationen på mest fördelaktiga sätt. Varje rapport är därför kritiskt granskad och vi har försökt att konsekvent göra en bedömning av vad som faktiskt bör klassas som fast eller rörlig lön, i de fåtal fall de funnits tveksamheter.

Vidare har vi använt oss av en tioårig period av information gällande årsredovisningarna, från år 2000 till år 2010. Detta ger en tydligare trend i utvecklingen kring datan och framförallt ett mindre brus i form av exempelvis konjunktursvängningar än om en kortare tidsperiod valts. Då företagen analyserats på samma gång i paneldata blir därmed antalet observationer fler än om enskilda samband skulle uppmätas per företag.

Företagen har vanligtvis en och samma revisor och revisionsbyrå, men byter efter ett par år (Knapp: 1992). Detta får till följd att ersättningarna redovisats på olika sätt, och poster som rörlig ersättning (bonus), vilket skall avspegla prestationsmätning, innefattat förmåner som bil, utbildning etc. Detta har stundvis varit svårt att tyda, vilket går ut över reliabiliteten kring informationen. I de fall då redovisningen varit tveksam har vi valt att ta bort året ur jämförelsen för att inte få missvisande resultat. Då vi ansett optionsprogram och pensionsersättningar alldeles för oklara och samtidigt varierande från rapport till rapport, klassar vi denna information som ej tillräckligt tillförlitlig och har valt att helt bortse från denna i vår undersökning.

2.6 Hypotesprövning

I ett första steg av vår analys utför vi ett hypotestest för att påvisa om det finns ett statistiskt säkerställt samband mellan de beroende och de oberoende variablerna ur resultaten från regressionen. Syftet med hypotesprövningen är att säkerställa om en viss hypotes är sann utifrån vårt stickprov. Prövningen består av en nollhypotes, en alternativhypotes, en teststatistika och en kritisk region. Nollhypotesen, H_0 , innebär att en speciell hypotes gällande stickprovets parametrar testas. Nollhypotesen antas vara sann fram till dess att den statistiska informationen påvisar motsatsen. Vid detta faktum ”förförkastas” nollhypotesen. Alternativhypotesen, H_1 , innebär alla övriga situationer som inte nollhypotesen innefattar och är den som gäller om nollhypotesen förförkastas (Westerlund, 2005; 115).

Nollhypotesen och alternativhypotesen gäller för samtliga regressioner och behandlas tillsammans med övriga regressionsresultat. Huruvida nollhypotesen skall förförkastas eller ej, bedöms av informationen som vi har i stickprovet, d.v.s. data för OMXS30-bolagen. Teststatistikan kan antas vara det värde av den information som finns i stickprovet. Den kritiska regionen bestäms av den signifikansnivå som väljs. För detta test är det 0,1, d.v.s. tio procent, och representerar det värde som nollhypotesen kommer att förförkastas vid. I vanliga fall brukar en signifikansnivå på 0.05 användas, vilket vi i detta test valt att höja på grund av det brus som finns i vårt datamaterial. Resultat över signifikansnivån tolkar vi som ej uppmätbara samband och tas därmed inte hänsyn till (Ibid; 118).

H_0 : Det finns ej ett samband mellan den beroende och den oberoende variabeln

H_1 : Det finns ett samband mellan den beroende och den oberoende variabeln

Denna hypotesprövning gäller för samtliga variabler i de fyra multipelregressionerna som är gjorda.

2.7 Regressionsstudie

Samtlig data har sammanställts som paneldata över 11 år i Excel, detta för att företagen skall kunna analyseras på samma gång och inte i enskilda regressioner. Värdena (i kronor) har logaritmerats för att ge ett procentuellt samband, då en relation i kronor hade varit missvisande. Durbin-Watson-värdet har i samtliga fall kontrollerats för att utröna eventuell autokorrelation. Värdena är acceptabla i samtliga fall med undantag för den regression med styrelsearvode som beroende variabel. Som tidigare nämnts, utförs hypotesprövning enligt ovan punkt 2.6, för att avgöra om sambanden är uppmätbart signifikanta eller ej. Koefficienten beskriver hur den beroende variabeln, d.v.s. löneposten, påverkas av förändring i storlek, nettoomsättning och lönsamhet.

2.8 Gruppindelning

För att dra paralleller och samband utöver våra regressionsstudier har vi valt att göra en gruppvis indelning efter varje variabel för att se eventuella tendenser hos företagen med högst respektive lägst värden inom vardera kategori. Anledningen till denna ytterligare analys är att vår initiala regressionsstudie inte kan inkludera och se alla samband och parametrar. Den gruppvisa undersökningen skall ses som ett komplement till vår regressionsstudie och vi kommer inte utifrån denna påvisa några statistiska samband utan endast dra ytliga paralleller till våra övriga analyser. Urvalet av företag har begränsats och reducerats till 20 stycken från det ursprungliga urvalet på 28 företag för att istället konsekvent välja ut två grupper med tio företag i vardera.

Första steget har varit uträkningar över varje företags genomsnittliga värde under perioden år 2000-2010. De företag som har information för alla år har fått genomsnittsvärde för de år som är inkluderade i undersökningen. En sammanställning har gjorts för samtliga bolag och därefter sorterats efter högst respektive lägst lön, företagsstorlek osv. Varje år väljs de tio företag med högst respektive lägst värde inom vardera kategori, där de högsta värdena placeras i Grupp 1 och de lägsta värdena i Grupp 2. Därefter beräknas ännu ett genomsnittsvärde av samtliga företag inom respektive grupp, för att ge ett sammanställt värde som kan förklara hur lönenivån ser

ut, om bolagen tenderar att vara större eller mindre etc. Detta har resulterat i totalt nio gruppindelningar, vilka vi därefter analyserat och försökt dra paralleller till teori och regressionsstudien. I slutet inkluderas ett genomsnittsvärde för samtliga bolag för att kunna dra paralleller till lön, företagsstorlek etc.

3 Praktisk referensram

I detta kapitel redogörs för den praktiska information som är relevant förkunskap för uppsatsens slutsatser. En genomgång av olika ersättningsformer till VD tas upp, likaså styrelsens huvuduppgifter och skyldigheter.

3.1 Ersättningsformer för verkställande direktör

Vanligtvis får den verkställande direktören olika sorters former av ersättning. De olika varianterna förklaras nedan.

3.1.1 Fast lön

Företag har olika sätt att ersätta sin verkställande direktör. I de flesta fall innehar VD en så kallad fast lön vilket är en fastställd summa som betalas ut varje månad. En fast lön ger en stabilitet i inkomsten, där både företag och löntagare är väl medvetna om vad som kommer att utgå i form av ersättning till den anställde samt kostnad för företaget. Genom fast lön skapas dock inte någon intern konkurrens på företaget, och det skall även nämnas att fast lön inte ger något särskilt incitament till ytterligare ansträngning för att nå sina mål (Läraryrket: 2011²⁸).

3.1.2 Rörlig lön

I tillägg till en fast ersättning utgår ofta en rörlig eller så kallad prestationsrelaterad ersättning. Den är i de flesta fall bestämd och styrd efter ett uppsatt finansiellt mål och beror alltså av hur väl VD presterar, vilket även ger avkall på företagets avkastning till aktieägarna. Den rörliga delen är alltså baserad på kortsiktiga prestationsmål och vedertaget är att dessa bör vara bl.a. synliggjorda, realistiska, mätbara men framförallt accepterade. Detta kan vara i form av förbättrad aktiekurs, en tydlig förändring i

28 <http://www.lararforbundet.se/web/utbildning/uppslagstat.nsf/Documents/0046109F?OpenDocument>

lönsamhet eller finansiell situation. Tilläggas skall, att för den rörliga ersättningen finns ofta en restriktion om att den maximalt kan uppgå till exempelvis 30 % av den fasta lönen (Ledarna 2009; 6²⁹).

3.1.3 Övrig ersättning

Utöver den fasta och prestationsrelaterade lönen erhåller ofta VD diverse förmåner; tjänstebil, bekostning av studier för barn och även ibland bostadskostnader. Dessa uppgår i vissa fall till stora summor, vilket gör att de absolut utgör en relevant post för beräkning av totalersättning. Då tjänstebil och liknande förmåner ofta är beständiga från år till år, räknas vi in denna post till fast lön (Årsrapporter, företagsurval).

3.1.4 Långsiktig incitament/optionsersättning

För att upprätthålla mål och långsiktiga beslutstagande finns incitamentsprogram som består av aktier eller optionsrätter som ger en framtida rätt att köpa en aktie till ett redan fastställt pris. Detta gör att VD inte enbart strävar efter att skära ner kostnaderna genom kortsiktiga lösningar utan även har ett mål om en långsiktighet i sina beslutstaganden där den långsiktiga prestationen belönas. Vid incitamentsprogram reserveras kostnaden för företagen i årsredovisningen samma år som de ges ut, vilket gör att den totala kostnaden för företagen är känd, men den slutliga ersättningen till VD är okänd och är beroende av framtida utveckling (Årsrapporter, företagsurval). Optionsprogram innebär inte bara positiva fördelar i form av långsiktiga beslut utan kan även ge stora negativa effekter av ett högre risktagande från VD's sida. Högre risktagande kan ge en hög avkastning, men samtidigt också gå i rakt motsatt riktning. Det är därmed viktigt att reglera och övervaka resultatet av optionsprogrammen för företagens styrelse (Wu & Tu, 2006; 491).

²⁹https://www.ledarna.se/web/open/fileStream?path=/Ledarna/content/about/rapporter/chefsfakta_/chefsfakta_loner/led:attachments/Rorliga_lonedelar.pdf

3.2 Styrelsens uppgifter

Styrelsen utses av bolagsstämman av företagets ägare, d.v.s. aktieägarna. Dess huvuduppgift är att svara för bolagets verksamhet och förvalta dess angelägenheter på bästa sätt (Alvesson & Sveningsson, 2007; 100). Styrelsens uppgifter innebär inte endast att bedöma bolaget i fråga utan skall bedöma hela koncernen och kontinuerligt fastställa att bokföringen och ekonomin kontrolleras på ett betryggande sätt. Styrelsen svarar inte för den dagliga verksamheten i företaget utan beslutar om specifika operationella beslut, tillsätter verkställande direktör samt beslutar gällande avskedande. Styrelsen är ytterst ansvarig för företagets ekonomiska situation och kan bli skadeståndsskyldig vid vanskötsel eller försummelse (ABL kap. 8 § 4).

