



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska Institutionen

FEKH95
Examensarbete Kandidatnivå

VT 2012

Verkställande direktörens ersättning

*-Inverkan på företagsprestation inom
industriverksamhet*

Författare:

Gustav Olsson
Fabian van Beirs
Fredrik Andersson

Handledare:

Maria Gårdängen

Abstrakt

Examensarbetets titel:	Verkställande direktörers ersättning, inverkan på företagsprestation inom industriverksamhet
Seminariedatum:	2012-05-31
Ämne/Kurs:	FEKH95, Examensarbete på kandidatnivå, finansiering, 15 högskolepoäng (15ECTS)
Författare:	Gustav Olsson, Fabian van Beirs, Fredrik Andersson
Handledare:	Maria Gårdängen
Nyckelord:	Verkställande direktör, ersättning, industriföretag, regressionsmodell, Sverige
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att behandla och analysera den totala ersättningen till VD inom industriverksamhetsbolag för åren 2001, 2005 och 2010 på OMX Large och Mid Cap och huruvida det finns ett signifikant samband mellan en hög ersättning och en stark företagsprestation.
Metod:	Metoden som används som i uppsatsen är deduktiv och utgår från en kvantitativ undersökning i form av en multipel regressionsanalys. Informationen har sammanställts i form av tvärsnittsdata för de olika årtalen.
Teoretiska perspektiv:	Författarna utgår främst från lönesättningsteorier angående "Principal-agent-problem", "Pay-for-performance", "Tournament theory" och "Corporate governance". Även tidigare empirisk forskning som granskar olika lönemått och prestationsvariabler i företag används.
Empiri:	Studien baseras på material från 29 svenska industriföretag noterade på NASDAQ OMX Large och Mid Cap och resultat från regressionsanalysen samt VD-ersättningens samband med diverse prestationsmått.
Slutsatser:	Resultaten visar på ett starkt signifikant samband mellan VD-ersättning och företagets börsvärde samt till viss del även dess nettoomsättning. Studien tyder även på ett svagare uppmätbart samband mellan VD:s rörliga ersättning och lönsamheten.

Abstract

- Title:** Chief Executive Officer remuneration, impact on business performance in the industrial activity
- Seminar date:** 2012-05-31
- Course:** FEKH95, Degree Project, Corporate Finance, 15 credits (15ECTS)
- Authors:** Gustav Olsson, Fabian van Beirs, Fredrik Andersson
- Advisor:** Maria Gårdängen
- Keywords:** Chief Executive Officer, compensation, industrial companies, regression analysis, Sweden
- Purpose:** The purpose of this study is to examine and analyze the total remuneration to the CEO of an industrial business company for the years 2001, 2005 and 2010 on the OMX Large and Mid Cap and whether there is a significant correlation between high compensation and strong corporate performance.
- Methodology:** The method used in this study is deductive and based on a quantitative survey in the form of a multiple regression analysis. The collection of information consists of cross-section data for the studied years.
- Theoretical Perspectives:** The authors have based the theory primarily on wage determination theories regarding principal-agent problems, "Pay-for-performance", "tournament theory", "corporate governance", and previous empirical research that examines the differences of wage measurement and performance variables in firms.
- Empirical foundation:** The study is based on material from 29 Swedish industrial companies listed on NASDAQ OMX Large and Mid Cap, results from the regression analysis, as well as CEO compensation related to various performance measures.
- Conclusions:** The results show a strong significant relationship between CEO compensation and the company's market capitalization, and to some extent, its net sales. The study also shows a weaker relationship between CEO variable compensation and profitability.

Innehållsförteckning

1 Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Problematisering	8
1.3 Frågeställning.....	9
1.4 Syfte.....	10
1.5 Avgränsningar	10
1.6 Målgrupp	11
1.7 Disposition.....	11
2 Litteratur	13
2.1 VD-lön och företagsprestation.....	13
2.2 Agentteorin	15
2.3 Lönesättnings teori.....	16
2.3.1 Tournament theory	16
2.3.2 Pay-for-performance (resultatbaserad/rörlig lön)	17
2.3.3 Lake Wobegon-effekten.....	18
2.4 Storlek.....	18
2.5 Effekter av VD-byte.....	19
3 Praktisk referensram	20
3.1 Ersättnings innehåll.....	20
3.1.1 Fast lön.....	21
3.1.2 Rörlig lön.....	21
3.1.3 Övrig ersättning.....	22
3.1.4 Finansiella instrument/Långsiktiga incitament.....	22
3.2 Styrelseuppgifter och ersättning.....	22
3.3 Ersättningsstruktur och statistik i Sverige	23
4 Metod	26
4.1 Val av ämne	26
4.2 Val av ansats.....	26
4.3 Datainsamling	27
4.3.1 Val av data	27
4.3.1.1 Fast lön.....	28
4.3.1.2 Rörlig lön	28
4.3.1.3 Total lön.....	29
4.3.2 Val av mätmått	29
4.3.2.2 Börsvärde	29
4.3.2.3 Lönsamhet.....	29
4.3.2.4 Nettoomsättning.....	30
4.4 Urval.....	30
4.5 Källkritik.....	30
4.5.1 Kritik mot vald metod	30
4.5.2 Validitet	31
4.5.3 Reliabilitet.....	32
4.6 Multipel regressionsanalys med minsta-kvadratmetoden.....	33
4.6.1 Modellantaganden	34
4.6.2 Statistiska hypotesprövningar.....	36
5 Empiri	37
5.1 Regressionsmodellerna	37
6 Analys	44
6.1 Fast lön	44
6.2 Rörlig lön.....	46

6.3 Total lön.....	47
7 Slutsats	49
7.1 Slutsatser	49
7.2 Förslag till framtida forskning.....	50
8 Referenser.....	52
8.1 Artiklar och litterära verk	52
8.2 Elektroniska källor	55
8.3 Lagar och förordningar	57
9 Appendix.....	58
9.1 Bilaga 1	58
9.2 Bilaga 2	59
9.3 Bilaga 3.....	60
9.4 Bilaga 4	62
9.5 Bilaga 5	64
9.6 Bilaga 6	65

1 Inledning

1.1 Bakgrund

”Indeed, nothing is more important for a market economy than the structure of incentives for managers and investors. Unfortunately, the idea of market-based compensation is both remarkably alluring and deeply flawed. The result has been the creation of perhaps the largest and most pernicious bubble of all: a giant financial-incentive bubble” – Ett citat från Mihir Desai (Professor i ekonomi vid Harvard Business School och professor i juridik vid Harvard Law School) som anser att bonusprogrammen är viktiga men extremt bristfälliga (Harvard Business Review, 2012¹).

Debatten kring de höga ersättningarna som verkställande direktörer plockar ut varje månad och bonusprogrammets existens i svenska börsnoterade företag är ständigt aktuell men nu återigen ett ämne som upprör och omdiskuteras. I fotspåren av finanskrisen är det många som ställer sig frågande till hur flertalet privata men också statligt ägda företag kan ha helt absurda ersättningsavtal. Nonchalansen mot omvärlden har irriterat aktieägare men även allmänheten.

Samtliga storbanker i Sverige var efter finanskrisens bottenår mellan 2008-2009 tvingade att strypa eller ta bort de rörliga ersättningarna helt (SvD, 2009²). Varför kritik nu riktats från aktiespararna mot Handelsbanken, som enda storbank valt att höja styrelsearvodena för andra året i rad när de andra bankerna avvaktar. Nivåerna är nu inte ens i närheten av de andra bankerna och den senaste höjningen av arvoden var på 150 000 kr (DN, 2012³). På liknande sätt har även andra VD-ersättningar kritiserats, bland annat Investors VD Börje Ekholm, som enligt Svenska Dagbladets undersökning mottagit cirka 200 miljoner kronor mellan åren 2005-2010, trots att Investor presterat sämre än Stockholmsbörsen. Gunther Mårder, aktiespararna, anser att Investor borde vara mer öppna i sin kommunikation mot investerare och inte hemlighålla avtal med villkor som de facto är svåra att motivera (Aktiespararna,

¹ <http://hbr.org/2012/03/the-incentive-bubble/ar/1>

² http://www.svd.se/nyheter/inrikes/regeringen-stoppar-chefsbonusar_2637053.svd

³ <http://www.dn.se/ekonomi/kritik-mot-handelsbanken-efter-hojt-arvode>

2011⁴). I en rapport från facket ”Makteliten” som presenterades av LO:s ordförande Wanja Lundby-Wedin kritiserades de höga lönerna och de ökade klyftorna. Wanja sa; *”I spåren av den ekonomiska krisen ökar klyftorna runt om i Europa. Medan makteliten går igenom krisen i stort sett oskadd, tvingas vanligt folk försöka överleva trots krav på sänkningar av både löner och pensioner.”* Konstigt nog valde ändå de fackliga ägarna av Folksam att höja lönen till VD Anders Sundströms rejält, vilket kan anses förbryllande då Wanja Lundby-Wedin dessutom är styrelseordförande i Folksam (Dagens Industri, 2012⁵).

För tolfte året i rad presenterar Landsorganisationen (LO), sin studie där inkomstutvecklingen har undersökts i makteliten mellan åren 1950-2010. I ”Makteliten” inkluderas de ledande makthavarna i Sveriges 50 största bolag. Efter en tillfällig nedgång av lönerna under finanskrisen ökar inkomsterna igen och störst skillnad är det mellan VD-ersättningarna och en industriarbetarlön där glappet 2007 nådde en toppnotering; ersättningen var då 51 gånger högre för en verkställande direktör. Detta bör ställas i relation till år 1980 då ersättningen motsvarade 9,3 industrilöner. För att nå upp till samma inkomstnivå som näringslivets högsta chefer krävs ett helt arbetsliv, vilket motsvarar inom industrin 46 år i tjänst, från 19 års ålder ända fram tills pension. För de 50 bäst betalda inom näringslivet år 2010 låg genomsnittslönen på 14 miljoner kronor vilket många inte tycker är försvarbart (LO, 2012⁶). Företrädare för LO skriver i DN debatt att makteliten måste börja ta sitt ansvar för den orimliga inkomstutvecklingen, annars riskerar de sin legitimitet och sitt förtroende gentemot sin omgivning (DN, 2011⁷). En mycket omtalad händelse i sammanhanget var 2008 när finanskrisen var som värst, då valde cheferna för de tre största biltillverkarna i USA; GM, Ford och Chrysler att flyga varsin privatjet, när de var tvungna att söka hjälp hos kongressen för att undvika konkurs. Ett slag i ansiktet på skattebetalarna, säger Tom Schatz från Citizens against government waste (Realtid, 2008⁸). Några år senare når ersättningsnivåerna nya höjder och den bäst betalde VD:n i USA för tillfället är Tim Cook och med hans lön krossade han tvåan

⁴ <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Finns-ett-misstroende-mot-bolaget/>

⁵ Se referenslista

⁶ [http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/5F511D731C13C5DDC12579B3002CF5DB/\\$file/Makteliten2_2012.pdf](http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/5F511D731C13C5DDC12579B3002CF5DB/$file/Makteliten2_2012.pdf)

⁷ <http://www.dn.se/debatt/fredrik-reinfeldt-har-fel--inkomstskillnaderna-okar>

⁸ http://www.realtid.se/ArticlePages/200811/19/20081119153622_Realtid339/20081119153622_Realtid339.dbp.asp

på listan Larry Ellison med närmare två miljarder kronor och den totala betalda ersättningen på ett år slutade på svindlande 378 miljoner dollar (Dagens Industri, 2012⁹).

Kritiken mot verkställande direktörernas ersättningar bottnar för det mesta i att lönen anses vara för hög, relationen mellan lön och prestation är inkonkret och diffus eller att den rörliga delen av lönen har skänkt incitament till resultatmanipulation, men även i vissa fall, illegala handlingar (Söderström *et al.*, 2003). För att möta kritiken anställs lönekonsulter som genom lönestatistik försöker påpeka att ersättningen är legitim, utöver det används begreppet ”alignment of interest” som rättfärdigar ersättningen genom att ledningens intressen ligger i linje med ägarnas mål. Slutligen används mått, resultat och liknande som skälig indikation för att stödja ersättningen, emellertid undanhåller man den information som inte kan påvisa relevant samband (Wade *et al.*, 1997).

1.2 Problematisering

Det finns relativt mycket internationell forskning kring verkställande direktörers ersättning, men i Sverige är antalet studier och undersökningar färre av förklarliga skäl. Dock så berör de flesta som finns att tillgå både fast och rörlig samt huruvida och i vilken utsträckning ersättningen påverkas av olika förklaringsvariabler. Flertalet studier kan också påvisa att det finns samband mellan hög ersättning och företagets prestation. Då den svenska lönesättningen för VD allt mer börjar anamma en internationell standard, har vi för avsikt att undersöka om liknande anknytningar går att påvisa på de svenska industriföretagen där löneklyftorna är som störst.

Ett av skälen till de höga ersättningarna, som är viktigt att anmärka, är att det råder konkurrens om de mest kompetenta cheferna på marknaden. I och med attraktiva ersättningsprogram är chansen större att man kan behålla men även locka till sig nödvändig personal som är betydelsefull för företagets tillväxt och resultat (Söderström *et al.*, 2003). Med tiden har det dock även dykt upp studier som visar att hög ersättning har ett relativt svagt samband mellan VD-ersättning och prestation.

⁹ Se referenslista

Nordic Investor Services påvisar i sin undersökning att ersättning till verkställande direktör gör mycket lite utslag på aktieutvecklingen och faktum är att mer än vartannat bolag med incitamentsprogram faktiskt presterat sämre än deras konkurrenter, medan 61 procent av de bolagen noterade på Stockholmsbörsen som inte använder sig av bonusar har presterat över respektive branschindex (SVT, 2008¹⁰).

Johan Karlström, VD på Skanska tjänade under 2010 cirka 46 gånger mer än en genomsnittlig byggnadsarbetare och förvärvsinkomsten under beskattningsåret landade på runt 14,8 miljoner kronor (SvD, 2012¹¹). Författarna finner att undersökningar om sambanden mellan prestation och hög ersättning är mycket intressanta. Att Skanskas VD tjänar närmare 15 miljoner kronor om året kanske inte har någon relevans i sammanhanget om det faktiskt går att bevisa att denna är en beroende faktor till att skapa värde för företaget.

Efter genomförd undersökning av den litteratur som tillhandahålls i ämnet hittas inte någon svensk studie som utgår från Large och Mid Cap-listans industriföretag som behandlar vilka variabler som möjligtvis påverkar en verkställande direktörs ersättning. Vad som definieras som prestation eller vem som har inverkan på vad i ett företag är mycket svårt att sätta fingret på, samtidigt som marknaden och konjunkturcykler spelar en mycket stor roll i sammanhanget och är således inget som VD kan rå särskilt mycket över. Med detta som underlag utmynnar vi i vår frågeställning och uppsatsen ämnar besvara följande:

1.3 Frågeställning

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

¹⁰http://svt.se/2.81000/1.1080748/dyra_chefsbonusar_lonar_sig_inte&lid=aldreNyheter_1026193&lpos=rubrik_1080748

¹¹ http://www.svd.se/naringsliv/han-tjanade-46-ganger-mer-an-snittet_6789687.svd

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen ämnar behandla och analysera den totala ersättningen till VD inom industriverksamhetsbolag mellan åren 2000-2010 på OMX Large och Mid Cap och huruvida det finns ett signifikant samband mellan en hög ersättning och en stark företagsprestation.

Vidare bidra till ”Corporate Governance”-litteraturen genom att redogöra tänkbara orsaker till varför skillnaderna är som störst mellan industriarbetare, dess VD och företagsprestation. Samt att med hänsyn till tidigare forskning i ämnet lyfta fram relevanta härledningar om ersättnings inverkan.

1.5 Avgränsningar

Samtliga bolag som studeras i uppsatsen är Svenska industriföretag noterade på Stockholmbörsens NASDAQ OMX Large och Mid Cap-Lista och har hemvist i Sverige. Vi har valt att avgränsa oss där på grund av att den litteratur som finns att tillgå inom ämnet oftast påvisar större samband mellan hög lön och företagets ökande storlek, samt att skillnaderna är som störst inom den sektorn (LO, 2012¹²). Företagen omfattas av svensk kod för bolagsstyrning och dess riktlinjer för hur ersättning till VD skall utformas. Avgränsningarna görs på så sätt för att författarna anser då att undersökningen inkluderar alla de bolag som kan jämföras på samma grund. Med anledning av varierad redogörelse av incitamentsprogram och pensionsersättningar bortser vi ifrån dessa i undersökningen. Författarna har avsiktligt inte tagit hänsyn till ägarstrukturer, inflytande av styrelsemedlemmar etc., då vi anser att teorin blivit allt för invecklad. Vald tidsperiod som undersöks är åren 2000-2010, inom en period på elva år inkluderas vanligen ett eller flera VD-byten inom de flesta bolag och det anser författarna vara rimligt för studien, samtidigt som effekterna av en konjunkturcykel och eftersläpningar då inkluderas. Ur den här tidsperioden har tre nedslagspunkter valts ut för att analyseras närmare; 2001, 2005 och 2010. På grund av

¹²[http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/5F511D731C13C5DDC12579B3002CF5DB/\\$file/Makteliten2_2012.pdf](http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/5F511D731C13C5DDC12579B3002CF5DB/$file/Makteliten2_2012.pdf)

dessa avgränsningar är uppsatsens målsättning följaktligen inte att fastställa en heltäckande förklaringsmodell för VD-ersättningar.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen är framför allt lämpad för studenter och forskare med intresse för VD-ersättningar och corporate governance, men även andra studenter med förkunskaper inom företagsekonomi. Vidare hoppas författarna också att uppsatsen ska väcka särskilt intresse hos personer som är aktiva inom industribranschen.

1.7 Disposition

Avsnitt 1 – Inledning; I det inledande kapitlet introduceras ämnet med hjälp av bakgrund och tidsenliga inslag från media, problemdiskussion och syfte samt avgränsningar

Avsnitt 2 – Litteratur; I avsnitt två presenteras den teoretiska referensram som ligger till grund för analysen. Vidare granskas tidigare empiriska studier och avsnittet underbygger för insamlingen av data samt övriga avsnitt.

Avsnitt 3 – Praktisk referensram; Här redogörs den praktiska bakgrunden med statistik för lönenivåer och en genomgång av VD-ersättningens uppbyggnad samt den indelning som gjorts i studien men även styrelsens primära uppgifter och skyldigheter.

Avsnitt 4 – Metod; Här beskrivs den metod och arbetsgång vi valt att arbeta utifrån, insamling och sammanställning av data och upplägg för den kritiska studien samt tillämpning av tidigare teori och empiri.

Avsnitt 5 – Empiri; Här presenteras det insamlade empiriska material med 29 svenska industriföretag noterade på NASDAQ OMX Large och Mid Cap och resultat från regressionsanalysen samt VD-ersättningens samband med diverse prestationsmått.

Avsnitt 6 – Analys; I det här avsnittet diskuteras och analyseras resultaten tillsammans med teori och tidigare empiriska studier, vilket också ligger till grund för slutsatsen.

Avsnitt 7 – Slutsats; I det sista och avslutande kapitlet presenteras slutsatserna av resultaten och framförallt inom industriföretag, där de diskuteras öppet utifrån vår synvinkel, vidare ges slutligen förslag till forskning i framtiden.

2 Litteratur

Författarna utgår främst från lönesättningsteorier angående principal-agent-problem, "Pay-for-performance", "Tournament theory" och "corporate governance". Samt tidigare empirisk forskning som granskar olika lönemått och prestationsvariabler i företag.

2.1 VD-lön och företagsprestation

I en undersökning utav Duru & Iyengar (1999, 21), på 225 årliga företagsobservationer, fann de en positiv signifikans mellan förändring i ersättning till verkställande direktören och förändringen i företagets prestationer. Studien undersökte total ersättning och bestod av, fast lön, bonus, långsiktig ersättning och optionsprogram. I analysen upptäcktes tydligast kopplingar mellan rörlig ersättning och aktieavkastning samt relationen mellan optionsprogram och omsättningsförändring (Ibid, 23). Liknande observationer och slutsatser har även gjorts på den nordamerikanska, brittiska och den japanska marknaden av Kato & Kubo (2006), Guy (2000), Zhou (2000) och Agrawal, Makhija & Mandelkar (1991) där samtliga fann en positiv signifikant anknytning mellan just ersättning och aktiepris.

I tidigare studier har samband funnits, om än med en svagare signifikant anknytning, men med en låg korrelationen angående kontant ersättning och ökad nettoförsäljning (Hambrick & Finkelstein, 1995). Där andra studier lyckats hitta samband mellan VD-ersättning och företagets prestation finns det studier som inte funnit någon signifikant anknytning över huvud taget och ett bra exempel på det är en undersökning av den australienska marknaden av Izan, Sidhu & Taylor (1998). Förklaringen ligger till stor del i att det förekom störningar på marknaden på grund av att datamaterialet är betydligt mindre från ett mer avgränsat tidsintervall i jämförelse med till exempel den nordamerikanska marknaden (Ibid, 44). Lawrence (2004) kan inte heller i sin studie påvisa någon signifikant relation mellan VD-ersättning och prestation, något som

klargörs med att aktiepriset påverkas av många andra faktorer förutom verkställande direktören och gör det därför mer komplicerat att mäta (Ibid).

En hög ersättning menar Duru & Iyengar (1999, 21) ligger i paritet med en hög prestationsförmåga, vilket innebär att verkställande direktörer och andra högt uppsatta chefer som besitter egenskaperna för att få företaget att prestera bättre därmed rättfärdigar en hög ersättning. Agrawal *et al.* (1991) menar i sin studie att det förekommer en klar koppling mellan VD-ersättning och en förbättring av företagets prestation, bland annat av ökad aktiekurs samt stigande lönsamhet. Studien har sin utgångspunkt i förändring av compensationen och har använt sig av total ersättning till verkställande direktör, i detta fall även inräknat optioner och aktier. Viktigt att notera är att inte endast koncentrera sig på ökat företags värde eller stigande omsättning, snarare fokusera på företagets lönsamhet. Även fast det existerar en positiv anknytning mellan ersättning och omsättning innebär det inte oavkortat en positiv inverkan på företaget (Ibid, 123).

En mycket intressant studie har gjorts av Wu & Tu (2006) där de högst uppsatta företagsledarna i bolag utvärderats och vad innehav av optioner har för inverkan på deras agerande. Vad man kom fram till är att ägande av optioner påverkar individens inställning till risk, verkställande direktör blev mer benägna till att utsätta företaget för risk i förhoppning om att öka värdet på sina optioner, eller den raka motsatsen där graden av riskaversion istället stigit kraftigt för att försäkra en mer stadig avkastning. Ett samband där de fann extra stark signifikans var mellan innehav av optioner och forskning & utveckling, men liknande koppling upptäcktes inte mellan aktieinnehav och forskning & utveckling (Ibid, 485). Orsaken till studiens resultat kan förklaras av att många unga respektive teknikintensiva företag ofta erbjuder optioner till företagsledarna i och med att utrymmet till kontant utdelning inte alltid är möjlig. F & U är därför mycket viktigt för att möta framtida konkurrens men också för att säkra eventuella kommande ersättningar om satsningarna faller in som beräknat (McGuire & Matta, 2003; 265).

Tidigare forskning har visat att små företag ofta koncentrerar sig på omsättningsökning, medan större företag har haft ett mer långsiktigt perspektiv där lönsamheten legat som prioritet, något som Hirschey & Pappas (1981) också

verifierar i sin studie. Noterbart är att ett positivt signifikant samband mellan VD-ersättning och omsättningsökning observerats, men en negativ anknytning förekommer mellan VD-ersättning och lönsamhet vilket avviker från föregående undersökningar (Ibid, 334).

2.2 Agentteorin

Principal-agentteorin är ett dilemma som har sin grund i att få ledningen att agera utifrån ägarnas intressen. Ägarna i ett företag är ofta utspridda och antalet varierar kraftigt vilket medför att möjligheten till att vara delaktiga i förvaltningsprocessen försvåras, VD:ns uppgifter är således att underlätta detta genom att styra bolaget och fatta både långa- och kortsiktiga beslut. Om VD:n sköter sina uppgifter effektivt förväntas företaget att prestera bättre, vilket ska ge mervärde till aktieägarna i form av bland annat ökad aktiekurs. Själva problemet i denna teori uppstår när principalen (ägarna), och agenten (VD:n) har skilda målsättningar eller när det är svårt för principalen att kontrollera de beslut som agenten fattar eller övervaka den information som agenten har tillgång till. Ägarnas mål är att maximera den ekonomiska avkastningen i förhållande till VD:ns ersättning. Här skiljer sig däremot ägarnas och VD:ns mål åt, där VD:n anser att ersättningen ska spegla mängden arbetsbörda och inte huruvida företaget ökar i värde eller inte (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2010; 73-74).

Ytterligare en faktor som avgör om ett agentproblem uppstår är "Moral Hazard" vilket bland annat innebär informationsasymmetri och ägarna har därför ingen aning om vad VD:n grundar och fattar sina beslut utifrån. För att minimera problemen som kan uppstå principaler och agenter emellan finns två tillvägagångssätt som kan användas; Incitament och kontrollövervakning. Incitamenten utgörs främst av en rörlig ersättning som ska spegla de prestationer en VD utför för företaget och avsikten är att få VD och ägare att sträva mot ett gemensamt mål. Kontrollövervakningen utförs först och främst av externa intressenter som har insyn i företaget och som framförallt har ekonomiska intressen att ta hänsyn till. Externa övervakare är vanligtvis banker, kreditinstitut, och revisionsbolag (Ibid, 76).