Ett aktuellt fall i media angående styrelsens ansvar och konsekvenser om den inte följs, är HQ Bank. Finansinspektionen drog in bankens tillstånd då de brutit mot redovisnings och kapitaltäckningsregler. HQ's styrelse har för detta misslyckande fått ta ett stort ansvar (Aktiespararna: 2011³⁰). Nyligen nekades även styrelsen ansvarsfrihet med anledning av händelsen (Dagens Industri: 2011³¹) och tillsammans med bland annat revisionsfirman kan denna bli skadeståndsskyldiga för upp till 2.2 miljarder kronor (Dagens Industri: 2011³²). Uppgifterna består inte enbart av att följa aktieägarnas intressen utan innefattar även andra intressenters ekonomiska önskan om styrning, exempelvis finansiärer. För att dessa intressen skall uppnås är det inte ovanligt att styrelsen består av ägare av större aktieposter eller av tidigare verkställande direktörer som har en stark koppling till företagets verksamhet och mål (Alvesson & Sveningsson, 2007; 105).

3.2.1 Styrelsens ersättning

En styrelses ersättning kan stundtals vara svårdefinierbar. Oftast är det enbart ett styrelsearvode som utgår, men det finns även fall då ersättningen består av aktier eller optioner. Ersättningsnivån till styrelseledamöterna och ordföranden bestäms på bolagsstämman och grundar sig i uppdragets omfattning. Vanligtvis betalas arvodet ut

³⁰ <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/HQ-Bank-forlorar-tillstand/>

³¹ http://di.se/Default.aspx?pid=236503__ArticlePageProvider&epslanguage=sv

³² <http://di.se/Artiklar/2011/5/27/236894/hqbank2-HQ-publicerar-utkast-till-stamning/>

för det kommande året men i vissa fall består ersättningen av både en fast och en rörlig del. Den fasta delen är initialt en ansvarsdel och den rörliga ersättningen bygger på närvarostatistik för antalet styrelseledamöten. Stundvis kopplas även den rörliga ersättningen till företagets vinst, där en procentuell summa kan utgå om företagets vinst överstiger en förutbestämd nivå (Expowera: 2011³³).

En ytterligare variant av möjlighet till ersättning och incitamentsdrivare är att erbjuda delägarskap i form av optioner eller konvertibler. Gällande större företag skall nämnas att arvodet kan vara av högst varierande storlek. Detta beror på arbetsbördan och den kunskap som krävs i de enskilda fallen. En tumregel är att arvodet bör vara ”marknadsmässigt”, vilket får tolkas som en jämförelse mellan snarlikt stora företag. En annat vanligt tillvägagångssätt till bestämning av arvode är att utgå från VD's lön, där ett femprocentigt arvode utgår till styrelseledamöterna och 15-20 procentigt arvode av VD's lön betalas ut till styrelseordföranden (Ibid).

3.3 Ersättningsstatistik för svenska marknaden

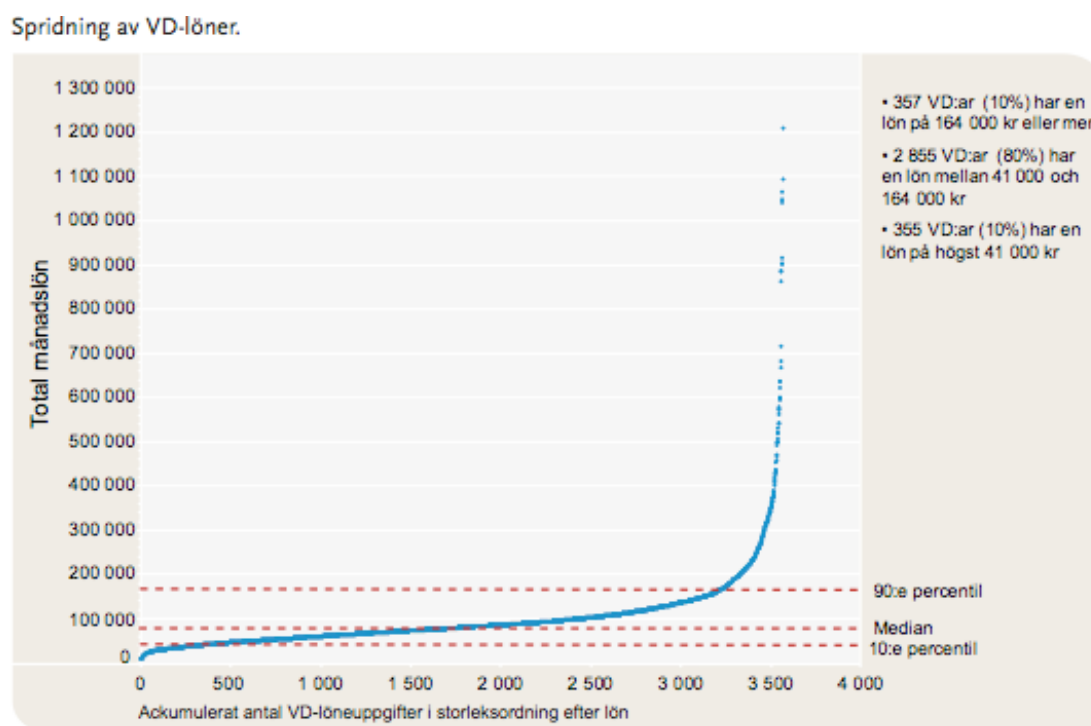
En studie som gjorts av Svenskt Näringsliv pekar mycket på att den senaste uppmärksamheten kring ersättning till VD berör de större börsnoterade bolagen. Merparten av de verkställande direktörerna i undersökningen erhåller en lön mellan 41 000 och 164 000 kronor, vilket utgör 80 % av urvalet. De antal poster som erhåller en lön utöver 164 000 kronor är endast 10 % och koncentrerade till bolag noterade på börsen. Det skall även tilläggas att spridningen bland lönerna utöver 164 000 kronor är väldigt stor, vilket kan hänvisas till att Sverige består av ett mindre antal bolag där lönerna även är anpassade och uppsatta efter utländska förhållanden (Svenskt Näringsliv, 2011; 3³⁴).

Ersättning till VD beror till stor del av storleken på företaget. Merparten av chefer bedriver företag som innehar färre än 50 anställda. I diagrammet nedan visas hur antalet verkställande direktörer står sig i förhållande till bolagens storlek. Störst antal chefer återfinns (*se Figur 2*), enligt den vänstra stapeln med färre än 50 antal anställda.

³³ http://www.expowera.se/mentor/foretaget/styrelsearbete_arvode.htm

³⁴ http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00026/VD-l_ner_2010_26691a.pdf

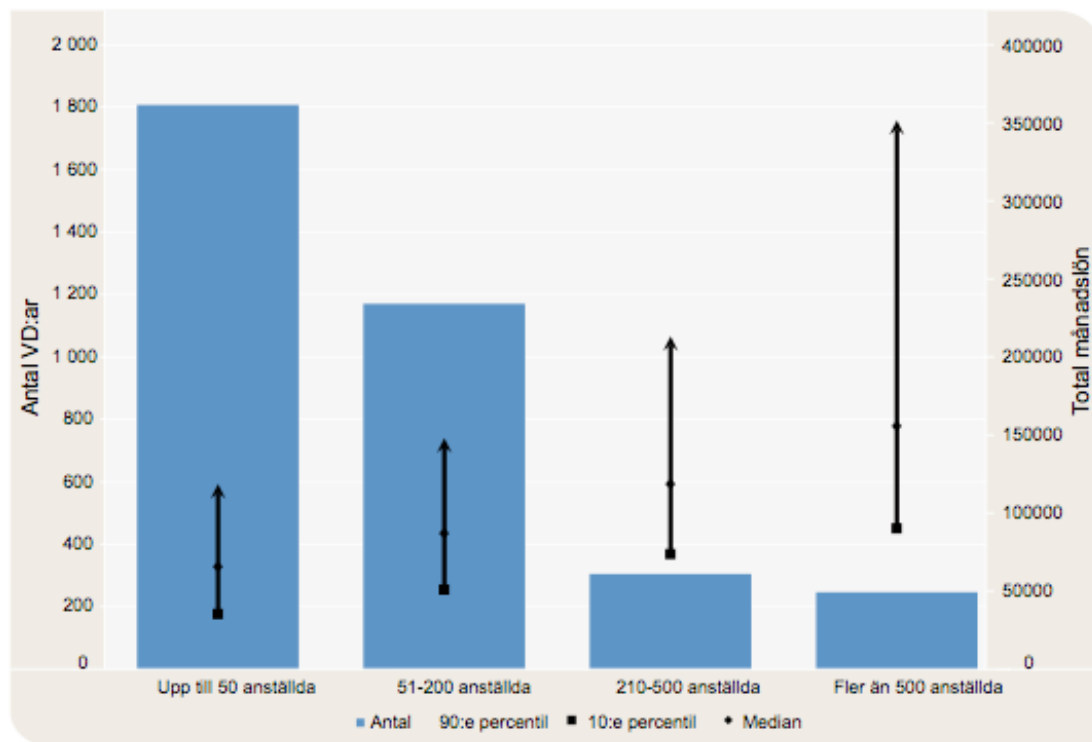
(Ibid; 6). Löneläget är lägre och lönespridningen mindre för de lägre storleksklasserna. I företag med 10-50 anställda är medianlönen 65 600 kronor (62 000). Lönenivån i den 10:e percentilen är 35 300 kronor (34 000) och i den 90:e percentilen är den 118 600 kronor (114 600) (se *Figur 2*). Siffrorna inom parentes motsvarar föregående års uppgifter av lönestudie.



Figur 1: Grafen visar tydligt hur få, till antalet, verkställande direktörer är i 90:e percentilen, med en lön över 164 000 kr. Den interna spridningen är även avsevärt mycket högre i denna percentil (Svenskt Näringsliv: 2011³⁵).

³⁵ http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00026/VD-l_ner_2010_26691a.pdf

VD-löner fördelat på företagsstorlek.



Figur 2: Diagrammet visar sambandet mellan VD-löner och företagsstorlek beräknat på antalet anställda (Svenskt Näringsliv: 2011³⁶).

³⁶ http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00026/VD-l_ner_2010_26691a.pdf

4 Teoretisk referensram

I detta kapitel redogörs tidigare teorier och empiriska undersökningar för kopplingar mellan prestation och lön. Här inkluderas agentteorin, lönesättningsteorier, effekter av VD-byten samt de psykologiska faktorer som ligger till grund för löner.