2.3 Lönesättnings teori

2.3.1 Tournament theory

”Tournament theory” förklaras av Lazear & Rosen (1981) som ett sätt att ge prov på att ersättning baserad på position i organisationen kan vara lika effektiv som ersättning byggd på individuell prestation. Vad som avses förklaras är att i takt med att lön och bonus ökar i samband med avancemang i organisationen skapas en form av vilja att nå toppen och därmed den högsta ersättningen. Viljan ger upphov för de anställda att prestera det allra yttersta. Lazear & Rosen (1981) menar vidare att ersättning baserad på position i organisationen är en suverän metod när det jämförelsevis är väldigt kostsamt att övervaka och beräkna anställdas prestationer. Då en ”pay-for-performance”-metod ofta medför så kallade ”moral hazard” problem.

Företag konkurrerar mot varandra genom storleken på ersättningen, lön och bonus, för att kunna knyta till sig den bästa arbetskraften som finns tillgänglig på marknaden (Söderström *et al*, 2003). I ett bredare perspektiv illustrerar teorin den konkurrensen som finns företagen emellan istället för inom organisationen. Företagen med högst ersättning kan sannolikt vara mer attraktiva att arbeta för.

Cho & Shen (2007) gjorde ett iakttagande om förändring inom flygindustrin, på grund av avregleringar, bidrog det till att det skedde förändringar i incitamentprogrammen mot en mer prestationsbaserad och högre ersättning för att kunna överleva den hårda konkurrensen. Förändringen blev således inte bara ett sätt för att uppmuntra förbättrade prestationer utan rentav en aktion för att stå sig i de hårda tiderna. Vidare kan prestige vara en bidragande faktor till att ett företag blir mer attraktivt att jobba för (Shefrin, 2007). Höga ersättningar kan därför förklaras som ett konkurrensmedel för att attrahera de bästa företagsledarna och ett byte av VD kan således innebära ökade ersättningar.

2.3.2 Pay-for-performance (resultatbaserad/rörlig lön)

”Pay-for-performance”, eller ”incentive pay”, bygger på ersättning som baseras på åstadkomna prestationer och inte på utförd arbetstid. I en perfekt värld skulle aktieägarna vilja sätta samman ett kontrakt som gör ledningen tvungen att agera utifrån aktieägarnas intressen i varje möjlig situation, om de hade all den informationen om ledningens verksamheter och investeringsmöjligheter. I verkligheten är det nästan en omöjlighet att uppnå och informationen är mycket sällan helt tillgänglig vilket gör det tämligen svårare för aktieägarna att veta vilka beslut och handlingar som ger ökat mervärde. Precis som i agentteorin, upprättas incitament för att få ledningen i rätt riktning, och på så sätt göra det mer sannolikt att de väljer att utföra de handlingar som är bäst för aktieägarna (Jensen & Murphy, 1990).

Prestationsmätning är också en viktig del inom agentteorin. För publika företag är målet att öka företagets totala värde, ett mål som går att mäta då företagets värde är både observerbart samt kvantifierbart. Andra former av organisationer, såsom ideella föreningar, är prestationen mycket svårare att mäta på grund av att de oftast saknar klara vinstmål och således kräver andra typer av prestationsmått. I företag där värdet fluktuerar intensivt kan det ofta vara svårt att mäta prestationen. Det blir därför besvärligare att använda som prestationsmått för anställda som är mer riskaverta. Aktiekursen, ur de anställdas syn, kan vara alltför godtycklig och därmed uppnår man inte den effekt som aktieägarna vill åt. Baker (1992) menar att om de anställda faktiskt är riskaverta skulle ett kontrakt byggt på incitament enbart utgöra en ytterst liten del av företagets totala värde. Vid upprättande av kontrakt som byggs på incitament bör en del baseras på företagets värde, men även baseras på andra prestationsmått. Baker menar vidare att effektiviteten av incitamenten beror på kontraktets prestationsmått och aktieägarnas målsättning. Incitamentkontrakt som bygger på företagets totala värde är vanligt förekommande när informationsasymmetri är hög och när andra mått på prestation är svårdefinierade (Ibid).

I motsats till forskning kopplad till lön och prestation, menar Frey & Kucher (1999) att en maktposition i sig kan vara tillfredställande nog, snarare än att få en ersättning som är utöver genomsnittet. Likaså hävdar Katz & Handy (1998) att individer med höga prestationsanspråk inte alltid drivs av ekonomisk ersättning, vilket gör sig än

mer tydligt inom ideella föreningar och icke vinstdrivande organisationer där missionen och visionen snarare motiverar än en hög ersättning.

2.3.3 Lake Wobegon-effekten

Förutom den forskning som visar samband mellan prestation och lön, tar Lake Wobegon-effekten upp ytterligare en synvinkel i ersättningssvängen för företagsledare som skett sedan 1970-talet (Haynes & Schaefer, 2009; 280). Fenomenet har sin grund i den fiktiva staden Lake Wobegon i Minnesota, där kvinnorna är fagra, männen starka och alla barnen är över genomsnittet. Paralleller dras till företagande då enbart de bästa efterfrågas och VD är av högsta kvalitet (Kruger, 1999). Haynes & Schaefer (2009) påstår att inget företag vill stå i skuggan av något annat konkurrerande företag och en hög VD-ersättning över medel skulle indikera på att företaget är ”bättre” än resten. Teorin om att ”alla barn” eller alla verkställande direktörer ska vara över medel faller på sin egen grund och detta har lett till ständigt ökande ersättningar, vilket man även påpekar i studien.

2.4 Storlek

Storleken, i oavsett vad, har som i många andra studier betydelse. Samma gäller för företag och storleken visar, enligt tidigare empiriska studier, en mycket tydlig och betydelsefull relation till VD-ersättningen. Företagets storlek som viktig aspekt för ersättningsnivån styrks som en allmänt godtagen effekt i flertalet undersökningar, bland annat Eichholtz, Kok & Otten (2008), Ghosh & Sirmans (2005), Zhou (2000). Detta beror på att större företag innebär större komplexitet och därmed ökad risk för VD och övrig ledning. ”Tournament theory” perspektivet innebär enligt Cho & Shen (2007), att företagen konkurrerar med varandra om de bästa företagsledarna och betalar således en högre ersättning för att göra anställningsavtalen mer attraktiva. I en omgivning av hög komplexitet och större risk ställs det större krav på VD:n, och därmed även skäl till högre ersättning.

2.5 Effekter av VD-byte

Vanligtvis vid ett standardbyte av VD ökar volatiliteten med 10 % det första året, men om avgången beror på att man varit tvungen att byta VD har en ökning på cirka 24 % observerats. Ett VD byte har även påvisats ha ett samband mellan en ökning av volatiliteten i aktiepriset på lång sikt, vilket främst kan förklaras med en osäkerhet om framtida kassaflöden (Clayton & Hartzell, 2005). Ofta tenderar svängningarna vid vinstrapportering att bli större när ett VD-skifte har annonserats, vilket leder till en ökad volatilitet och därmed även en ökad risk i aktien (Ibid, 1805). Enligt Clayton & Hartzell (2005) är dåligt skötta företag och en VD som presterar dåligt bakomliggande faktorer som orsakar en ökad volatilitet. När en ny VD tillsatts kommer de tidigare problemen att korrigeras och nya arbetssätt införs, vilket automatiskt resulterar i att volatiliteten ökar. Denna effekt förklaras till viss grad i studierna, vilket delvis också påvisar att volatiliteten inte per definition ökar på grund av en hög underliggande risk i företaget (Ibid; 1806). I det bredare perspektivet av "Tournament theory" finns det en konkurrens företagen emellan om de bästa företagsledarna, vilket förklarar att ersättningarna under året som VD:n byts ofta är något högre.

13

¹³ Ett iakttagande som gjorts av författarna efter en genomgång av företagens årsredovisningar

3 Praktisk referensram

För att göra analysen mer begriplig krävs en insikt i vad VD-ersättningen kan vara baserad på. Nedan följer därför en genomgång av VD-ersättningens uppbyggnad och den indelning som gjorts i studien samt styrelsens primära uppgifter och skyldigheter.

3.1 Ersättnings innehåll

I linje med principal-agent-teorin används olika typer av ersättningar som viktiga verktyg av ägarna i ett företag. Ersättningarna har för avsikt att bevara attrahera och motivera de anställda för att agera och handla utifrån ägarnas intressen. Att avgöra utformningen av ersättningar är ofta väldigt svårt. Vad som borde ligga till grund, enligt svenskt näringsliv (2006), är typen av uppdrag som avses; till exempel omfattning, risk, kompetenskrav, ansvar och svårighetsgrad. Problematiken ligger således i vad som är en lämplig ersättning då olika företag och förhållanden kan variera väldigt mycket.

Ersättningen till verkställande direktör kan bestå av både fasta och rörliga delar. Om den verkställande direktören avskedas kan även ett avgångsvederlag betalas ut, och består vanligtvis av två årslöner (Svenskt Näringsliv, 2006¹⁴). Denna studie har valt att bortse från avgångsvederlag vid beräkning av den totala ersättningen, detta på grund av att det inte är kompensation för arbete som utförts på företaget och blir därmed missvisande i studiens resultat. Avgångsvederlag utgår för att underlätta övergången till annan verksamhet och är inte direkt kopplad till anställningen (Ibid). Vidare erhåller VD vanligtvis även pensionspremier som i regel fastställs som en procentuell del av den fasta lönen.¹⁵ Något som den föreliggande studien också bortser ifrån.

¹⁴http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00002/V_gledning_avseende_e_2148a.pdf

¹⁵ Ett iakttagande som gjorts av författarna efter en genomgång av företagens årsredovisningar

I studien beaktas verkställande direktörens ersättningar uppdelade enligt nedan:

- Fast lön (grundlön och övrig ersättning)
- Rörlig lön (kontant bonus)
- Total lön (fast + rörlig lön)

3.1.1 Fast lön

Till att börja med är den fasta lönen ett billigt sätt för företaget att ersätta VD eftersom rörliga delar alltid inkluderar en riskpremie. Dessutom är den heller inte kopplad till många av de praktiska svårigheter som beskrivs nedan, vilka ofta riskerar till värd förstörande beteende hos VD. Den fasta delen betalas ut oavsett hur företaget presterar och består av en grundlön som betalas ut varje månad. Den fasta delen ger en trygghet till löntagaren och det råder inget tvivel parterna mellan om vad som kommer utgå i lön till VD samt kostnad för företaget. Den fasta delen ger inte upphov till intern konkurrens och viktigt att nämna är att det inte heller ger incitament till ansträngningar utöver uppsatta mål (Ibid).

3.1.2 Rörlig lön

Utöver fast lön kan en rörlig ersättning förekomma, den rörliga delen av lönen baseras på åstadkomna resultat och uppnådda mål, alltså en direkt koppling till hur verkställande direktören presterar. Den rörliga delen avser att motivera och skapa incitament på kort sikt och utgår ofta som en kontant bonus. Viktigt för de kortsiktiga målen är att de är realistiska, mätbara, konkreta men också accepterade. I vissa amerikanska företag uppgår den rörliga delen till så mycket som cirka nio tiondelar av den totala ersättningen men en vanligt förekommande restriktion är att den maximalt får stå för 30 % av den fasta lönen (se fotnot^{16,17}) (Bång & Waldenström, 2009).

¹⁶2006, http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00002/V_gledning_avseende_e_2148a.pdf

¹⁷2009, http://www.ledarna.se/web/open/fileStream?path=/Ledarna/content/salary/rapporter_chefsloner/led:attachments/Rorliga_lonedelar.pdf

3.1.3 Övrig ersättning

Övriga förmåner är vanligt förekommande för verkställande direktörer och utgörs ofta av bland annat tjänstebil, bostadskostnader, skolavgifter för barn och andra in natura ersättningar. Förmånerna varierar kraftigt mellan företagen men är i vissa fall väsentliga för beräkning av total ersättning på grund av dess storlek. Då VD erhåller förmånerna varje år har vi valt att räkna in den som en del utav den fasta lönen.¹⁸

3.1.4 Finansiella instrument/Långsiktiga incitament

Företag erbjuder allt som oftast även sin verkställande direktör någon form utav långsiktig ersättning, exempelvis aktier och optioner, eller annan typ utav finansiella instrument och har som avsikt att skapa mer långsiktiga incitament. En negativ sida av flera incitamentsprogram som används är att de uppmuntrar till kortsiktighet, till exempel har de visat sig att VD prioriterar att resultatmanipulera framför långsiktigt värdeskapande. Problemet med incitamentsprogram är att de saknar tydliga regler. Det finns dock flera metoder som går att införa för att förstärka långsiktigheten. Bland annat är det bra om bonusen betalas ut i omgångar. Om företaget börjar underprestera kan då resterande bonus frysa inne. För att ta itu med manipulationsdilemmat bör optionernas förfall vara utspridda över en lång tid så att inte incitamentsprogrammen är beroende utav kortsiktiga förändringar i aktiekursen. Slutligen är en bra tumregel att bonusen förfaller långt in i framtiden. Kortsiktigt agerande kommer därför inte att löna sig och det stärker således de långsiktiga incitamenten (Svenskt Näringsliv, 2006¹⁹). I denna studie inkluderas dock inte ersättningar av finansiella instrument.

3.2 Styrelseuppgifter och ersättning

Styrelsen har det yttersta ansvaret för företagets ekonomiska situation och kan bli skadeståndsskyldig om vanskötsel eller försummelse ertappas. Det innebär inte att bara rå om bolaget, utan hela koncernen, och ska därför fortlöpande kontrollera och

¹⁸ Ett iakttagande som gjorts av författarna efter en genomgång av företagens årsredovisningar

¹⁹http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00002/V_gledning_avseende_e_2148a.pdf

fastställa att bokföringen samt ekonomin sköts på rätt sätt. Styrelsen svarar inte för den dagliga verksamheten i företaget utan beslutar om specifika operationella beslut. Det är därför av högsta prioritet att tillsätta en kompetent och pålitlig VD samt se till att avskeda underpresterande personal (ABL kap. 8 § 4). Styrelsen i sin tur utses på årsstämman av företagets ägare. Övriga uppgifter som även inkluderas i styrelseuppdrag innefattar hänsynstagande till andra intressenters ekonomiska krav, exempelvis externa finansiärer. För att alla mål och krav som ställs ska infrias är det ofta vanligt att styrelsen består av stora enskilda aktieägare samt forna verkställande direktörer som har stark koppling till företagets verksamhet och mål (Alvesson & Sveningsson, 2007; 100).

I dagsläget existerar en distinktion mellan ägande och faktisk kontroll i företaget. I publika företag är ägarna, i form av aktieägare, principaler vars intressen ska tillgodoses av styrelsen (Fama, 1980). Men i grunden är det ägarna av företaget som bestämmer, genom bolagstämman, vilka som ska sitta i styrelsen. Detta resulterar i att ägarna själva, indirekt, har en inverkan på den ersättning som styrelsen sen beslutar om. Ersättningarna till VD, agenten, är följaktligen i huvudsak en ägarfråga (Svenskt Näringsliv, 2006²⁰).

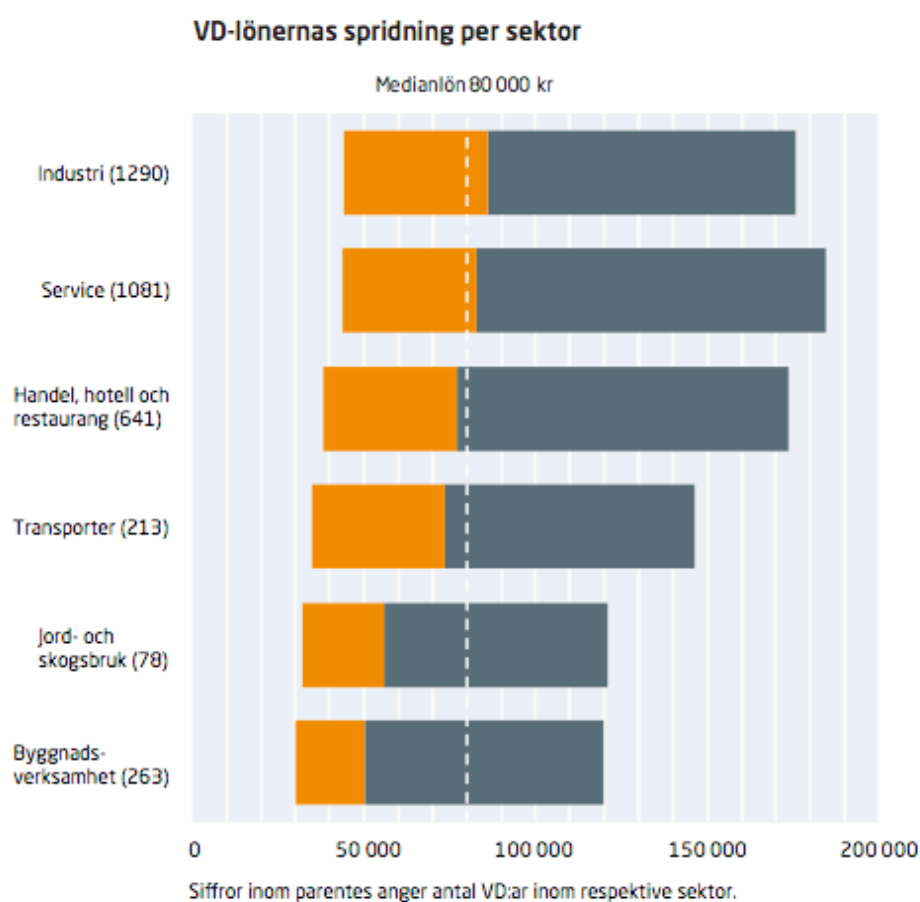
3.3 Ersättningsstruktur och statistik i Sverige

I en studie som gjorts av Svenskt Näringsliv visar det sig att VD ersättningarna inom industrin är absolut högst av alla branscher i Sverige. Mycket av den mediala uppmärksamheten riktar sig till de större börsnoterade företagen, och framförallt till de allra största företagen där många industriföretag befinner sig. Noterbart är att merparten av ersättningarna, 80 % för att vara exakt, pendlar mellan 40 000 och 171 500 kr. De antal personer som lyfter ersättningar över 171 500 kr är endast 10 % och flertalet av dessa bolag är noterade på börsen. Medianlönen inom industrin är 86 000 kr och det är en ökning med 2,4 % i jämförelse med 2010. Spridningen bland ersättningarna utöver 171 500 kr är mycket stor, vilket återspeglar att Sverige endast

²⁰http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00002/V_gledning_avseende_e_2148a.pdf

består av ett mindre antal globalt stora koncerner, vars ersättningar till VD därför inte bestäms av svenska förhållanden (Svenskt Näringsliv, 2011²¹).

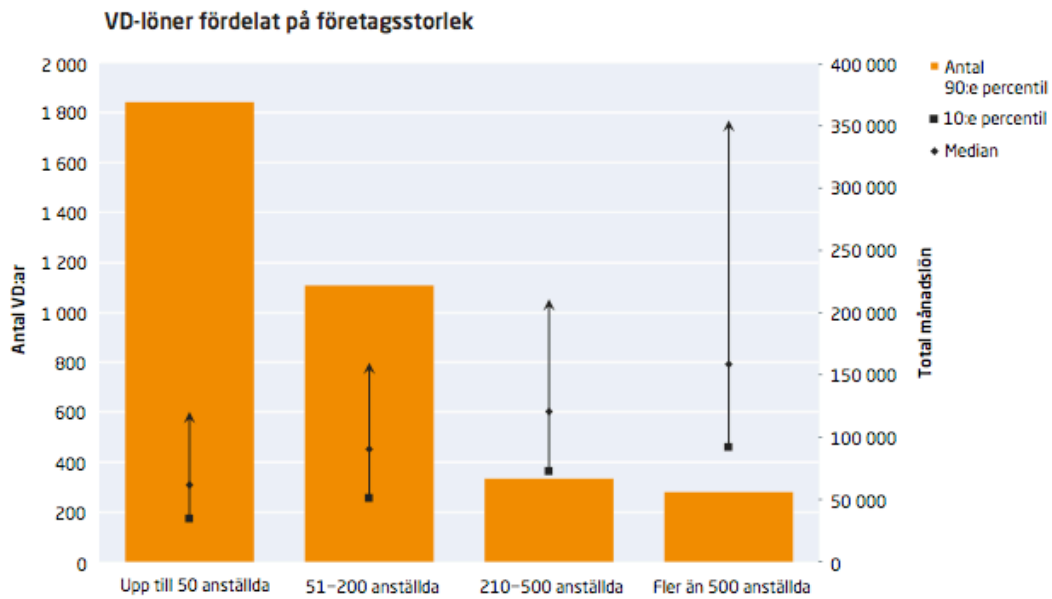
Verkställande direktörens ersättning beror till stor del på storleken på företaget eller koncernen. Det stora flertalet chefer bedriver verksamheter med mindre än 50 anställda. I figurerna nedan illustreras VD-löneutveckling per sektor och år, VD-löner fördelat på företagsstorlek samt VD-lönernas spridning per sektor (Ibid).



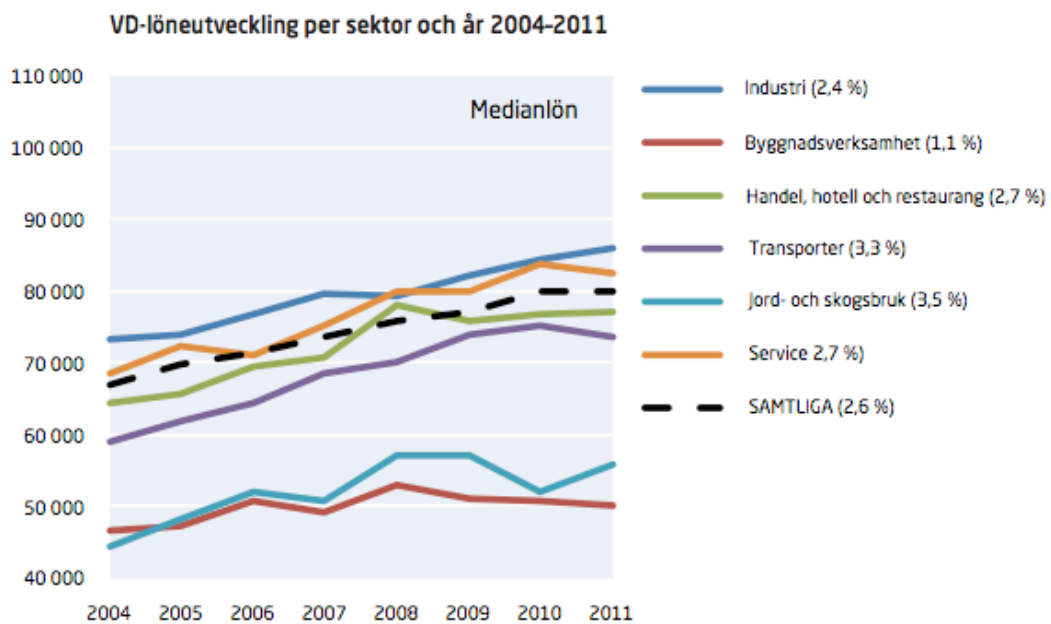
Figur 1: Diagrammet visar tydligt lönespridningen per sektor, inom industrin är medianlönen som högst och ligger på 86 000 kr (Svenskt näringsliv, 2011²²).

²¹ http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00031/Fakta_om_VD-l_ner_31962a.pdf

²² http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00031/Fakta_om_VD-l_ner_31962a.pdf



Figur 2: Diagrammet utgår från antalet anställda i företaget och visar sambandet mellan verkställande direktörs lön och företagens storlek (Ibid).



Figur 3: Siffrorna inom parentes illustrerar löneutvecklingen i genomsnitt per år under perioden 2004-2011(Ibid).

4 Metod

Detta kapitel redogör för uppsatsens tillvägagångssätt och metodiskt arbete. Vi förklarar ämne, ansatsval, datainsamling samt hur den empiriska undersökningen är utformad. Diskussion kring tillförlitlighet av fakta och relevans finns med här samt den hypotesprövning som används i uppsatsen.

4.1 Val av ämne

Vi kommer att i denna uppsats undersöka alla bolag som är kategoriserade inom industriverksamhet på NASDAQ OMX Stockholm (Stockholmsbörsen), Large Cap samt Mid Cap. Denna undersökningsgrupp utgör totalt 29 bolag. VD-ersättningsnivåer är ett väldigt omtalat ämne i dagens samhälle och det är överlag en negativ inställning till för höga ersättningspremier, då framför allt inom media. Just på grund av detta är en analys av huruvida högre ersättning till VD kan medföra positiva effekter på företagets ekonomiska utveckling, i allra högsta grad relevant. Vi har därav valt att formulera vår frågeställning för att utröna om ett eventuellt samband mellan ett företags VD-ersättning samt deras ekonomiska utveckling existerar. Det finns en mängd forskning inom detta område just eftersom att det är ett ämne som diskuteras dagligen i vårt samhälle, inte enbart i Sverige utan i hela västvärlden. Men det som gör denna uppsats unik är att vi har valt att rikta in oss på en specifik bransch, för att utröna sambandet mellan ekonomisk utveckling och VD-ersättning, nämligen industriverksamhet.

4.2 Val av ansats

Den metod vi har valt att använda oss av i uppsatsen är en deduktiv ansats och detta eftersom den baseras på tidigare forskningsresultat och teorier. Studerande av litteratur hjälper till med att formulera en hypotes som sedan styr datainsamlingsprocessen. Sedermera leder resultaten och analysen av den insamlade data till att hypotesen antingen förkastas eller bekräftas. Efter det kan konsekvenserna av vårt resultat jämföras med tidigare forskning, vilket är en viktig del då

dataproblematik leder till ej heltäckande empirisk undersökning. Processen summeras i sex steg som följer; 1. Teori -> 2. Hypotes -> 3. Datainsamling -> 4. Resultat -> 5. Hypotesen bekräftas eller förkastas -> 6. Teorin revideras (Bryman & Bell, 2003).