4.1 Agentteorin

Principal-agentteorin bygger kring dilemmat att få ledningen att agera utifrån ägarnas vilja. VD's uppgifter är att fatta både korta och långsiktiga beslut och att styra bolaget, då ägarna ofta är utspridd och många till antalet och därmed inte har möjlighet att vara aktiva i förvaltningsprocessen. Vid effektiv förvaltning förväntas VD'n få företaget att prestera bättre, vilket ska ge positiva effekter för aktieägarna genom bland annat stigande aktiekurser. Agentdilemmat uppkommer antingen när målen för principalen (ägarna), och agenten (VD'n) skiljer sig åt eller när det är svårt för principalen att övervaka de beslut eller information som agenten fattar eller har tillgång till. Principalens mål är att maximera den ekonomiska avkastningen i förhållande till agentens ersättning. Agenten och principalens mål skiljer sig däremot åt, där det för agenten i gengäld inte ska spela någon roll vilket ökat värde företaget får. Istället är relevansen vilken ersättning som utgår i förhållande till det arbete agenten utfört (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2010; 73-74).

Ytterligare faktorer som måste vara uppfyllda för agentdilemmat är "hidden information" och "hidden action", d.v.s. principalen har inte någon möjlighet att veta vilken information agenten har tillgång till och vilka beslut som därefter fattar. För att minimera dessa problem som kan uppstå agenter och principaler emellan, finns två tillvägagångssätt; incitament eller kontrollövervakning. Incitamenten består främst av en rörlig ersättning för de prestationer en agent utför för företaget och syftet är att få VD och ägare att sträva efter gemensamma mål med hjälp av ekonomisk belöning. Övervakning sker främst genom diverse externa intressenter som har insyn i företaget

och som framförallt har intresse av de ekonomiska aspekterna. Vanliga exempel på externa övervakare är banker, låneinstitut och auktoriserade revisionsbolag (Ibid; 76).

4.2 VD-lön och företagsprestation

Duru & Iyengar (1999; 21) har i sin undersökning av 225 årliga företagsobservationer hittat ett signifikant positivt samband mellan förändring i ersättning till VD och förändring i företagets prestation. Kompensationen mäts i total ersättning, bestående av fast lön, bonus, långsiktig ersättning och optionsprogram. Företagen analyseras därefter i fem prestationsmått; aktieavkastning, företagslönsamhet, vinst per aktie, fritt kassaflöde per aktie samt försäljningstillväxt (Ibid; 23). De tydligaste sambanden ses mellan rörlig ersättning och aktieavkastning samt mellan optionsprogram och omsättningsförändring. Liknande slutsatser har dragits på den amerikanska, brittiska, japanska och kanadensiska marknaden av Agrawal, Makhija & Mandelkar (1991), Guy (2000), Kato & Kubo (2004) och Zhou (2000), där en samtliga finner en signifikant positivt samband mellan framförallt ersättning och aktiepris.

Även Hambrick & Finkelstein (1995) har funnit ett svagare signifikant samband, dock med låg korrelation, gällande kontant ersättning och ökad nettoförsäljning. Izan, Sidhu & Taylor (1998) har på den australiensiska marknaden inte lyckats hitta en koppling mellan VD-ersättning och företagets lönsamhet, vilket tidigare undersökningar även misslyckats med. Detta förklaras främst med bruseffekter, då datamaterialet är väsentligt mindre från ett kortare tidsintervall än större undersökningar från framförallt den amerikanska marknaden (Ibid; 44). Lawrence (2003) finner det svårt att hitta något starkt signifikant samband mellan ersättning och aktieprestation, vilket förklaras med att aktiepriset är påverkat av många faktorer utöver företagets VD, och kan därmed vara svårare att uppmäta (Ibid; 190).

Duru & Iyengar (1999; 21) härleder en hög VD-lön till just en hög prestationsförmåga för verkställande direktörer och de chefer som har möjlighet att höja verksamhetens prestation, och kommer därmed att erhålla en högre ersättning.

Agrawal et al (1991) drar en tydlig koppling mellan kompensation till VD och en positiv utveckling för företaget, däribland stigande aktiekurs och ökad lönsamhet. Man har grundat sin undersökning i förändringen i ersättning och har inkluderat den totala kompensationen till VD, där även långsiktiga incitament (optioner och aktier), ingår. Man påpekar att det är viktigt att inte enbart fokusera på en ökad försäljning eller företagsvärdering, utan även den faktiska lönsamheten i företagen. Generellt är förändringar i bonus associerade med förändringar på marknaden, och förändringar i optioner är kopplade till en ökad försäljning. Trots att ett positivt samband föreligger mellan ersättning och försäljningsökning har det inte per definition en positiv effekt för företaget (Ibid; 123).

Wu & Tu (2006) har analyserat effekterna av optionsinnehav bland ledande makthavare inom bolag. De mest intressanta slutsatserna är den koppling som görs till innehav av optioner och påverkan av anslag till forskning och utveckling. Optionsinnehav kan medföra förändrat riskbeteende, där VD kan tänkas öka risken för att få bättre avkastning på optionerna, eller riskaversion där säkra alternativ tas före mer riskabla för att uppnå en stabil avkastning. Ett starkt signifikant samband föreligger mellan F & U-anslag och optionsinnehav, däremot noteras inte något samband mellan aktieinnehav och F & U-anslag. (Ibid; 485). Då F & U är viktigt framförallt för teknikintensiva företag och starkt påverkar dess framtida överlevnadsförmåga, kan optionsbaserad ersättning vara ett bra medel för nystartade företag som inte kan ge adekvat kontant ersättning, men som istället kan erbjuda hög framtida ersättning vid lyckade satsningar (McGuire & Matta, 2003; 265).

Hirschey och Pappas (1981) bekräftar i sin undersökning av 680 större företag, att tidigare forskning påvisat mindre företags tendens att fokusera främst på försäljnings-tillväxt, medan långsiktig lönsamhet varit fokus för de större företagen. De oberoende variablerna rörelsevinst och nettoförsäljning har ställts mot den beroende variabeln ersättning, där lönen består av fast, rörlig samt övrig ersättning. Långsiktiga optionsprogram är exkluderade på grund av värderingssvårigheter. Ett positivt samband dras mellan ersättning och försäljningsökning, ett negativt samband föreligger mellan ersättning och lönsamhet vilket skiljer sig något från tidigare forskning (Ibid; 334).

4.3 Lönesättningsteori

Lazear & Rosen lanserade (1979; 44) en rapport om tournament-teorin, då anställda ofta inte utvärderas för sina faktiska bedrifter utan snarare mäts i relation till sina medarbetares och rivalers prestationer. För att motivera anställda i sin karriärambition används löneprissättningen och löneskillnader för att motivera medarbetare att sträva uppåt i hierarkin mot de mer lukrativa lönerna. VD och övriga personer högre upp i företagshierarkin ersätts långt över sin marginalnytta, vars löner uppfattas som ett sorts pris i tävlingen inom företaget. Huruvida företaget presterar bättre eller sämre har alltså ingen påverkan på VD's lön (Shen, Gentry & Tosi: 2009).

Enligt Shen et al (2009; 729) kan tournament-teorin förklara en högre grad av maktskifte i toppledningen, då konkurrens om den högsta statusen och därmed även den högsta lönen blir större vid höga ersättningar. Stora skillnader i ersättning till VD jämfört med övrig ledning bör enligt Ang et al (2002; 1152) leda till att den övriga ledningen lägger ner mer energi och fokus på sitt arbete för att kunna tävla om VD-tjänsten, d.v.s. en positiv konkurrens. Shen et al (2009; 731) tar inte upp positiva eller negativa effekter av frekventa maktskiften inom bolag, däremot fastslås att tournament-teorin ger incitament till kompetenta och karriärhungriga individer att utmana om en plats i toppledningen.

En motsatt lönesättningsteori beskrivs av Shen et al (2010) i managerial power perspective, där en VD's lön ligger som en funktion av hans eller hennes kompetens och maktfaktor inom företaget. En kompetent VD i ett företag med spridd ägarstruktur har vanligtvis en stark koppling till hög ersättning, då ett starkt ägande har en negativ korrelation med ersättningsnivåer (Hambrick & Finkelstein: 1995; 190). I motsats till tournament-teorin säger managerial power perspective att en hög lön snarare är en indikator för färre maktskiften inom bolaget, då den höga lönen är kopplad till en stark maktposition inom bolaget. En ökad lönestegringskurva ses snarare som ett tecken på hög kompetens inom företaget, än som en tävling om högsta ersättning (Shen et al, 2010; 731).

Shen et al (2009; 731) väljer att i sin undersökning enbart ta hänsyn till kontant ersättning då optionsbaserade ersättningsmetoder har en mer osäker värdering. Enligt

tournament-teorin vill VD ha lite osäkerhet i sin framtida lön, varför optionsprogrammen inte kommer att påverka VD's beslut av lika hög grad som den kontanta ersättningen. Shen et al (2009; 733) fastslår en starkt negativ korrelation mellan lön och VD-skiften i företag, med undantag för de fall då VD'n nyligen tillträtt, då effekten tenderar att avta något. De enda fall då en hög lön medför en högre omsättning i toppledningen är när VD har en alltför procentuellt högre ersättning än CFO och övrig koncernledning.

Fong (2009) tar upp VD-lön som en indikator för lönestrukturen i hela företaget. En överbetald VD tenderar att leda till att underordnad personal även blir överbetald jämfört med genomsnittet, vilket därmed får en negativ effekt på företagets finansiella situation (Fong, 2009; 409).

I kontrast till forskningen kopplad till lön och prestation, går Frey & Kucher (1999) i motsatt riktning och menar snarare att en maktposition i sig kan vara tillfredställande, även utan en lön utöver genomsnittet. Likaså påvisar Katz (1998) att högpresterande individer inte alltid drivs av ekonomisk ersättning, vilket är väldigt tydligt inom "icke vinstdrivande organisationer" och filantropisk verksamhet där låg lön i vissa fall snarare motiverar medarbetare mer än en hög ersättning.

4.4 Lake Wobegon-effekten

Utöver den forskning som tyder på viss prestation bakom lön, tar Lake Wobegon-effekten upp ytterligare en aspekt av den lönekarusell för toppledningen som skett sedan 1970-talet (Haynes & Schaefer, 2008; 280). Uttrycket härstammar från den fiktiva staden Lake Wobegon i Minnesota, där alla kvinnor ser bra ut, männen är starka och alla barnen är över medel. För ett företag gäller samma principer då man vill vara bättre än alla andra och inte ha någon medelmåttig VD, utan den bästa på marknaden (Kruger: 1999). Haynes och Schaefer (2008) hävdar att inget företag vill vara sämre än sina konkurrenter och vill därmed ge sin VD en högre kompensation än genomsnittet i liknande företag för att på så vis antyda att man är ett "bättre" företag. Eftersom varken alla barn eller alla chefer kan vara över det totala genomsnittet, leder detta till en ständigt stigande lönekurva, vilket man påvisar i undersökningen.