4.3 Datainsamling

Det insamlade datamaterialet består uteslutande av sekundärdata, hämtad från respektive företags årsredovisningar. Årsredovisningar från de undersökta företagen för åren 2001, 2005 samt 2010 har uteslutande hämtats från deras respektive hemsidor. Sedan har ur årsredovisningarna valts ut specifik data som sedan har strukturerats i Excel som tvärsnittsdata för att på så sätt underlätta beräkningarna. I de fall där räkenskaperna för årsredovisningarna har presenterats i annan valuta än SEK har växelkurserna hämtats från Riksbankens hemsida (Riksbanken, 2012²³) och sedan har växelkursens årsgenomsnitt använts för att omvandla valutorna till SEK. Anledningen till att växelkursens årsgenomsnitt har använts beror på att insamlade data inkommer och utbetalas kontinuerligt under året. Det blir därför på detta sätt mest rättvisande, alltså resultaträkningen samt ersättning till VD. När det däremot kommer till data från balansräkningen och börsvärde har växelkursen vid årets slut använts. All data angående företagens prestation baseras på företagens koncernredovisning och inte enbart moderbolaget.

4.3.1 Val av data

Vår studie består av de 29 företag som idag är noterade på Stockholmsbörsens Large och Mid Cap inom branschen industriverksamhet. De största anledningarna till valet av just industriverksamhet som bransch är därför att inom just denna bransch kan man anse att en VD har större påverkan på företagets ekonomiska utveckling än ett företag inom till exempel läkemedelsbranschen. Där kan ett företag stå eller falla beroende på om man får igenom ett patent eller liknande. Det är även inom industribranschen som de största medianlönerna finns som kan ses ovan i figur 1 och 3. Den aktuella

²³ www.riksbank.se

tidsperioden för studien är satt till tre olika årtal under 2000-talet, detta för att minska inverkan av eventuella tillfälliga trender.

Vi har under studiens gång valt att begränsa oss till enbart fast och rörlig VD-ersättning därför att pensions- samt optionsbaserad ersättning är svår att tolka på rätt sätt. Med detta menas framför allt att det är svårt att få någon sorts konsekvent bedömning i hur den fungerar då den i regel varierar mycket från år till år samt när den faktiska utbetalningen sker. Det är även svårt att avgöra huruvida denna typ av ersättning bör ses som en årlig utbetalning under löptidens gång eller en engångsutbetalning vid löptidens slut.

Redovisningsprinciperna har inte varit konsekventa för de undersökta årtalen (2001, 2005 och 2010), vilket innebär att vissa av företagen inte har en komplett årsredovisning för samtliga år. Det slutgiltiga urvalet består av 29 företag och de finns att se i bilaga 1 i appendix.

4.3.1.1 Fast lön

Fast lön är den fasta ersättning som ett företags VD erhåller. Vad vi kallar för fast lön innefattar posterna fast ersättning samt övrig lön och förmåner i form av reseersättning, utbildningsbidrag, tjänstebostad och tjänstebil från årsredovisningarna. Den exkluderar dock avgångsvederlag.

4.3.1.2 Rörlig lön

Rörlig lön är den del av VD-ersättningen som är tänkt att fungera som ett kortsiktigt incitament till VD. Rörlig lön är vanligtvis en resultatbaserad del av den totala ersättningen till ett företags VD och som på förhand inte är fastställd till ett belopp eller storlek. Den redovisas i de flesta fall för innevarande år som bokförd post men icke utbetald (Finansinspektionen, 2011²⁴).

²⁴ s. 19 http://www.fi.se/upload/30_Regler/10_FFFS/2011/besluts_pm_11-1.pdf

4.3.1.3 Total lön

Total lön är summan av den fasta samt den rörliga lönen.

4.3.2 Val av måtmått

Vi har valt att använda oss av tre stycken prestationsmått i vår analys, dessa utöver de tre ersättningsformer vi tidigare beskrivit. Dessa tre prestationsmått är följande; börsvärde, lönsamhet, nettoomsättning. Då två av dessa tre prestationsmått (Börsvärde och nettoomsättning) är i kronor (inte procent) har vi valt att logaritmera dessa, precis som vi gjort med de tre ersättningsformerna, för att uppnå ett procentuellt samband i regressionsstudien. Samtliga av dessa mått har varit väsentliga i tidigare undersökningar där de använts av bland annat Duru & Iyengar (1999) och Fong (2010).

4.3.2.2 Börsvärde

Börsvärdet är marknadsvärdet av ett företags aktier den sista december för det aktuella året. Börsvärdet är ofta nämnt direkt i företagens årsredovisningar men där så inte är fallet har vi helt enkelt beräknat denna siffra manuellt. När vi gjort denna beräkning har vi även tagit hänsyn till att A- och B-aktier kan ha olika handelskurs och därför beräknat dem var för sig. Uträkningen för börsvärdet ser ut som följer; (Antal A-aktier x slutkurs för A-aktier) + (Antal B-aktier x slutkurs för B-aktier) (Swedbank, 2013²⁵).

4.3.2.3 Lönsamhet

Vi har valt att beräkna företagslönsamheten på följande sätt; rörelseresultat (för det aktuella året) / eget kapital (för det aktuella året) (Aktiespararna, 2012²⁶).

²⁵ http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/sa-har-laser-du-borslistor/index.htm?contentid=OID_536894_SV

²⁶ <http://www.aktiespararna.se/ungaaktiesparare/Utbildning/Aktieanalys/Nyckeltal/>

För att kort förklara varför vi valt att använda företagens rörelseresultat i beräkningen för företagslönsamhet så är det därför att rörelseresultat exkluderar finansiella poster samt skatter. Vi har gjort denna avvägning då ett lönsamhetsmått beräknat med finansiella poster samt skatter kan anses ha mer att göra med respektive finanschef än företagets VD då finanschefen generellt sett kan anses ha större påverkan på företagets kapitalstruktur. Med andra ord anser vi att det mest rättvisande måttet för lönsamhet, sett till VDs prestation, är rörelseresultat med eget kapital som grund.

4.3.2.4 Nettoomsättning

Nettoomsättningen är helt enkelt ett företags totala försäljning under ett år.

4.4 Urval

Vi har ej gjort något ytterligare urval av data förutom avgränsningen till industriverksamheten på Large och Mid Cap.

4.5 Källkritik

Vetenskapliga artiklar är vad som till mestadels bygger informationen som ligger till grund för den teoretiska aspekten av uppsatsen. Det beror på att ämnet som diskuteras i uppsatsen inte är utbrett behandlat inom tidigare facklitteratur, detta eftersom att diskussionen om VD-ersättningar är ett relativt nytt samtalsämne inom samhället idag. De vetenskapliga artiklar som används i uppsatsen är huvudsakligen hämtade från Lunds universitets artikeldatabas LibHub och vi bedömer därav att de har stor tillförlitlighet.

4.5.1 Kritik mot vald metod

Den kvantitativa metod som används i uppsatsen baserar på statistik och mätningar som analyseras matematiskt helt utan hänsyn till åsikter och andra sociala företeelser.

Kritiken mot kvantitativ forskning tenderar att utgå i att man inte ser skillnad på naturen och sociala institutioner. En förklaring till denna kritik finner man från Schutz (1962) som refereras i Bryman & Bell (2003) där man menar att metoden inte tar hänsyn till skillnader mellan naturen och samhället. Samhället i det här fallet skildras av åsikter och andra sociala företeelser och naturen i studien motsvarar mätningar och statistik. Enligt Schutz kritiska syn på kvantitativa metoder kan man i denna uppsats alltså kritisera metoden genom att påstå att den inte tar hänsyn till den sociala verkligheten och därför kan samband som identifieras ifrågasättas. Då uppsatsen ämnar studera samband mellan olika kvantifierbara mått så måste dock ett kvantitativt tillvägagångssätt anses vara bäst att tillämpa och ytterligare uppbackning av detta är det faktum att det dessutom är en välbeprövad metod som använts i tidigare studier med likartade syften. För att ytterligare påvisa detta så skulle en kvalitativ undersökning med intervjuer mycket väl kunna bli missvisande då VD-ersättningar är ett så pass känsligt ämne (Bryman & Bell, 2003).

Ytterligare brukar kvantitativa studier ifrågasättas på grund av precisionen och riktigheten i data, dock gäller det inte denna uppsats då datainsamlingen sker från historisk företagsinformation ifrån årsredovisningar (Bryman & Bell, 2003). Dessa årsredovisningar är noggrant granskade av bland annat revisorer och måste därför anses vara tillförlitliga.

4.5.2 Validitet

De prestationsbaserade måtten som vi valt att använda oss av i vår undersökning (Börsvärde, lönsamhet samt nettoomsättning) har i tidigare undersökningar, med liknande syfte, samtliga varit väsentliga mått som använts av bland annat Duru & Iyengar (1999) och Fong (2010). Detta är något som gör att man kan anse att tilliten växer till att vi faktiskt använder oss av relevanta mått (både prestation samt kompensation) för att mäta relevant förändring och samvariation mellan måtten.

Då vi har valt att enbart ta med VD-ersättning i form av fast och rörlig lön har vi bortsett från andra typer av VD-ersättning som är vanligt hos flera utav företagen. De andra typerna av VD-ersättning är mer långsiktiga prestations-incidenter så som

optioner samt pensionsersättningar. Det här är givetvis något som kommer att påverka möjligheterna till fullständigt korrekta resultat. Men som tidigare nämnt har även viss tidigare forskning ansett att värderingsproblematiken av optionsersättning har varit så pass stor att även de har valt att bortse från den i sina undersökningar. I dessa undersökningar har dock fast och rörlig ersättning fått utslag med respektive valda mått. Vi anser att detta stöder validiteten av våra oberoende variabler tillräckligt.

Vi anser att företagen i vår urvalsgrupp är fullt tillräckliga då de direkt är anpassade till vår ställda problemformulering. Detta eftersom att vi har med alla företagen som är aktiva inom industriverksamhet på Stockholmsbörsen (Large och Mid Cap). Den aktuella diskussionen i samhället angående ersättningsnivåer samt ersättningsskandaler handlar om de större företagen, vilket innebär att uteslutandet av industriverksamhet på Small Cap listan kan ses som ett betydelsefullt uteslutande då denna diskussion inte är anpassningsbar på de företagen. Informationsinsamlingen blir dessutom lättare då information om de större företagen generellt sett är enklare att få fram.

Att vi bortser från långsiktiga prestationsbaserade incitamentsersättningar som t.ex. optioner i vår analys, medför att vår empiriska studie kring sambanden blir något mer svårtolkad samt att bruset i studien ökar då inte all ersättning tas med. Detta framför allt eftersom att denna typ av ersättning ofta är en stor del av den totala ersättningen för VD hos de större företagen, som t.ex. Volvo.

4.5.3 Reliabilitet

Som tidigare nämnt har datainsamling till vår analys uteslutande skett via årsredovisningar för respektive företag. Vi har även tidigare nämnt att vi klassar denna källa som fullt tillförlitlig då årsredovisningar är lagstadgad information som noga granskas av auktoriserade revisorer. Vad som dock bör tilläggas här är att vi under datainsamlingens gång har varit medvetna om att årsredovisningarna utförs på uppdrag från företagen själva och det är därför troligt att anta att varje företag framställer informationen på det mest fördelaktiga sättet för sig själva, trots lagstiftning angående innehållet i årsredovisningarna. Då vi är medvetna om detta så

har vi kritiskt granskat alla årsredovisningar och försökt att vara uppmärksamma på eventuella tveksamheter i rapporteringen av data.

För att få mindre brus (t.ex. konjunktursvängningar) i studien, samt ge den en tydligare trend när det kommer till utvecklingen av insamlad data, har vi valt att använda oss av tre skilda årtal vid datainsamlingen, nämligen år 2001, 2005 samt 2010. Om de valda årtalen legat närmare varandra i tiden skulle datan blivit mer känslig för brus som t.ex. konjunktursvängningar. Därför anser vi att en längre tidsperiod är mer rättvisande.

Något som har påverkat reliabiliteten kring insamlad data är det faktum att företagen oftast använder sig av en och samma revisor/revisionsbyrå under några år men måste sedan byta denna. Detta på grund av att man inte ska riskera att revisorer och företag blir för bra ”vänner” vilket kan påverka redovisningen negativt (Knapp, 1991). Det ovannämnda påverkar reliabiliteten på det sätt att ersättningen för VD redovisas på olika sätt beroende på att man har använt sig av olika revisorer under den tioåriga perioden vi valt att undersöka. Detta har lett till att det i vissa fall har varit svårt att tyda exakt vad som har tillhört den rörliga ersättningen och det har i sin tur lett till att vi i vissa tveksamma fall har valt att plocka bort data ur datainsamlingen för att motverka missvisande resultat.

4.6 Multipel regressionsanalys med minsta-kvadratmetoden

Vi använder oss i detta arbete av en statistisk metod som kallas multipel regression, i syfte att undersöka vilka faktorer som påverkar storleken på vd-ersättningen (mätt som fast, rörlig samt total lön). Enligt Körner och Wahlgren (2006) undersöker man vid en multipel regressionsanalys hur en uppsättning förklarande variabler enskilt och tillsammans påverkar en beroende variabel. Vi använder oss utav tre mått, dvs. förklarande variabler, som kan tänkas påverka storleken på vd-lönen, dvs. den beroende variabeln.

En multipel regression återger ett förhållande som kan beskrivas som nedan:

$$Y_i = c + \beta_{1i}X_{1i} + \beta_{2i}X_{2i} + \dots + \beta_{mi}X_{mi} + u_i$$

Y_i = beroende variabel (vd-ersättning), c = konstant, β_i = koefficient för variabel,

X_i = förklarande variabel (prestationsmått), u_i = felterm

Den beroende variabeln har beteckningen Y_i , där indexet i anger huruvida den förklarande variabeln antingen är fast, rörlig eller total vd-ersättning. β_i är beteckningen för de förklarande variabelernas koefficienter. Modellen är linjär då exponenten för varje term i uttrycket är lika med ett. Feltermen u_i representerar avvikelserna mellan värdet för den faktiska observationen och modellens estimerade värde.

4.6.1 Modellantaganden

Regressionsmodeller som använder sig av minsta-kvadratmetoden bör uppfylla ett antal antaganden för att resultaten ska vara tillförlitliga (Brooks, 2002). Dessa är:

1. *Feltermerna har medelvärdet noll, $E(u_i) = 0$*

Detta antagande innebär att väntevärdet av residualerna uppgår till noll. Enligt Brooks (2002) är detta antagande alltid uppfyllt om en konstant används vid beräkandet av regressionsekvationerna. Om konstanten är statistiskt signifikant, kan det tolkas som den ersättning som företagen förväntas ge då alla oberoende variabler är lika med noll.

Det är dock osannolikt att företag med obefintligt börsvärde skulle kunna ge sin VD ersättning, därför saknar konstanten i vårt fall någon reell betydelse.

2. *Slumtermerna har konstant varians, $Var(u_i) = \sigma^2$*

Feltermerna i modellen bör ha konstant varians, detta antagande innebär att residualerna skall vara homoskedastiska. I det fall då feltermernas varians inte är konstant, sägs modellen lida av heteroskedasticitet. Antagandet kan kontrolleras genom att plotta residualerna mot de skattade Y -värdena. Om det

inte finns något tydligt mönster i dessa plottar, kan antagandet anses uppfyllt. Det finns även formella statistiska tester för att undersöka antagandet, bl.a. Goldfeld-Quandt och Whites test (Brooks, 2002).

3. *Residualerna är okorrelerade med varandra, $Cov(u_i, u_j) = 0$ för $i \neq j$*

Detta antagande innebär att det inte bör finnas något beroende residualerna sinsemellan, ty annars är feltermerna autokorrelerade. Vi använder oss utav Durbin-Watson testet för att pröva detta antagande. Enligt Gujarati (2003) kan man vid användande av tvärsnittsdata åtgärda problem med autokorrelation genom att ändra ordningen på data, ifall ett test skulle tyda på förekomsten av korrelerade residualer.

4. *Slumtermerna är okorrelerade med de förklarande variablerna, $cov(u_i, x_i) = 0$*

Detta antagande innebär att residualerna inte får vara korrelerade med någon förklarande variabel, skulle så vara fallet kan modellen drabbas av de problem som råder vid heteroskedasticitet. Vi granskar att feltermerna inte är en funktion av någon förklarande variabel genom att plotta residualerna mot de oberoende variablerna.

5. *Residualerna är approximativt normalfördelade, $u_i \sim N(0, \sigma^2)$*

För att kunna genomföra hypotesprövningar m.m., bör antagandet om normalfördelade feltermerna vara uppfyllt (Brooks, 2002). Vi prövar detta antagande med Anderson-Darling testet och genom en visuell inspektion av normalplottar.

6. *Multikollinearitet*

De förklarande variablerna i regressionsmodellerna bör inte vara allt för korrelerade med varandra, detta skulle annars kunna begränsa variablernas förklaringsvärde.

En vanlig tumregel är härvid att inga variabler bör uppvisa en korrelation sinsemellan på över 0,8. Ett annat mätinstrument är den så kallade Variance Inflation Factor (VIF). Värden på mellan 1 och 5 anses tyda på en del

korrelation, men problem med multikollinearitet uppkommer först vid värden på över 10 (Gujarati, 2003).

När antagandena ovan är uppfyllda, ger minsta-kvadratmetoden en optimal regressionsmodell med minsta möjliga varians. Metoden får sitt namn på grund av att förfarandet går ut på att minimera kvadratsumman av observationernas residualer. De estimerade regressionskoefficienterna (β_i) är de värden som minimerar residualernas kvadratsummor och således ger den bästa regressionsmodellen (Körner och Wahlgren, 2006).

4.6.2 Statistiska hypotesprövningar

Vi genomför hypotesprövningar på våra modeller i syfte att avgöra huruvida det finns ett statistiskt signifikant samband mellan vd-ersättning och företagskaraktäristika. Detta går till som så att en nollhypotes samt mothypotes formuleras för var och en av de förklarande variablerna. Enligt nollhypotesen finns inget statistiskt säkerställt samband mellan storleken på vd-lönen och respektive företagsmått. Mothypotesen säger att det finns ett samband mellan vd-ersättningen och respektive förklarande variabel. För att avgöra om nollhypotesen skall förkastas eller ej, inspekteras p-värdet för variabeln i fråga. Detta värde anger sannolikheten för att en korrekt nollhypotes skall förkastas. Vidare är det vedertaget att vid hypotesprövning använda en i förväg specificerad signifikansnivå (oftast benämnd α) och om det observerade p-värdet understiger detta valda värde förkastas nollhypotesen. Olika författare använder olika signifikansnivåer, Körner och Wahlgren (2006) t.ex. använder 5 %, medans Ramanathan (2002) förespråkar användandet av 10 % som α -värde. I denna uppsats använder vi det senare värdet. Vi använder hypotesprövningar dels för att utröna vilka förklarande variabler som är signifikanta och även för att kontrollera att regressionsmodellen i sig är tillförlitlig. Modellens signifikans prövas med ett så kallat F-test och de enskilda variablerna med t-test (Körner och Wahlgren, 2006).

5 Empiri

I det här kapitlet redovisar vi våra regressionsmodeller och tolkningar av dessa, samt resultaten av de statistiska validitetstesterna.

5.1 Regressionsmodellerna

Vi har gjort ett antal validitetstester för de redovisade regressionerna i syfte att kontrollera att modellantagande är uppfyllda. Samtliga modeller och plottar är skapade med den statistiska programvaran Minitab, version 16.

I bilaga 2 i appendix finns Anova-tablåer för alla redovisade modeller. Dessa är alla signifikanta då samtliga p-värden uppgår till omkring 0,000.

Vi har prövat antagandet att residualerna är approximativt normalfördelade med Anderson-Darling testet. Normalplottar samt AD-testvärden kan beskådas i bilaga 3 i appendix. Nollhypotesen för testet förkastas på 5 % -nivån. Vi kan inte förkasta nollhypotesen, som säger att feltermerna är normalfördelade, för någon modell.

Residualerna i modellerna bör vara homoskedastiska, vilket har kontrollerats genom att plotta de standardiserade feltermerna mot respektive skattade Y-värden. Ingen av plottarna i bilaga 4 i appendix uppvisar något urskiljbart mönster, utan värdena är ganska slumpmässigt fördelade. Således kan antagandet att residualerna har konstant varians anses uppfyllt för alla modeller.

I bilaga 5 i appendix finns figurer där de standardiserade residualerna för modellerna är plottade mot var och en av de förklarande variablerna. Detta i syfte att kontrollera att slumptermerna är okorrelerade med de förklarande faktorerna. Det låter sig inte urskiljas något tydligt mönster ur någon av plottarna. Notera att plottarna i bilagan är representativa för alla modeller och därför redovisas enbart figurer för den första modellen.

För att utröna vilka oberoende variabler som ger den bästa regressionsmodellen, används ett testförfarande i Minitab som kallas ”best subset”. Härvid används ett beslutskriterium som benämns Mallows Cp-värde. Enligt detta kriterium är den modell att föredra som genererar ett Cp-värde som är lika med antalet förklarande variabler samt konstant. Tabeller för detta förfarande finns i bilaga 6 i appendix.

5.1.1 Resultat för år 2001

Vår första modell kan beskådas i tabell 1, den inkluderar alla tre variabler. Förklaringsgraden för modellen (mätt som justerad R^2) är hög och uppgår till över 70 %. Enligt Mallows kriterium är detta den bästa modellen då Cp-värdet uppgår till 4,0 (se även appendix, bilaga 6) och det finns tre förklarande variabler och en konstant.

Det framgår att variabeln nettoomsättning är signifikant på 5 % - nivån ($p = 0,032$) och faktorn lönsamhet är signifikant på 10 % -nivån ($p = 0,079$). Tecknen på de signifikanta faktorerna är positiva och har värdena 4,31 respektive 9,38. Tolkningen av dem är följande: En 1 % - ökning i nettoomsättningen medför i genomsnitt en ökning på 43 100 kr i total vd-ersättning. Då lönsamheten ökar med en procentenhet, ökar den totala vd-lönen i snitt med 93 800 kr.

Tabell 1: Regression för 2001, modell 1

Total Ers (MSEK) = - 18,8 + 4,31 Log Net Oms (MSEK) + 9,38 Lönsamhet (RR/EK) + 1,50 Log Bv (MSEK)					
Variabel	Koefficient	Stand. Koef	t-värde	p-värde	VIF-värde
Konstant	-18,835	3,480	-5,41	0,000	
Log NetOms (MSEK)	4,315	1,868	2,31	0,032	6,480
Lönsamhet (RR/EK)	9,379	5,072	1,85	0,079	1,093
Log Bv (MSEK)	1,499	1,793	0,84	0,413	6,251
S = 2,62150 R-kvadrat = 74,4% R-kvadrat(justerad) = 70,6%					
Durbin-Watson statistika = 1,67671					

I tabellen kan även de standardiserade koefficienterna, standardavvikelsen, Durbin-Watson-värdet samt t-värdena utläsas. Den standardiserade koefficienten indikerar vilken relativ vikt respektive variabel har i förhållande till varandra. Idealvärdet för Durbin-Watson testet är 2,0 och då det finns omkring 25 observationer och tre förklarande variabler föreligger inte någon autokorrelation om testvärdet ligger i

spannet 1,4 – 2,6 (tabell A2.6 i Brooks (2002)). Durbin-Watson värdet uppgår till cirka 1,68 och tyder således inte på autokorrelation. I tabellen ovan kan även den så kallade Variance Inflation Factor (VIF) utläsas. Siffrorna för variablerna nettoomsättning och börsvärde är ganska höga (6,48 respektive 6,25), medan värdet för faktorn lönsamhet nästan är idealiskt (1,09). Multikollinearitet är dock inget bekymmer då alla VIF-värdena trots allt är en bra bit under riktmärket 10,0.

Notera att vi enbart fann statistiskt signifikanta resultat för den totala VD-ersättningen för 2001. Varken den fasta eller rörliga lönen uppvisar någon förklarande variabel som är signifikant detta årtal.

5.1.2 Resultat för år 2005

För 2005 finner vi modeller med statistiskt signifikanta variabler för den fasta respektive totala vd-ersättningen. Modellen som avser den fasta lönen inkluderar alla tre variabler och återfinnes i tabell 2. Den justerade förklaringsgraden för modellen är lite högre än för 2001 och uppgår till 72,3 %. Mallows kriterium indikerar att detta är den bästa modellen då Cp-värdet uppgår till 4,0 och modellen innehåller tre förklarande variabler samt konstant, vilket framgår ur bilaga 6.

Variabeln nettoomsättning är även nu signifikant på 5 % - nivån ($p = 0,035$) men varken faktorn lönsamhet eller börsvärde är signifikanta ens på 10 % -nivån. Tecknet på den signifikanta variabeln nettoomsättning är positiv och koefficienten har värdet 2,60. Det får tolkas som att en procentenhets ökning i nettoomsättningen medför en ökning på 26 000 kr i fast vd-ersättning.

Durbin-Watson värdet uppgår till cirka 2,29 och tyder således inte på autokorrelation. VIF-värdena är ganska höga (runt 7,0) för två av variablerna, men ändå inom det acceptabla området.