4.5 Storlekseffekt

Ang et al (2009; 1153) påtalar företagsstorleken som en viktig faktor avseende lönestorlek. I sin undersökning av ersättningsnivåer inom banksektorn i USA påvisades en tydlig skillnad i ersättningsnivåer vad gäller ökad företagsstorlek. I de mindre bankerna utgjorde fast lön 62.3 % av totalersättningen och i de största bankerna var det enbart 33 % av ersättningen som utgjordes av fast lön. (Ibid; 1156). Undersökningen av 166 banker har visat att korrelation går att uppmäta mellan ersättning till koncernledning inom de största bankerna och ranking inom bolaget, d.v.s. chef eller mellan-nivå, företagsstorlek och bankers prestation. De större företagen i undersökningen hade en väsentligt högre andel rörliga ersättningar till koncernledning men framförallt fanns en tydlig grad av högre variation i ersättningsstorlekar. Företagsstorleken som viktig determinator för ersättningsnivån bekräftas som en vedertagen effekt i flertalet undersökningar, bland annat den brittiska-amerikanska-kanadensiska och australienska marknaden av Eichholtz, Kok & Otten (2008), Ghosh & Sirmans (2005), Zhou (2000) och Izan et al (1998). Guy (2000) argumenterar för att detta samband är så pass starkt att det även finns ett stort incitament för en VD att öka företagsvärdet, oavsett om det är gynnsamt för aktieägarna eller ej.

Storlekseffekten kan även beskrivas utifrån företagens prestation, framförallt då aktiekursutvecklingen. En undersökning av private equity-investeringar och avkastning visar en markant högre avkastning i mindre investeringar kontra väldigt stora projekt (Financial Times: 2011³⁷).

”It’s almost an axiom in investment, the more capital you have to put to work the lower returns you end up with”

Luba Nikulina

Financial Times (2011³⁸)

³⁷ <http://www.ft.com/cms/s/0/c1d449fc-2012-11e0-a6fb-00144feab49a.html#>

³⁸ <http://www.ft.com/cms/s/0/c1d449fc-2012-11e0-a6fb-00144feab49a.html#>

Detta storlekssamband återfinns i flera former. Fonder med alltför stort kapital presterar generellt sämre (Sawicki & Finn: 2002) och samma effekt förekommer för företag som blir för stora och därmed får svårt att hålla investeringstakten uppe (CFO: 2011³⁹). Skaleffekter uppnås vid ökat företagsvärde, men svårigheterna att investera kapital med konstant lönsamhetsnivå blir svårare med tio miljarder i kassan jämfört med tio miljoner. En undersökning av de 1000 största bolagen i USA (finansbolag uteslutet), visar på ett tydligt mönster. Ett börsvärde över 10 miljarder USD har under 2000-talet genererat en genomsnittlig avkastning på 2.7 %. För varje minskning av företagsvärde tenderar avkastningen att öka och ett företagsvärde under 2 miljarder USD ger i genomsnitt 9.7 % i avkastning. Intjäningsmultiplarna samt lönsamhetsnivån är lägre i de största bolagen och de större företagen har tendenser att investera en mindre andel av sitt kassaflöde för framtida projekt och utveckling. Detta resulterar i en högre direktavkastning till företagen och en större andel av företaget delas varje år därmed ut till ägarna (Financial Times: 2011⁴⁰).

4.6 Effekter av VD-byte

En VD med jämförelsevis högre lön tenderar att ha större makt i ett företag, därmed föreligger även en lägre risk för VD-byte i företaget. Clayton, Hartzell & Rosenberg (2005) påvisar samband mellan en långvarig ökning av volatilitet i aktiepriset vid ett VD-skifte, främst då det kan uppstå en osäkerhet om framtida kassaflöden.

Svängningar vid vinstrapportering har även tenderat att bli större tätt inpå ett VD-skifte, vilket i sig bidrar till en högre volatilitet och därmed även ökad risk i aktien (Ibid; 1805). Vid ett normalt VD-skifte ökar volatiliteten med 10 % det första året, men om avgången varit påtvingad har en ökning om 24 % observerats (Ibid; 1806). Aktuellt fall med kraftig svängning i aktiekursen kan ses hos Apple, där dåvarande chef Steve Jobs varsel av sjukskrivning fick aktiekursen att stört dyka sju procent (DN.se⁴¹). För ett börsvärde på nära 2000 miljarder ger detta ett väldigt kraftigt monetärt utslag (Yahoo: 2011, Riksbanken: 2011⁴²).

³⁹ http://www.cfo.com/article.cfm/14572986/1/c_2984328

⁴⁰ <http://www.ft.com/cms/s/0/c1d449fc-2012-11e0-a6fb-00144feab49a.html#>

⁴¹ http://www.svd.se/naringsliv/apple-chefen-sjukskriver-sig_5871279.svd

⁴² Börsvärde \$308.35 miljarder 2011-05-23 (<http://finance.yahoo.com/q?s=AAPL>). Dagsnoteringar, valutakurser mot svenska kronor från Riksbanken, vilket aktuellt datum var 6.37 SEK/USD. Börsvärde i SEK är därmed $308.35 \times 6.37 = 1964$ miljarder SEK.

En bakomliggande orsak till den ökade volatiliteten kan enligt Clayton et al (2005) förklaras då VD-skiften ofta föreligger av dåligt presterande och dåligt skötta företag. En ny VD kommer därmed att försöka sätta sin prägel och korrigera tidigare felaktigheter, varför volatiliteten automatiskt ökar. Denna effekt ger viss förklaringsgrad i testerna, vilket delvis också påvisar att volatiliteten inte per definition ökar på grund av en högre underliggande risk i företaget (Ibid; 1806).

5 Empiri

I detta kapitel redogörs våra egna empiriska undersökningar av företagens löner och prestation i relativa siffror och ett förtydligande av hur sambanden faktiskt ser ut.

5.1 Regressionsstudie

En regressionsstudie är utförd för att påvisa signifikansen mellan sambanden ersättning och prestation. Nedan följer en ordlista över förkortningar för samtliga variabler:

VDF – Fast VD-lön

VDR – Rörlig VD-lön

VDT – Total VD-lön

STYR – Genomsnittlig styrelseersättning

SIZE – Företagsstorlek

NO – Nettoomsättning

RE – Lönsamhetsmått

5.1.1 Fast VD-lön

VDF har ett uppmätt samband med NO, motsvarande en ökning med 0.33 % per ökad enhet NO (1 %). Detta sker till R^2 -värde 0.82 med en teststatiska under 0.1, d.v.s. ett signifikant uppmätbart samband. Övriga variabler har ett p-värde över 0.1, varför inga andra samband visar någon tillförlitlig uppmätbarhet. DW-värdet är 1,48 är något lågt, men än tillräckligt för att fortfarande kunna dra samband.

Beroende variabel: VDF				
Totalt antal observationer: 249				
Variabel	Koefficient	Standardavvikelse	t-Statistika	P-värde
C	8.015083	1.476926	5.426867	0.0000
SIZE	-0.009214	0.031029	-0.296939	0.7668
NO	0.327911	0.064222	5.105877	0.0000
RE	-0.000818	0.000791	-1.033833	0.3024
R ²	0.824381		Durbin-Watson	1.482607

5.1.2 Rörlig VD-lön

VDR har ett positivt samband med NO. För varje enhetsökning i NO (1 %), ökar VDR med 3,22 %. Då RE ökar med 1 % höjs VDR med 0.05 %. P-värdet för de två måtten är enligt vår bedömning signifikanta. DW-värdet är likvärdigt som för VDF, och är alltså tillräckligt för att dra paralleller. Förklaringsgraden, R², är 0,42.

Beroende variabel: VDR				
Totalt antal observationer: 246				
Variabel	Koefficient	Standardavvikelse	t-Statistika	P-värde
C	-52.39969	41.13510	-1.273844	0.2041
SIZE	-0.695280	0.857858	-0.810484	0.4186
NO	3.272214	1.764450	1.854523	0.0651
RE	0.052760	0.022036	2.394265	0.0175
R ²	0.418137		Durbin-Watson	1.630317

5.1.3 Total VD-ersättning

VDT har ett signifikant samband till NO, där varje enhetsökning i NO ökar VDT med 0.34 %. Detta sker till ett P-värde av 0,0001, vilket räknas som en klart uppmätbar effekt och med en förklaringsgrad om 0,78. Varken SIZE eller RE har något signifikant samband. Som i föregående fall är DW i detta test tillräckligt högt för att dra paralleller, 1,54.

Beroende variabel: VDT				
Totalt antal observationer: 247				
Variabel	Koefficient	Standardavvikelse	t-Statistika	P-värde
C	7.058620	1.952371	3.615409	0.0004
SIZE	0.029935	0.040407	0.740839	0.4596
NO	0.338571	0.084106	4.025543	0.0001
RE	0.000833	0.001049	0.794108	0.4280
R ²	0.780224		Durbin-Watson	1.541919

5.1.4 Genomsnittlig styrelseersättning

STYR har inte något uppmätbart samband och dessutom ett DW-värde som antyder autokorrelation, varför inga slutsatser dras från denna regression.

Beroende variabel: STYR				
Totalt antal observationer: 223				
Variabel	Koefficient	Standardavvikelse	t-Statistika	P-värde
C	10.38445	1.861800	5.577639	0.0000
SIZE	-0.000943	0.036814	-0.025612	0.9796
NO	0.115991	0.080172	1.446781	0.1497
RE	-0.001473	0.000923	-1.595614	0.1123
R ²	0.882598		Durbin-Watson	1.144671

5.2 Gruppindelning

För det totala urvalet är den totala lönen i genomsnitt 14 miljoner kronor, d.v.s. närmare 1.2 miljoner kronor i månaden. Denna siffra är exklusive pensionsavsättningar och optionsbaserad lön. Den årliga genomsnittsavkastningen på börsen har varit 15.7 % under tidsperioden och företagsstorleken har ett medelvärde på 95 miljarder kronor. Nedan följer en gruppindelning där bolagen sorterats ut i de 10 högst/lägst presterande för vardera variabel. För kompletta siffror se 9.1 Bilaga 1.

5.2.1 Högst Vs lägst fast lön

Gruppundersökningen av de tio högst betalade och tio lägst betalade företagen gällande den fasta lönen påvisar samband där företagen med högst fast lön har en lägre aktiekursutveckling, vilket innebär en sämre prestation för företaget. Storleken, marknadsvärdet, är i det närmaste dubbelt så stort som för företagen med högst fast lön. Likaså är förändringen av nettoomsättningen betydligt sämre, 5,7 % jämfört med 12,1 % för de högst betalade företagen. Lönsamheten är även den en aning lägre för de högst betalade företagen.