Tabell 2: Regression för 2005, modell 2

Fast ers (MSEK) = - 8,21 + 2,60 Log NO (MSEK) - 3,87 Lönsamhet (RR/EK) + 0,93 Log Bv (MSEK)					
Variabel	Koefficient	Stand. Koef.	t-värde	p-värde	VIF-värde
Konstant	-8,210	1,944	-4,22	0,000	
Log NO (MSEK)	2,597	1,154	2,25	0,035	7,089
Lönsamhet (RR/EK)	-3,874	2,600	-1,49	0,151	1,006
Log Bv (MSEK)	0,934	1,141	0,82	0,422	7,100
S = 1,44576 R-kvadrat = 75,7% R-kvadrat(justerad) = 72,3%					
Durbin-Watson statistika = 2,29188					

För 2005 redovisar vi även en modell för den totala vd-ersättningen, denna finns i tabell 3 här nedan och modellen inkluderar alla tre variabler. Den justerade förklaringsgraden för modellen är lite lägre än för den fasta ersättningen 2005 och uppgår till 65,3 %. Precis som i de föregående modellerna indikerar Mallows kriterium att detta är den bästa modellen då Cp-värdet uppgår till 4,0 (se bilaga 6) och modellen innehåller tre förklarande variabler samt konstant.

Tabell 3: Regression för 2005, modell 3

Tot ers (MSEK) = - 15,5 + 4,35 Log NO (MSEK) - 2,63 Lönsamhet (RR/EK) + 1,45 Log Bv (MSEK)					
Variabel	Koefficient	Stand. Koef.	t-värde	p-värde	VIF-värde
Konstant	-15,529	3,628	-4,28	0,000	
Log NO (MSEK)	4,349	2,113	2,06	0,052	6,851
Lönsamhet (RR/EK)	-2,626	4,914	-0,53	0,598	1,005
Log Bv (MSEK)	1,452	2,114	0,69	0,499	6,864
S = 2,73441 R-kvadrat = 69,5% R-kvadrat(justerad) = 65,3%					
Durbin-Watson statistika = 1,58788					

Variabeln nettoomsättning är nu signifikant på 10 % - nivån ($p = 0,052$) och näst intill signifikant på 5 % - nivån. De andra två faktorerna lönsamhet och börsvärde har höga p-värden och är inte alls signifikanta, inte ens på 10 % -nivån. Tecknet på den signifikanta variabeln nettoomsättning är positiv och koefficienten har värdet 4,35. Tolkningen är följande: En 1 % - ökning i nettoomsättningen medför en ökning på 43 500 kr i total vd-ersättning.

Durbin-Watson värdet uppgår till cirka 1,59 och därmed är autokorrelation inget bekymmer. Återigen uppgår VIF-värdena till närmare 7,0 för två av faktorerna, men variablerna är alltså inte allt för starkt korrelerade med varandra.

5.1.3 Resultat för år 2010

Detta årtal finner vi modeller med statistiskt signifikanta variabler för dels den fasta respektive rörliga samt totala vd-ersättningen. Modellen som avser den fasta lönen inkluderar alla tre variabler och återfinns i tabell 4. Den justerade förklaringsgraden för modellen är den högsta hittills och uppgår till 79,3 %. Mallows Cp-värde (= 4,0) indikerar att detta är den bästa modellen då den innehåller tre förklarande variabler samt konstant, se även bilaga 6.

Variabeln nettoomsättning är även nu signifikant på 5 % - nivån ($p = 0,027$) och faktorn börsvärde är också signifikant på 5 % -nivån, med ett p-värde på 0,013. Tecknen på de signifikanta variablerna är positiva och koefficienterna har värdena 2,44 (nettoomsättning) respektive 2,71 (börsvärde). Det innebär följande: En 1 % - ökning i nettoomsättningen medför en ökning på 24 400 kr i fast vd-ersättning och om börsvärdet stiger med en procentenhet stiger den fasta vd-lönen med 27 100 kr.

Tabell 4: Regression för 2010, modell 4

Fast ers (MSEK) = - 14,2 + 2,44 Log NO (MSEK) - 3,22 Lönsamhet (RR/EK) + 2,71 Log Bv (MSEK)					
Variabel	Koefficient	Stand. Koef.	t-värde	p-värde	VIF-värde
Konstant	-14,245	2,117	-6,73	0,000	
Log NO (MSEK)	2,443	1,040	2,35	0,027	4,567
Lönsamhet (RR/EK)	-3,218	2,880	-1,12	0,275	1,115
Log Bv (MSEK)	2,708	1,00	2,69	0,013	4,773
S = 1,54108 R-kvadrat = 81,6% R-kvadrat(justerad) = 79,3%					
Durbin-Watson statistika = 1,78026					

Durbin-Watson värdet uppgår till cirka 1,78 och tyder således inte på autokorrelation. Multikollinearitet är inte något bekymmer i denna modell, då VIF-värdena allesammans antar värden under 5,0.

I tabell 5 finns modellen som avser den rörliga lönen. Regressionen inkluderar alla tre variabler. Den justerade förklaringsgraden för modellen är den lägsta av alla modeller och uppgår enbart till 45,5 %. Som kan beskådas i bilaga 6 indikerar Mallows Cp-värde (= 4,0) att detta är den bästa modellen då den innehåller tre förklarande variabler samt konstant.

Tabell 5: Regression för 2010, modell 5

Rörlig ers (MSEK) = - 9,41 + 0,26 Log NO (MSEK) - 5,31 Lönsamhet (RR/EK) + 3,02 Log Bv (MSEK)					
Variabel	Koefficient	Stand. Koef.	t-värde	p-värde	VIF-värde
Konstant	-9,406	2,801	-3,36	0,003	
Log NO (MSEK)	0,259	1,258	0,21	0,839	3,822
Lönsamhet (RR/EK)	-5,307	3,607	-1,47	0,155	1,100
Log Bv (MSEK)	3,020	1,270	2,38	0,027	3,991
S = 1,86065 R-kvadrat = 52,0% R-kvadrat (justerad) = 45,5%					
Durbin-Watson statistika = 1,42578					

Variabeln nettoomsättning är inte alls signifikant ($p = 0,839$), men faktorn börsvärde är signifikant på 5 % -nivån, med ett p-värde på 0,027. Tecknen på den signifikanta variabeln är positivt och koefficienten har värdet 3,02. Detta innebär att om börsvärdet stiger med en procentenhet, stiger den rörliga vd-lönen i snitt 30 200 kr.

Autokorrelation förekommer inte i modellen då Durbin-Watson värdet uppgår till cirka 1,43. Variance Inflation Factor antar värden under 4,0 för alla variabler och multikollinearitet är således inte något bekymmer i denna modell.

Den sista modellen finns i tabell 6 och avser den totala lönen. Regressionen inkluderar alla tre variabler då Mallows Cp-värde återigen visar att det är den bästa modellen, vilket framgår ur bilaga 6. Den justerade förklaringsgraden för modellen är ganska hög och uppgår till 68,5 %.

I likhet med den föregående modellen är variabeln nettoomsättning inte alls signifikant ($p = 0,419$), men faktorn börsvärde är signifikant på 1 % -nivån, med ett p-värde på 0,005. Tecknen på den signifikanta variabeln är positivt och koefficienten har värdet 8,99. Följaktligen stiger den totala vd-lönen i snitt med 89 900 kr om börsvärdet stiger med en procentenhet.

Tabell 6: Regression för 2010, modell 6

Tot ers (MSEK) = - 35,2 + 2,47 Log NO (MSEK) - 10,1 Lönsamhet (RR/EK) + 8,99 Log Bv (MSEK)					
Variabel	Koefficient	Stand. Koef.	t-värde	p-värde	VIF-värde
Constant	-35,157	6,135	-5,73	0,000	
Log NO (MSEK)	2,474	3,010	0,82	0,419	4,556
Lönsamhet (RR/EK)	-10,139	8,373	-1,21	0,237	1,112
Log Bv (MSEK)	8,988	2,935	3,06	0,005	4,770
S = 4,50719 R-kvadrat = 71,9% R-kvadrat(justerad) = 68,5%					
Durbin-Watson statistika = 1,68526					

Denna modell synes inte heller lida av autokorrelation då Durbin-Watson antar värdet 1,69. Multikollinearitet utgör inte heller något bekymmer i och med att VIF-värdena ligger inom det fullt tolerabla området.

6 Analys

I detta kapitel behandlas tidigare empiriska undersökningar samt vår regressionsstudie, vilket kopplas samman i en analys.

6.1 Fast lön

Den fasta lönen uppvisar ingen förklarande variabel som är signifikant under det första undersökningstillfället 2001. Detta går i linje med undersökningar från Izan, Sidhu & Taylor (1998) och Lawrence (2004) där man inte hittat något samband alls mellan VD-ersättning och företagets prestation.

Går man vidare till nästa undersökta period, som är år 2005, så bekräftar vår regressionsanalys ett positivt signifikant samband mellan fast lön och nettoomsättningen. Precis som i tidigare forskning, av bland annat Eichholtz *et al.* (2008) och Ghosh *et al.* (2005), visar det sig att företagets storlek är en viktig aspekt när det gäller ersättningsnivå. Detta eftersom hög nettoomsättning (försäljning) ofta är något som indikerar ett högt värderat företag och dessa är oftast även större företag. Vår regressionsanalys finner dock inget signifikant samband mellan fast lön och de oberoende variablerna lönsamhet och börsvärde då deras p-värden överstiger signifikansnivån på 10 %.

Nettoomsättningen visar även upp ett positivt signifikant samband under det sista året som undersökts, nämligen 2010. Fast lön visar även upp ett positivt signifikant samband med börsvärdet (måttet för företagsstorlek) under år 2010. Detta kan med andra ord ytterligare förklara den storlekseffekt som uppvisats av Eichholtz *et al.* (2008) och Ghosh *et al.* (2005) som tidigare nämnts.

Vårt urval av företag från industriverksamhet på Large och Mid Cap, består av en relativt homogen samling företag, då de alla är aktiva inom industriverksamhet, även om det är varierande storlek på företagen. Man kan hävda att just denna branschspecifika indelning har till stor del bidragit till större utslag på

nettoomsättning och börsvärdet (företagsstorlek) i vår regressionsanalys. Det som gör att vi anser att man kan hävda just detta beror framför allt på att tidigare undersökningar, av exempelvis Eicholtz *et al.* (2008), har påvisat ett starkare samband mellan fast lön och nettoomsättning/företagsvärde än många andra tidigare undersökningar. Det som gör just Eicholtz *et al.* (2008) undersökning speciell är att de, precis som i vår studie, vid valet av företag har valt att rikta in sig på en specifik bransch, nämligen byggbranschen, och på så sätt fått en mer homogen samling företag. Man kan därför anse att det troligtvis är just den branschspecifika indelningen som gör att det blir ett starkare samband, vilket är intressant att notera.

Ser man till VD-ersättning mellan olika branscher, i Sverige, är industriverksamhet den bransch där VD-ersättningarna är absolut högst, enligt en studie från Svenskt Näringsliv som presenterats tidigare i uppsatsen. Något som präglar industriverksamhet som bransch är att det är väldigt stora företag aktiva inom branschen, sett till omsättning. Det intressanta med det här är att ersättning till VD baseras i förhållande till den faktiska vinst som tillförs företaget. Detta innebär att ett stort företag har mycket större möjlighet att ge ersättning till VD för vad man tillför, föga förvånande hänger det samman med att ju större företaget är, ju större är värdena inom företaget samt att en procentuell förändring i företaget utgör en mer eller mindre stor skillnad beroende på om det är ett stort eller litet företag. Exempelvis, en treprocentig vinstförändring påverkar resultatet för ett stort företag på Large Cap listan betydligt mer än en likadan vinstförändring påverkar resultatet för ett företag på Small Cap listan. Det är med andra ord inte konstigt att just industribranschen har de högsta VD-ersättningarna då många av de största företagen i Sverige är aktiva inom den branschen. Med det här som bakgrund menar vi att det är rimligt att de större företagen, inom en bransch som industriverksamhet, generellt sett har en högre lönestruktur och större spridning än de mindre företagen.

Något som man inte ska bortse från när det kommer till löneprissättning är att stora företag, på Large och Mid Cap listorna på Stockholmsbörsen, är oerhört exportberoende och alla företagen agerar på ett internationellt plan. Det här leder till att de flesta av dessa företag motiverar sin löneprissättning utefter internationella förhållanden, just för att man ska kunna vara konkurrenskraftig på ett internationellt plan. Man ska samtidigt ta hänsyn till att, för de stora företagen i Sverige medkommer

det ett stort medietryck och det i sin tur medför ett ökat ansvar samt en mycket högre grad av offentlighet, framför allt för företagets VD då denna person oftast ses som en frontperson, av naturliga skäl. Även detta är något som ska beaktas vid löneprissättningen.

6.2 Rörlig lön

Den rörliga lönen uppvisar ingen förklarande variabel som är signifikant för varken 2001 eller 2005. Även här kan man dra paralleller till tidigare nämnda forskning av Izan, Sidhu & Taylor (1998) och Lawrence (2004).