5.2.2 Högst Vs lägst rörlig lön

Företagen med högst rörlig lön har även en betydligt högre fast lön. Aktiekursutvecklingen är dock lägre i Grupp 1 än i Grupp 2, 13,1 % jämfört med 19,2 %. Grupp 2 med lägst rörlig lön har en betydligt högre nettoomsättningsförändring än Grupp 1. Totala lönen är avsevärt mycket högre för Grupp 1.

5.2.3 Högst Vs lägst total lön

Grupp 1 med högst total lön har en lägre aktiekurs, en lägre nettoomsättningsförändring och en lägre lönsamhet. Däremot är styrelsearvodet, företagsvärdet och nettoomsättningen högre än för Grupp 2.

5.2.4 Högst Vs lägst aktiekursutveckling

Grupp 1 med högst aktiekurs avspeglar sig i en lägre fast lön och en högre rörlig lön i förhållande till Grupp 2 som har haft den lägsta aktiekursen. Utvecklingen för de bäst presterande aktierna, skall nämnas, är 27,8 % i förhållande till 5,4 %, vilket är en betydligt högre prestationsutveckling. De lägst presterande företagen har en väsentligt högre nettoomsättning och storlek. Dock är lönsamheten högre i Grupp 1 med högst aktiekurs.

5.2.5 Högst Vs lägst styrelsearvode

Vad beträffar företagen med högst respektive lägst styrelsearvode innehar dessa ungefärliga löner, dels gällande den fasta, dels gällande den rörliga lönen. Dock är storleken i Grupp 1 med högst styrelse 147 569 miljoner kronor jämfört med 35 539 miljoner kronor, och nettoomsättningen 102 611 miljoner kronor jämfört med 30 873 miljoner kronor i Grupp 2.

5.2.6 Högst Vs lägst omsättning

Företagsstorleken och styrelsearvodet är högre i Grupp 1 med högre omsättning. Aktiekursen och lönsamheten är dock mycket lägre i Grupp 1 med 10,6 % respektive 24,1 % för aktieutvecklingen och 22 % respektive 30 % för lönsamheten.

5.2.7 Högst Vs lägst omsättningsförändring

Grupp 1 den högsta förändringen av omsättningen har också den högsta lönsamheten med 29,9 % jämfört med 19,5 %. Styrelsearvodet är lägre i Grupp 1 med hög omsättningsförändring. Aktiekursen är betydligt högre, 21,6 % jämfört med 11 % för Grupp 2 med sämre omsättningsförändring.

5.2.8 Högst Vs lägst lönsamhet

Grupp 1 har lägre företagsstorlek och nettoomsättning. Likaså är genomsnittsavkastningen på börsen 12 % högre än i Grupp 2, 22,7 % kontra 10,5 %. Den rörliga lönen inom de mest lönsamma företagen är närmare 2 miljoner kronor högre än för Grupp 2, den fasta lönen är 600 000 kronor lägre (7,5 miljoner kontra 8,15 miljoner). Totallönen är dock dryga 1 miljon högre i Grupp 1 än 2.

6 Analys

I detta kapitel behandlas tidigare empiriska undersökningar, vår regressionsstudie samt resultatet av gruppstudien, vilket gemensamt kopplas i en analys.

6.1 Fast lön

Sambandet mellan fast lön och företagsstorlek har bekräftats i undersökningar av Ang et al (2009), Eichholtz et al (2008), Gosh et al (2005) och Guy (2000). Vårt regressionsutfall genererar inte ett samband med den faktiska företagsstorleken eller dess förändring. Däremot får vi ett signifikant samband med ökning i nettoomsättningen. Detta kan förklara en viss storlekseffekt, då hög försäljning (d.v.s. nettoomsättning) anses vara en indikator för ett högt värderat företag.

Sambandet mellan VDF och NO har en förklaringsgrad 0.82, vilket innebär att VDF till stor del kan förklaras av NO. Sannolikhetsvärdet är under signifikansnivån på 10 %, vilket gör att vi har ett statistiskt säkerställt samband. Då DW-värdet är 1.48 jämfört med önskvärda 2.0, är värdet inte av den grad att autokorrelation helt kan uteslutas, men fortfarande tillräckligt högt för att vi ska kunna använda resultaten för att dra samband. En ökning i NO med 1 % medför enligt vår regression 0.33 % ökning i VDF.

Gruppindelningen enligt 5.2 påvisar även ett samband, där företagen med högst nettoomsättning har en högre fast lön och markant högre börsvärde. Detta är två rimliga samband, då ett företag med högre omsättning fortfarande kan göra väldigt stora vinster trots en räntabilitet som är relativt låg, vilket i sig kan ge ett högre företagsvärde.

Av detta, drar vi för den svenska marknaden snarlika samband mellan företagsstorlek och fast lön som tidigare uppmätts i utlandet. Det skall dock påpekas att en hög omsättning per definition inte betyder att vinsterna inom bolaget är höga eller att

framtidsutsikterna ser ljusa ut enbart på grund av en högre nettoomsättning, då företagsprestation inte alltid återspeglas i omsättningsstorleken. Anledningen till detta är att en ökad nettoomsättning i de flesta fall även leder till högre kostnader för företaget, varför det är av stor betydelse att bibehålla lönsamheten. I annat fall vore inte en högre nettoomsättning en positiv effekt för företagets avkastning.

Då vårt urval av företag består av en heterogen uppsättning med storlek som enda gemensamma faktor, OMXS30, hade troligtvis en mer branschspecifik indelning bringat större utslag på NO och eventuellt en effekt av storleksökningen. I exempelvis Eicholtz et al (2008) blir sambandet starkare mellan den fasta lönen och ökat företagsvärde än i tidigare undersökningar, vilket troligtvis beror på det specifika branschurvalet ur byggbranschen.

Vi kan dock enligt vår jämförelse i 5.2, tydligt se att Grupp 1 med högst genomsnittstorlek, har en fast ersättning som är 1.8 miljoner kronor högre än Grupp 2, gruppen med väsentligt lägre genomsnittstorlek. Sambandet mellan storlek och fast ersättning kan alltså, utöver tidigare empirisk forskning, även noteras i vår gruppindelning i paragraf 5.2. Trots att vi är medvetna om eventuell problematik i vår regressionsstudie, kan vi antyda ett samband mellan storlek och storleksutvecklingen även på den svenska marknaden.

Ersättning till VD baseras i förhållande till den faktiska vinst som tillförs företaget. Ett stort företag har därför bättre möjlighet att ge ersättning i paritet till det man tillför, dels för att stora värden står på spel, dels då den procentuella förändringen i bolaget gör en väldigt stor skillnad beroende på företags storlek. Vid en enprocentig vinstförändring påverkas resultatet i ett miljardbolag väsentligt mer än ett Small-Cap-bolag, varefter den fasta ersättningen som utgår till VD ska vara fem eller åtta miljoner kronor därmed blir av mindre betydelse. Den tillfälliga besparing som görs i form av en lägre VD-lön kan medföra en alltför stor potentiell förlust i form av en lägre vinst, då lönen trots allt är en bråkdel av den totala omsättningen och vinsten i företaget. Utifrån detta ser vi det som rimligt att de större bolagen generellt sett har en högre lönestruktur och större spridning än de mindre bolagen.

Detta stämmer överens med det förhållandet på svenska marknaden som presenterades i Svenskt Näringslivs undersökning, där en jämnt stigande lönekurva var tydligt observerbar tills det att bolagen närmade sig mer än 500 anställda, se figur 1. Därefter ökade den inbördes lönespridningen och skillnaderna i ersättning var stor, Enbart 10 % i undersökningen hade en lön över 160 000 kronor i månaden. För våra företag låg medellönen på cirka 1.2 miljoner kronor i månaden, vilket är kraftigt över medellönen i Svenskt Näringslivs undersökning. Detta påverkas av flera variabler, men vi ser den främsta faktorn som tidigare nämnts; själva storlekseffekten.

Det skall dock inte förringas att de största bolagen på Stockholmsbörsen är oerhört exportberoende och affärerna sker på ett internationellt plan. Flertalet av bolagen motiverar sin löneprissättning som en anpassning av internationella förhållanden, vilket vår koppling mellan fast lön och nettoomsättning (och företagsstorlek), även kan tolkas som. De större börsbolagen utsätts för ett stort medieuppbåd i Sverige, oftast med fokus på VD, varför en del av lönesättningen troligtvis bör vara kopplad till det ökade ansvar och offentlighet som de större bolagen kräver. Problemen med de ökade lönekostnaderna kan ses både enligt Fong (2009), som påvisar att hög VD-lön ger högre genomsnittslön i företaget, och som det aktuella fallet med Electrolux höjer detta den generella kostnaden för företaget. Även om kompetens erhålls genom en kompetent VD, måste det tas i beaktande att kostnadsposten inte enbart ökar med VD's lön utan även riskerar att höja det generella snittet i företaget.

6.2 Rörlig lön

Likt tidigare studier såsom Duru et al (1999), Agrawal (1991), Guy (2000) samt Kato et al (2004), har även vi funnit ett samband mellan VDR och prestationsmått på den svenska marknaden. Prestationsmättet som ger utslag i vår regressionsstudie är RO, ett mått som i tidigare empiriska studier även gett ett signifikant utslag. Sannolikhetsvärdet är under vårt generella krav på 0.1 (0.0175), vilket gör att vi har ett starkt signifikant samband. Regressionen påvisar även ett samband, om än svagare, med VDR och NO, där teststatistikan är 0.065. På grund av den ofullständiga datan väljer vi att inte dra alltför starka samband utifrån regressionsstudien. DW-värdet är

1.63, vilket är godkänt men vi utesluter fortfarande inte att siffrorna kan vara missvisande.

Tidigare empiriska undersökningar, såväl som lönesättningsteorier, påstår att ett ökat ekonomiskt incitament ger ett positivt avkall på vinsterna. Denna utveckling gäller framförallt de kortsiktiga incitamenten, då den rörliga bonusen baseras på förgående år. Ofta kan den maximala rörliga ersättningen endast uppgå till en viss procent av den fasta lönen, för att undvika alltför stora ersättningar, bör den rörliga lönen även ses som beroende av företagets storlek. Den gruppindelning som gjorts i 5.2 blir automatiskt påverkad av de största företagens lönenivåer i undersökningen, varför siffrorna över högst rörlig lön kan bli missvisande. Detta kan ses i vår gruppindelning efter högst värde i STOCK och högst värde i VDR.

Företagen med högst värde i STOCK ger marginellt högre VDR-värde. Dock ger en indelning efter högst VDR mycket sämre STOCK. Detta kan förklaras genom att ett högt värderat företag, relativt sett, har möjlighet att ge en högre fast lön och på så vis kan också den rörliga ersättningen potentiellt sett bli högre än i mindre bolag, då många VD's rörliga lön har en potentiell maxgräns som kan uppgå till exempelvis 30 % av den fasta lönen. Detta kan leda till att resultaten blir något missvisande och att de har en alltför stor påverkan av företagsstorleken.

De optionsbaserade ersättningarna ger enligt Wu & Tu (2006) ett större fokus på den långsiktiga utvecklingen och framförallt en nettoomsättningseffekt. Eftersom vi inte har optionsbaserad lön inkluderat, missar vi troligtvis en del av påverkan som finns mellan långsiktiga incitamentsprogram och nettoomsättningen. Vi ser inte heller någon möjlighet att mäta förändring i risktagande i samband med optionsbaserad ersättning likt Wu & Tu (2006), vilket gör att den positiva effekt som föreligger mellan rörlig ersättning och nettoomsättningen kan ha skett med såväl högre som lägre risk. Om incitamenten till risktagande är för höga för VD'n, kan en låg rörlig ersättning även vara indikator på att VD inte lyckats prestera. De kortsiktiga och långsiktiga incitamentsprogrammen ger därmed inget utfall då företaget misslyckats i sina affärsprojekt, och därmed utgår enbart fast lön som ersättning. Likaså kan den höga rörliga ersättningen vara skapad av alltför kortsiktiga beslut, som vid en studie av optionsprogrammen, kunnat konstateras i minskade optionsvärden.

Den rörliga ersättningen är som tidigare nämnt påverkad av hur företaget utvecklas vinstmässigt och är framförallt ett kortsiktigt incitament jämfört med optionsbaserad, som oftast löper över flera år innan möjlighet till avkastning ges. Som tidigare nämnts kan risktagandet vid optionsbaserad ersättning öka, men även påverkas av de kortsiktiga rörliga ersättningarna som baseras på årsbasis. Trots att den rörliga lönen visar ett samband mellan högre aktiekurs och högre lönsamhet, kan besparingarna vara gjorda med hjälp av nedskärning av kostnader såsom forskning och utveckling, som på sikt gett bättre avkastning än den kortsiktiga kostnadsbesparingen gjort. Då nedskärningar inte alltid främjar företagets långa utveckling går det därmed delvis i stäv mot de långsiktiga optionsprogrammen. Hade vi haft möjlighet att inkludera de långsiktiga incitamentsprogrammen hade förklaringsgraden för även den kortsiktiga rörliga ersättningen fått en högre förklaringsgrad, där vi nu måste ta eventuellt missad information i beaktande när vi drar paralleller.

Den rörliga ersättningen är högt relaterad till marknadsläget och vid en lågkonjunktur reagerar aktiekursen direkt. Likaså är lönsamheten starkt påverkad av konjunkturläget och företagets lönsamhet återspeglas väldigt snabbt i aktiekursen. Att just den rörliga ersättningen har en stark koppling till aktiekursen är självklart, detta då den rörliga ersättningen oftast är baserad efter överprestering på aktiemarknaden eller viss uppfyllt lönsamhet. Detta samband kan ses i gruppundersökningen i 5.2, där indelningen efter RE tyder på markant högre aktiekurs och en mycket högre rörlig ersättning. En indelning efter högst aktiekurs ger även en skillnad i lönsamhet där högst aktiekurs har mycket högre RO, dock en marginell skillnad i rörlig lön.

Vad vi dock inte tar hänsyn till är de makroförhållanden som påverkar såväl lönsamhet som aktiemarknaden, vilka i sig medför att rörlig ersättning kommer att vara väldigt låg i en lågkonjunktur, oavsett om bolaget gått mycket bättre än konkurrenterna. Det är väldigt svårt att genomföra en löneprissättning som ger relativ avkastning jämfört med hur pass mycket bättre företaget utvecklas i förhållande till dess konkurrenter.

En anledning till ett relativt lågt utfall för den rörliga ersättningen består i företagets redovisning, då det i flertal fall förekommit chefer som frivilligt minskat sin rörliga

ersättning till förmån för en ökad framtida pension. Då vi inte tagit hänsyn till pension i vår undersökning kan det i vissa fall resultera i lägre rörlig ersättning än vad det i verkliga fallet var.

6.3 Totalersättning

Det enda signifikant uppmätbara sambandet i vår regressionsstudie är mellan VDT och NO. Detta sker till ett värde under signifikansnivån 0.1, och med en relativ hög förklaringsgrad, 0.78. Vid en ökning av NO med 1 % blir det en positiv påverkan av VDT med 0.34 %. Durbin-Watson är 1.54, förklaringsgraden 0.78, vilket vi finner acceptabelt för att kunna dra samband. Sambanden är rimliga om vi studerar trenden i VDF/VDR, då de båda variablerna har ett uppmätbart samband med NO. Vi anser att storlekseffekten som tidigare förklarats, även råder för den totala ersättningen, vilket även påvisas i 5.2 vid indelning efter VDT. Såväl börsvärde som nettoomsättning är högre i Grupp 1 med högst totalersättning (101 miljarder kronor Vs 82 miljarder kronor), respektive (92 miljarder kronor Vs 40 miljarder kronor), vilket är likstämmt med tidigare samband.

6.4 Genomsnittlig styrelseersättning

Tidigare empiriska undersökningar har inte försökt koppla företagsprestation till styrelseersättning. Istället är det maktförhållanden och aktieinnehavet som tas upp som relevanta faktorer, varför vi inte haft några förväntningar på utslag utöver eventuella storlekseffekter i vår regressionsstudie. Vi får inte fram några siffror som tyder på signifikans för några samband, samtidigt som Durbin-Watson-statistikan med stor risk tyder på autokorrelation i vår data. Därmed drar vi inga slutsatser av regressionsresultaten med STYR som beroende variabel.

Det skall dock nämnas att vi sett en trend, framförallt i de större bolagen och de med en högre grad av internationell exponering, till att ha en högre ersättning till styrelsen, både sett per styrelsemedlem och det totala utlägget för styrelsen. Enligt 5.2, där högst gruppindelningen är gjord efter högst/lägst STYR, är trenden tydlig mot en avsevärt högre storlek och nettoomsättning i Grupp 1. Som i tidigare fall tyder siffrorna på en

storlekseffekt, då även aktiekursen, som generellt sett varit lägre i de största bolagen, även har presterat sämre i Grupp 1. Vi anser det rimligt att de största företagen kan ge högre ersättning även för styrelsen, och de samband vi fått bekräftat, var därför inte helt oväntade. Detta förklarar dock inte något om styrelsen har en effekt på företagsprestationen eller ej. Styrelsens uppgift är snarare att kontrollera och se till att den operativa ledningen tar rätt beslut, varför det är svårt att se huruvida deras ersättning påverkar företags utveckling i någon större utsträckning. Däremot är det möjligt att observera om styrelsen misskött sina förpliktelser, däribland det aktuella fallet med HQ, där styrelsen nu riskerar att tvingas betala skadestånd utöver sitt intjänade arvode.

6.5 Gruppindelning

I gruppindelningen gällande extrempresterare är det viktigt att ha i beaktande att urvalet består av ett färre antal bolag, samtliga bland de större på börsen med varierande branschriktning, varför resultaten inte kan ses som alltför starka riktlinjer. Trenderna är däremot intressanta och låter oss koppla samman tidigare empirisk forskning med svenska marknadsförhållanden, då våra regressionsstudier inte täcker in allt.

Studien visar att hög fast lön tenderar att ge mycket sämre aktieutveckling, lönsamhet och nettoomsättningsutveckling. Detta är troligtvis orsakat av de större bolagen som Grupp 1 består av, då giganter på börsen såsom Telia och Ericsson har haft en väldigt dyster utveckling sedan IT-bubblans bristning 2001. Till skillnad från vår regressionsstudie, tar gruppindelningen inte hänsyn till att de större bolagen påverkar studien mer än de mindre och makropåverkan tas inte heller i beaktande. Urvalet är även så pass litet att enbart ett par bolag i vardera grupp kan påverka det slutliga resultatet i stor utsträckning.

De bolag som presterat bäst på börsen (Grupp 1, indelning efter aktiekurs), har en högre rörlig ersättning än de sämst presterande företagen, Grupp 2. Detta samband går att finna i tidigare empiriska undersökningar, som ser ett positivt samband mellan rörlig ersättning och aktiekurs (Mandelkar: 1991, Guy: 2000, Kato & Kubo: 2004 och Zhou: 2000). Skillnaden mellan Grupp 1 och Grupp 2 är dock inte stor, och knappa

100 000 kronor skiljer i rörlig lön. När gruppindelningen sker efter högst/lägst rörlig lön, visar det sig dock att de med högst rörlig ersättning inte presterar bäst, utan markant sämre. Storleken för de med högst lön är dock mindre än de med lägre rörlig lön, varför eventuella samband mellan storlekseffekten på avkastning blir svårare att dra.

Omsättningen har en tydlig påverkan på storleken, där Grupp 1 med högst nettoomsättning även har ett genomsnittligt företagsvärde på 160 miljarder, kontra Grupp 2 med 45 miljarder. Storlekseffekten här spelar troligtvis även roll då samtliga prestationsmått är lägre för de med lägst ersättning jämfört med den högsta. Likaså tenderar såväl fast som rörlig lön vara större i dessa företag.

Som tidigare nämnts är såväl bransch som omvärldsförhållanden starkt påverkade av börsutvecklingen, varför vi inte kan utdöma företag som undermåligt skötta enbart på grund av att aktiekursen presterat dåligt. Flertalet rapporter beskriver större företag som mer svårskötta och en generellt lägre lönsamhets- och tillväxtnivå, varför svagare aktieprestering därmed är generellt förekommande. Risken i de mindre bolagen behandlas dock inte, varför det är osäkert huruvida avkastningen i mindre bolag ligger till grund av en riskablare affärsstrategi eller ej.

7 Slutsats

Kapitlet slutsats beskriver de resultat vi kommit fram till.

Våra resultat visar på att samband mellan lön och prestation existerar på den svenska marknaden. Resultaten är svaga men fortfarande uppmätbara. Däremot finner vi inte samband med samtliga testade variabler.

I likhet med tidigare empirisk forskning är sambandet mellan omsättning och lön uppmätbart och positivt. Fast, rörlig och total lön har alla ett positivt samband med nettoomsättningen. Det enda mått som ger utslag är vårt lönsamhetsmått, RE, vilket är positivt korrelerat med den rörliga ersättningen.

Det finns en tydligt observerbar trend som påvisar att större företag både kan och faktiskt ger högre ersättning till de verkställande direktörerna. Detta är i linje med vad teori inom ämnet säger, och är i det närmaste vedertaget artiklarna emellan. Sambanden mellan hög lön och högt företagsvärde som tidigare uppmätts på utländska marknader, går alltså att observera även på den svenska marknaden. Detta kan vi även grunda i kopplingen till nettoomsättning från regressionsstudien och analysen av vår gruppindelning i 5.2. Denna slutsats är i sig väldigt rimlig; som ansvarig för hela koncernen bör du även få högre ersättning än om du enbart ansvarar för en liten avdelning inom företaget. Likaså går trenden att observera för styrelseersättning i gruppindelningen och vid den ytligare studien, att ersättningen tenderar att vara högre i större bolag.

Sambanden mellan nettoomsättning och en ökad såväl fast som rörlig lön är dock tvetydiga. Enbart omsättningsökningen påvisar inte att ett företag är lönsamt, och prestationsbaserad ersättning kan därmed inte enbart baseras på en försäljningsökning. Den rörliga lönen ger i regressionsstudien ett positivt samband med lönsamheten i företaget, vilket tillsammans med en omsättningsökning skapar ett faktiskt mervärde.

Vi finner inga samband mellan den fasta lönen och företagets lönsamhet, varför en ökad fast lön på grund av högre försäljning inte kan förklara att ersättningen är prestationsbaserad. Om den fasta lönen är hög från början kan en eventuell positiv aspekt finnas i att VD'n känner ett större ansvar och skyldighet att prestera, vilket i sådana fall borde motverka eventuell agentproblematik.

Den rörliga lönen är svår att tolka, framförallt då den är beroende av den fasta lönen i många fall. Ett större företag kan ge högre rörlig lön, då den rörliga lönen får utgöra en maximal procentsats av den fasta lönen, ofta i storleken om 30 %. Då större företag har ett påvisat samband med hög fast ersättning, blir den rörliga lönen indirekt kopplad även till företagsstorlek och den fasta ersättningen. Likaså bör ett samband mellan lönsamhet och aktiekurs föreligga från början, då ingen rörlig ersättning utgår om företaget presterar dåligt.

Att avgöra huruvida en hög ersättning är korrelerad med ett lönsamt och välpresterande företag är därmed svårt att avgöra. Den rörliga lönen har förvisso tendenser att förklara såväl ett positivt samband mellan en försäljningsökning och högre lönsamhet. Den rörliga delen utgör oftast en mindre del av ersättningen, där den fasta lönedelen huvudsakligen utgör majoriteten av totallönen. Den fasta lönen påvisar inte i regressionsstudien en förbättrad lönsamhet, vilket inte heller den ytliga jämförelsen eller gruppindelningen gjort. Vi konstaterar därmed att inte något uppmätbart samband mellan fast lön och företagsprestation uppnåtts.

Även om Steven Jobs har varit väldigt betydelsefull för Apple och fått en ersättning (optionsbaserad) därefter, kan det lätt slå fel då merparten av alla bolag inte har nyckelpersoner som förtjänar ersättningar i samma paritet. Pressas lönerna upp mot den övre percentilen bör lönerna även närma sig och passera marginalnyttan för vad en individ kan tillföra företaget. Samtidigt ställs frågan om rimligheten i de allt mer ökande ersättningarna i de största börsbolagen, även i de många fall bolagen inte presterar nämnvärt bra. Även om hög kompetens kan förvärvas via en kompetent VD, blir bieffekterna i många fall negativa som för Electrolux; den totala kostnadsbasen påverkas då övriga anställda även vill ha en större del av kakan.

Förvisso säger agentteorin och lönesättningsteorier att ekonomiska incitament påverkar såväl den vanlige anställda som högste verkställande direktör mot bättre prestationer. Samtidigt kan frågan ställas; är det rimligt att ge extra ersättning enbart för att den verkställande direktören lyckats undgå en konkurs och uppnått positiva resultat, vilket faktiskt varit arbetets mål från början?

Den enda säkra slutsats vi drar är att ett större företag ger högre ersättning till sin verkställande direktör. Urvalet har varit begränsat till enbart de största bolagen på börsen med helt skilda marknadsinriktningar, vilket bör påverka våra resultat i stor utsträckning. Den rörliga ersättningen och prestationsmåttan ger visserligen utslag för ett positivt samband, men är inte tillräckligt säkra för att vi ska dra en parallell mellan rörlig ersättning och överpresterande bolag i sin helhet.

7.1 Förslag till framtida forskning

Vi har i denna uppsats valt att exkludera optionsprogram i vår undersökning, då värderingen och härledning av ersättningen till olika år är en väldigt komplicerad process. För vidare forskning i ämnet vore ytterligare en dimension i form av optionsvärdering och inkluderande av samtliga löneposter för den verkställande direktören väldigt intressant.

Lönenivåer och dess påverkan på företagets prestation är relativt omtalat i utlandet, men grundligare studier på den svenska marknaden är avsaknade. Det är i framförallt U.S.A. som stora databaser över lönestatistik finns samlat, på övriga marknader är det främst informationstillgången som skapar problem i eventuella framtida forskning.

Vi har under arbetets gång märkt att redovisningsprinciperna inte alltid varit tillfredställande, varför löneinformation alltför långt tillbaka i tiden är problematiskt att få tillgång till. Då regressioner gällande löner enbart ger en observation per år krävs det en tidshorisont som är väldigt lång för att få säkra sambandsresultat. Likaså består urvalet från framförallt de amerikanska undersökningarna av 100 bolag och uppåt, vilket gör att effekter är enklare att påvisa. En längre tidshorisont och större

urval av bolag vore därmed intressant på den svenska marknaden, förutsatt att informationshämtandet var möjligt att lösa från annat håll än årsrapporter.

Ytterligare en aspekt är styrelsens påverkan på koncernledningen. Vi har i detta arbete försökt att som en extra parameter inkludera styrelsens genomsnittsansättning till företagets prestation, vilket dock inte gav något utslag. Ett ökat fokus på samtliga styrelsemedlemmar, där styrelseordförandes lönepost och genomsnittslön för övriga styrelsen kunde analyserats. Ägarförhållandena är likaså väldigt intressanta och påverkar indirekt styrelseuppsättningen, då ägarna är de som väljer ut styrelsen. Är det en majoritetsägare i företaget eller är ägarna splittrade? Maktförhållandena har visat ett tydligt samband med hur hög ersättning VD har erhållit, där splittrade bolag tenderar att ha en allt mer ökande lönekurva för högsta ledningen.

8 Källförteckning

8.1 Tryckta källor

Alvesson, M & Sveningsson, S. "*Organisationer, ledning och processer*". Lund: Studentlitteratur. 2007

Jakobsen, D. I. (2002), "Vad, Hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen"

Westerlund, Joakim, 2005. "Introduktion till Ekonometri": 115-116

8.2 Publicerade källor

Agrawal, A., Makhija, A. K. & Mandelkar, G. N. (1991). "Executive Compensation and Corporate Performance in Electric and Gas Utilities" *Financial Management* (Vinter): 113-124

Ang, James., Lauterbach, Beni., & Schreiber Ben Z. (2000) "Pay at the executive suite: How do US banks compensate their top management teams?" *Journal of Banking & Finance*, Nr. 26 s. 1143-1163

Bulan, Laarni., Sanyal, Paroma. & Yan, Zhipeng. (2010), "A few bad apples: An analysis of CEO performance pay and firm productivity", *Journal of Economics and Business*, Nr. 62, s. 273-306

Clayton, Matthew C. & Hartzell, Jay C. (2005), "CEO Turnover on Equity Volatility", *The Journal of Business*, Vol. 78, Nr. 5, s. 1779-1808

Besanko, David., Dranove, David., Shanley, Mark. & Schaefer, Scott. (2010), "Agency and Coordination", *Economics of Strategy*, s.73-76

- Duru, Augustine I. & Iyengar, Raghavan J. (1999) "Linking CEO Pay to Firm Performance: Empirical Evidence from the Electric Utility Industry", *Managerial Finance*, Vol. 25, Nr. 9, s. 21-33
- Eichholtz, Piet M. A., Kok, Nils & Otten, Roger. (2008) "Executive Compensation in UK Property Companies", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Nr. 36. s. 405-426
- Fong, Eric A. (2010) "CEO pay fairness as a predictor of stakeholder management", *Journal of Business Research*, Vol. 63, s. 404-410
- Frey, Bruno S., Kucher, Marcel. (1999), "Managerial Power and Compensation", *Institute for Empirical Research in Economics University of Zurich*, Working Paper No. 28 s. 1-10
- Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2005), "On REIT CEO compensation: Does board structure matter?", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Nr. 30. s. 397-428
- Guy, Frederick. (2000), "CEO Pay, Shareholder Returns, and Accounting Profits", *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 7, Nr. 3, s. 263-274
- Hambrick, D. C. & Finkelstein, S. (1995) "The effects of ownership structure on conditions at the top: the case of CEO pay rising", *Strategic Management Journal*, Nr. 16 s. 175-193
- Hanley, Caroline. (2010), "Investigating the organizational sources of high-wage earnings growth and rising inequality", *Social Science Research*, Nr. 4 s. 902-916
- Haynes, Rachel M., Schaefer, Scott. (2008), "CEO pay and the Lake Wobegon Effect", *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, s. 280-290
- Hirschey, M. och Pappas, J. L. (1981) "Regulatory and Life Cycle Influences on Managerial Incentives." *Southern Economic Journal*, juli, s. 327-334

- Izan, H. Y., Sidhu, Baljit. & Taylor, Stephen. (1998) "Does CEO Pay Reflect Performance? Some Australian Evidence", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 6, Nr. 1, s. 39-47
- Kato, Takao. & Kubo, Katsuyuki. (2004), "CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual pay", *Journal of the Japanese and International Economics*, Nr. 20, s. 1-19
- Katz, Eliakim., Handy, Femida. (1998), " The Wage Differential between Nonprofit Institutions and Corporations: Getting More by Paying Less", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 26 s. 246-261
- Knapp, M. (1992) "Factors that Audit Committee Members Use As Surrogates for Audit quality" *Auditing: A Journal of Practice & Theory* Vol. 10, No. 1
- Kruger, Justin. (1999) "Lake Wobegon Be Gone! The "Below-Average Effekt" and the Egocentric Nature of Comparative Ability Judgements", *American Psychological Association* Vol. 77, Nr. 2, s. 221-232
- Lawrence, S. Tai, (2003). "Firm Size, Performance and CEO Pay: Evidence from a Group of American Quality Companies" *Total Quality Management*, Vol. 15, Nr. 1, s. 35-42
- Lazear, Edward P. & Rosen, Sherwin. (1979) "Rank-order tournaments as optimum labor contracts", *NBER Working Paper Series*, Nr. 401
- McGuire, Jean., Matta, Elie. (2003), "CEO Stock Options: The Silent Dimension of Ownership", *The Academy of Management Journal*, Vol. 46, Nr. 2, s. 255-265
- Sawicki, Julia & Finn, Frank. (2002) "*Smart Money and Small Funds*", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, s. 825-847

Shen, Wei., Gentry, Richard J. & Tosi Jr, Henry L. (2010) "The impact of pay on CEO turnover: A test of two perspectives", *Journal of Business Research*, Vol. 63, s. 731

Zhou, Xianming. (2000) "CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada", *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 33, No. 1, s. 213-251

Wu, Jianfeng. & Tu, Rungting. 2006, "CEO stock option pay and R&D spending: a behavioral agency explanation", *Journal of Business Research*, Vol. 60 s. 482-492

8.3 Elektroniska källor, kontrollerade 2011-05-30 18:00

Affärsvärlden, "Chefen som tjänade en halv miljard ifjol"
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article3173970.ece>

Aktiespararna, "Nyckeltal"
<http://www.aktiespararna.se/ungaaktiesparare/Utbildning/Aktieanalys/Nyckeltal/>

Aktiesite, "Förklaringsgrad"
<http://www.aktiesite.se/Statistik/Regression/forklaringsgrad.htm>

Aktiesite, "Multipel regression"
http://www.aktiesite.se/Statistik/Regression/multipel_regression.htm

BBC, "US votes to curb excess bonuses"
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/8177737.stm>

CFO, "Too Big to Succeed?"
http://www.cfo.com/article.cfm/14572986/1/c_2984328

Dagens Industri, "Vattenfallscheferna miljonfallskärmar KU-anmäls"
http://di.se/Default.aspx?pid=232012__ArticlePageProvider&epslanguage=sv

Dagens Industri, ”*HQ:s krav: 2,2 miljarder kronor*”

<http://di.se/Artiklar/2011/5/27/236894/hqbank2-HQ-publicerar-utkast-till-stamning/>

Dagens Industri, ”*USAs direktörlöner mot skyarna*”

<http://di.se/Artiklar/2011/5/9/235196/USAs-direktorsloner-mot-skyarna/>

Dictionary, ”*Correlation*”

<http://dictionary.reference.com/browse/correlation>

Engineering-Quality, ”*Antagande om oberoende mätvärden*”

[http://www.engineering-](http://www.engineering-quality.com/Processtyrning/Grundantaganden/Autokorrelation)

[quality.com/Processtyrning/Grundantaganden/Autokorrelation](http://www.engineering-quality.com/Processtyrning/Grundantaganden/Autokorrelation)

Expowera, ”*Arvoden/ersättning*”

http://www.expowera.se/mentor/foretaget/styrelsearbete_arvode.htm

Financial Times, ”*Big buy-out firms poor performers*”

<http://www.ft.com/cms/s/0/c1d449fc-2012-11e0-a6fb-00144feab49a.html#>

Investopedia, ”*Market Capitalization*”

<http://www.investopedia.com/terms/n/netincome.asp>

Investopedia, ”*Yearly Rate Of Return Method*”

<http://www.investopedia.com/terms/y/yearly-rate-of-return-method.asp>

Ledarna, ”*Chefen tjänar 36 500 kronor i månaden*”

http://www.ledarna.se/web/showpage.do?path=%2Fopennews%2FPressmeddelanden_2011%2Fpm_110406

Ledarna, ”*Chefers rörliga lönedelar 2009*”

https://www.ledarna.se/web/open/fileStream?path=/Ledarna/content/about/rapporter/chefsfakta_/chefsfakta_loner/led:attachments/Rorliga_lonedelar.pdf

Läraryrket, ”Fast lön”

<http://www.lararforbundet.se/web/utbildning/uppslagstat.nsf/Documents/0046109F?OpenDocument>

Regeringen, ”Riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i företag med statligt ägande”

<http://www.regeringen.se/sb/d/11346/a/124788>

Riksbanken, ”Valutakurser”

<http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=15867>

Svenska Dagbladet, ”Aktiespararna vill slopa rörliga VD löner”

http://www.svd.se/naringsliv/aktiespararna-vill-slopa-rorliga-vd-loner_5922471.svd

Svenska Dagbladet, ”Apple chefen sjukskriver sig”

http://www.svd.se/naringsliv/apple-chefen-sjukskriver-sig_5871279.svd

Svenska Dagbladet, ”Bankstödsgarantin lockar inte Handelsbanken”:

http://www.svd.se/naringsliv/bankstodsgarantin-lockar-inte-handelsbanken_1914785.svd

Svenskt Näringsliv, ”VD-löner 2010”

http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00026/VD_l_ner_2010_26691a.pdf

The Telegraph, ”GM, Ford and Chrysler chiefs criticised for taking jets to bail out hearing”

<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/transport/3488202/GM-Ford-and-Chrysler-chiefs-criticised-for-taking-jets-to-bail-out-hearing.html>

Vattenfall, ”Riktlinjer för ersättningar”

<http://www.vattenfall.se/sv/riktlinjer-for-ersattningar.htm>

Yale Law, "Are U.S. CEOs Overpaid? Or How big a problem is U.S. corporate governance?"

<http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/KaplanAreUSCEOsOverpaid.pdf>

Yahoo, "Apple Inc, aktieinformation"

<http://finance.yahoo.com/q?s=AAPL>

8.4 Lagar och förordningar

Förordning (2008:819) om statliga garantier till banker m.fl.; 9 §

Näringsdepartementet (2009) "Riktlinjer för ledande befattningshavare i företag med statligt ägande",

Sveriges Rikes Lag (2009), Aktiebolagslag (2005:551) kap. 8 § 4

8.5 Årsrapporter

ABB

Alfa Laval

Assa Abloy

Astra Zeneca

Atlas Copco

Boliden

Electrolux

Ericsson

Getinge

H & M

Handelsbanken

Investor

Lundin Petroleum

MTG

Nordea

Nokia

Sandvik
SCA
SCANIA
SEB
Securitas
Skanska
SKF
SSAB
Swedbank
Swedish Match
Tele2
Telia
Volvo

9 Bilagor

9.1 Bilaga 1 Gruppindelning

Samtliga företag har rangordnats efter högst till lägst värde inom varje kategori, därefter grupperats med in där de 10 företag med högst värde placeras i Grupp 1, de 10 företagen med lägst värde placeras i Grupp 2. Ett genomsnitt för samtliga bolag inom vardera grupp räknas därefter ut och ger en summa för genomsnittlig fast lön, aktiekursutveckling etc. för åren 2000-2010.

FAST	Fast (kr)	Rörlig (kr)	Total (kr)	Aktiekurs (%)	Styrelse (kr)	Storlek (mkr)	Nettoomsättning (mkr)	NOF	RE
GRUPP 1	10401864	4370504	14710636	11.2	749122	113020	100750	5.7	23.2
GRUPP 2	5734244	2540393	8286160	23.3	525493	61830	39901	12.1	31.2
RÖRLIG	Fast (kr)	Rörlig (kr)	Total (kr)	Aktiekurs (%)	Styrelse (kr)	Storlek (mdrkr)	Nettoomsättning (mkr)	NOF	RE
GRUPP 1	9279815	5436416	14654499	13.1	714377	93405	73159	5.5	26.3
GRUPP 2	6682993	1318091	7984807	19.2	610794	120636	85344	15.8	30.3
TOTAL	Fast (kr)	Rörlig (kr)	Total (kr)	Aktiekurs (%)	Styrelse (kr)	Storlek (mdrkr)	Nettoomsättning (mkr)	NOF	RE
GRUPP 1	10017207	5296662	15252138	13	729043	101641	91600	5.1	23.2
GRUPP 2	5955820	1467914	7407457	22.3	602309	82326	39913	11.5	28.5
AKTIE	Fast (kr)	Rörlig (kr)	Total (kr)	Aktiekurs (%)	Styrelse (kr)	Storlek (mdrkr)	Nettoomsättning (mkr)	NOF	RE
GRUPP 1	7075544	3084096	10171162	27.8	430130	46895	45582	14.2	33.8
GRUPP 2	8892585	2928792	11804139	5.4	596834	129664	116153	15	20.6
STYRELSE	Fast (kr)	Rörlig (kr)	Total (kr)	Aktiekurs (%)	Styrelse (kr)	Storlek (mdrkr)	Nettoomsättning (mkr)	NOF	RE
GRUPP 1	8722381	2974950	11635598	11.1	951300	147569	102611	3	18.2
GRUPP 2	7556809	3946076	11486608	22	396540	35539	30873	13.8	32.3
STORLEK	Fast (kr)	Rörlig (kr)	Total (kr)	Aktiekurs (%)	Styrelse (kr)	Storlek (mdrkr)	Nettoomsättning (mkr)	NOF	RE
GRUPP 1	9095278	3182430	12215975	10.5	876130	184410	139024	14.8	22.8
GRUPP 2	7019540	3040386	10043649	24.2	422992	28831	35399	13.3	33.5
OMS	Fast (kr)	Rörlig (kr)	Total (kr)	Aktiekurs (%)	Styrelse (kr)	Storlek (mdrkr)	Nettoomsättning (mkr)	NOF	RE
GRUPP 1	9192627	3455799	12614495	10.6	821742	159781	151607	14.2	22
GRUPP 2	7034556	2831940	9850218	24.1	440816	45021	21245	13.7	30

	Fast (kr)	Rörlig (kr)	Total (kr)	Aktiekurs (%)	Styrelse (kr)	Storlek (mdrkr)	Nettoomsättning (mkr)	NOF	RE
OMSF									
GRUPP 1	7771373	2781182	10552554	21.6	486883	95501	87794	25	29.9
GRUPP 2	8685679	3230805	11854753	11	869747	114746	82807	1.6	19.5
RE									
GRUPP 1	7518098	4162463	11647590	22.7	622371	84888	57703	8.2	40.2
GRUPP 2	8151168	2249781	10383711	10.5	680335	134370	113273	19.6	14.6
MEDEL									
ALLA									
FÖRETAG	7914715	3256535	14011009	15.7	626034	95496	79364	11.5	26.3

9.2 Bilaga 2

Bilaga 2 består av det datamaterial vi använt för regressionen samt gruppindelningen. Tomma fält beror på tillgänglig information eller ej tillförlitliga siffror.

För kompletta siffror, v.g. kontakta författarna.