I Duru & Iyengar (1999; s 21) påträffades ett signifikant positivt samband mellan förändring i ersättning till VD och förändringen i företagets prestationer. Tydligast kopplingar upptäcktes mellan rörlig ersättning och aktieavkastning. En positiv signifikant anknytning mellan just ersättning och aktiepris har även observerats på den nordamerikanska, brittiska och den japanska marknaden av bland annat Kato & Kubo (2006), Guy (2000), Zhou (2000) och Agrawal, Makhija & Mandelkar (1991). Resultatet av vår regressionsanalys för år 2010 uppvisar ett uppmätt signifikant samband med börsvärde. I och med detta kan paralleller dras mellan de nyss nämnda internationella undersökningarna och resultatet av vår regressionsanalys. Resonemanget lyder som så att börsvärdet, som i vår studie uppvisat ett signifikant samband med den beroende variabeln rörlig lön, är en produkt av antal aktier gånger aktiepriset. Att aktiepriset har ett signifikant samband med den rörliga ersättningen ska dock inte tolkas som att det enbart är VD:ns förtjänst att företaget har en bra aktieavkastning; Lawrence (2004) menar att det är komplicerat att mäta vad som ligger bakom aktiepriset då det påverkas av en rad olika faktorer.

Lönsamheten och framför allt nettoomsättningen visar aldrig upp något signifikant samband med rörlig lön. En möjlig förklaring till varför just nettoomsättningen inte visar upp något signifikant samband, kan utläsas ur artikeln av Wu & Tu (2006). Enligt dessa främjar de optionsbaserade ersättningarna den långsiktiga utvecklingen mer och de har även uppvisat en påverkan på nettoomsättningen. Då optionsbaserad ersättning är svårtolkad och redovisningen av denna varierar från år till år och även

skiljer sig mellan företag, har optionsbaserad ersättning uteslutits från denna studie. Eftersom den optionsbaserade lönen synes ha effekt på nettoomsättningen kan uteslutandet av denna vara orsaken till att regressionen med rörlig lön som beroende variabel är den enda av de tre regressionerna som inte uppvisar ett uppmätt signifikant samband med den oberoende variabeln nettoomsättning.

Moral hazard problemet skildras i principal - agentteorin och innebär att till exempel VD:n agerar annorlunda om denne är isolerad från risk än hur VD:n skulle agera om denne var fullt utsatt för risk. Det finns två tillvägagångssätt som kan minimera detta problem och dessa är incitament och kontrollövervakning. Incitamenten utgörs främst av en rörlig ersättning, på så sätt undviks det att VD:n tar onödiga risker för företaget. Precis som i principal - agentteorin upprättas incitament i form av rörlig ersättning i "pay-for-performance" programmen. Pay-for-performance eller "incentive pay" som det också kallas, bygger på ersättning baserad på prestation snarare än på utförd arbetstid. Incitamenten upprättas för att få ledningen i rätt riktning, och på så sätt göra det mer sannolikt att den agerar utifrån aktieägarnas intressen. Detta kan vara några av anledningarna till att företag betalar ut höga rörliga löner till sin VD.

6.3 Total lön

Den totala lönen är det enda lönemåttet som uppvisar statistiskt signifikanta variabler för alla de undersökta åren; 2001, 2005 och 2010. Det är svårt att göra några jämförelser mellan total lön och de två andra lönemåtten fast och rörlig lön under 2001 eftersom det enbart var total lön som visade upp ett signifikant samband med nettoomsättningen och lönsamheten. Nettoomsättningen är även signifikant under år 2005 och den totala lönen uppvisar då likheter med den fasta lönen då båda visar ett uppmätt samband med denna oberoende variabel. Regressionsanalysen med rörlig lön som beroende variabel visar inte upp något sådant samband men som tidigare nämnts i analysen av rörlig lön kan det inte uteslutas att så skulle vara fallet om optionsbaserad ersättning ej hade uteslutits från begreppet rörlig lön.

Då total lön är summan av termerna fast lön och rörlig lön, som båda uppvisar ett positivt signifikant samband med den oberoende variabeln börsvärde under 2010, är

det logiskt att anta att börsvärdet även är signifikant för den totala lönen, vilket även vår regressionsanalys visar.

Som motvikt till alla de relativt positiva förklaringar som har getts angående ersättningsnivån, kan det vara värt att ta upp forskningen av Haynes & Schaefer (2009) och Kruger (1999) om Lake Wobegon - effekten bland företag. Den går ut på att inget företag vill stå i skuggan av något annat konkurrerande företag och använder därför en hög VD-ersättning som indikation på att företaget är "bättre" än resten. Alla verkställande direktörer kan ju dock omöjligt vara över medel och enligt teorin leder detta till en kapplöpning där ersättningarna ständigt ökar i en ond spiral.

Att inga signifikanta samband hittats alls i vissa fall kan som tidigare nämnts kopplas till forskningen av Izan, Sidhu & Taylor (1998) och Lawrence (2004). Anledningen till att våra resultat är annorlunda än den forskning som faktiskt uppvisat samband kan vara att den svenska marknaden är för liten och att tidsintervallet har varit för litet. Izan, Sidhu & Taylor (1998) har till exempel undersökt den australienska marknaden som är betydligt större än den svenska marknaden är och har ändå inte hittat några samband mellan VD-ersättning och företagets prestation. Lawrence (2004) menar också att en annan orsak till detta är att aktiepriset påverkas av en rad andra faktorer än just den verkställande direktören och detta gör det alltså mer komplicerat att mäta.

7 Slutsats

Det här kapitlet beskriver de slutsatser vi kommit fram till.

7.1 Slutsatser

Enligt våra resultat existerar det ett visst samband mellan VD-ersättning och företagsprestation inom industriverksamhetsbranschen på den svenska marknaden. Sambanden existerar dock inte mellan samtliga variabler och de skiljer sig även mellan de olika undersökta åren.

Fast, rörlig och total lön har alla tre ett signifikant samband med den oberoende variabeln börsvärde (som vi använt som variabel för företagets storlek) under år 2010. Precis som tidigare empirisk forskning visar resultaten ett uppmätbart samband mellan nettoomsättning och lön, dock inte för den beroende variabeln rörlig lön, vilket nämnts tidigare. På vilket sätt sambandet existerar skiljer sig dock mellan åren och det är enbart under år 2005 som både fast och total lön uppvisar ett positivt signifikant samband med nettoomsättning. Värt att notera är att vårt lönsamhetsmått enbart har ett signifikant samband med den beroende variabeln total lön under 2001.

Det har i tidigare empirisk forskning påvisats samband mellan hög lön och ett högt företagsvärde på utländska marknader. Vi menar att detta samband även går att påvisa inom industribranschen på den svenska marknaden. I regressionsanalysen från 2010 tyder våra resultat även på ett samband med börsvärdet. Nettoomsättningen visar upp ett positivt samband med fast lön och total lön under de olika åren och som tidigare nämnts i analysen av fast lön, kan nettoomsättningen hjälpa till att bekräfta samband med börsvärdet. Det här går helt i linje med vad teorierna inom ämnet säger och det finns en mycket tydlig trend inom företagsvärlden idag där större företag kan och ger högre ersättning till sin respektive VD. Vi anser att denna slutsats är rimlig då VD:n för en koncern har det yttersta ansvaret och bör därför ha en högre lön jämfört med underchefer, som till exempel en finanschef som enbart ansvarar för en mindre del av koncernen.

Total lön utgörs av den fasta och rörliga lönen, där i stort sett alltid den fasta lönen är den största av de två delarna. I vissa amerikanska företag uppgår den rörliga lönedelen till så mycket som cirka nio tiondelar av den totala ersättningen, men den vanligast förekommande restriktionen är att den maximalt får stå för 30 % av den fasta lönen.

Viktigt att notera angående sambandet mellan ersättning och nettoomsättning är att inte bortse från företagets lönsamhet, då nettoomsättningen inte tar hänsyn till detta. Även om det existerar ett positivt samband mellan ersättning och omsättning innebär det inte en automatiskt positiv inverkan på företaget, då ett företag med hög omsättning inte nödvändigtvis har en hög lönsamhet. Prestationsbaserade ersättningar bör därför snarare använda lönsamhet som prestationsmått. Resultatet från vår regressionsanalys visar att total lön är den enda beroende variabeln som har ett positivt uppmätt signifikant samband med lönsamhet under 2001. Varken fast eller rörlig lön visar upp något sådant samband men det är möjligt att den rörliga lönen, om den inte varit så avgränsad, skulle ha visat detta. Det går därför inte att tolka den fasta lönen som prestationsbaserad då den enbart visar upp ett samband med nettoomsättningen och börsvärdet och inte det essentiella prestationsmålet lönsamhet. I och med detta kan vi fastslå att inget signifikant samband har uppmäts mellan företagsprestation och fast lön.

Urvalet i vår uppsats har varit begränsat till enbart företag från industriverksamheten och det bör rimligtvis ha påverkat våra resultat och därför vill vi slutligen ha sagt att den enda säkra slutsats vi drar ifrån vår uppsats är att ju större företaget är, ju högre ersättning ges till dess VD.

7.2 Förslag till framtida forskning

Under uppsatsens gång har vi stött på en rad spännande och intressanta frågor inom ämnet ersättningsstruktur till verkställande direktör, dessvärre har vi inte haft tid till att undersöka dem vidare på grund av avsaknad av tid. Frågorna som dykt upp är utan tvekan intresseväckande för vidare forskning. Vad vi anser skulle kunna vara särskilt

intressant för framtida forskning är att angripa ämnen som rör optionsprograms inverkan på verkställande direktören och hur stora effekterna faktiskt är. Eftersom värdering och framförallt härledning av ersättningen är väldigt invecklad finns det färre som undersökt detta utförligt och vi finner att en heltäckande undersökning av samtliga löneposter på den svenska marknaden vore tämligen intressant.

En annan fråga som skulle kunna vara intressant att undersöka är om makroekonomiska faktorer på VD ersättningen har någon påverkan och i så fall hur man i svenska företag förhåller sig till dessa. Beroende på påverkan och huruvida makroekonomiska faktorer tas i beaktning måste man skilja dessa företag åt och kan därför inte bedöma dem på samma villkor.

Slutligen föreslår vi att framtida forskning av koncernledningen och styrelsen vore intressant, vi har i uppsatsen enbart fokuserat på verkställande direktörens inverkan på företagets prestation, men en undersökning av samtliga parter skulle ge en mer övergripande bild. Utöver det är ägarförhållandena ytterligare ett ämne som väcker många spännande frågeställningar, ägarna utser vid bolagsstämman sin styrelse och har därmed en indirekt påverkan på företaget och hur det ska styras. Det har också framkommit från tidigare studier att ägarförhållandena har stor betydelse för hur VD-ersättningen samt styrelsearvodena utformas.

8 Referenser

8.1 Artiklar och litterära verk

Agrawal, A., Makhija, A. K. & Mandelker, G. N. (1991). "Executive Compensation and Corporate Performance in Electric and Gas Utilities", *Journal of the Financial Management Association*, (Winter), Vol. 20, Nr. 4, s. 113-124.

Alvesson, M. & Svenningsson, S. (2007). *Organisationer, ledning och processer*. Lund: Studentlitteratur.

Baker, G. (1992). "Incentive Contracts and Performance Measurement", *The Journal of Political Economy*, Vol. 100, Nr. 3, s. 598-614.

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S. (2010). *Economics of Strategy*. Chichester, New Hampshire: John Wiley & Sons Ltd.

Brooks, C. (2002). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge: Cambridge University Press.

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

Bång, J., & Waldenström, D. (2009). "Rörlig ersättning till vd – vad säger forskningen?", *Institutet för Näringslivsforskning*, Nr. 27.

Cho, T., & Shen, W. (2007). "Changes in executive compensation following and environmental shift: The role of top management team turnover", *Strategic Management Journal*, Vol. 28, Nr. 7, s 747-754.

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

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*, Vol. 36, Nr. 4, s. 405-426.

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

Fong, Eric A. (2010) "CEO pay fairness as a predictor of stakeholder management", *Journal of Business Research*, Vol. 63, Nr. 4, s. 404-410.

Frey, Bruno S., Kucher, Marcel. (1999), "Managerial Power and Compensation", *Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich*, Working Paper Nr. 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*, Vol. 30, Nr. 4 s. 397-428.

Gujarati, Damodar N. (2003) *Basic Econometrics*, 4: e uppl. New York: NY. McGraw-Hill/Irwin Inc.

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*, Vol. 16, Nr. 3 s. 175-193.

Haynes, Rachel M., Schaefer, Scott. (2009), "CEO pay and the Lake Wobegon Effect", *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, Nr. 2, s. 280-290.

Hirschey, M. och Pappas, J. L. (1981) "Regulatory and Life Cycle Influences on Managerial Incentives" *Southern Economic Journal*, Vol. 48, Nr. 2, 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.

Jensen, M.C., & Murphy, K. J. (1990). "Performance Pay and Top-Management Incentives", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, Nr. 2, s. 225-264.

Kato, Takao. & Kubo, Katsuyuki. (2006), "CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual pay", *Journal of the Japanese and International Economics*, Vol. 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, Nr. 2, s. 246-261.

Knapp, M. (1991) "Factors that Audit Committee Members Use As Surrogates for Audit quality" *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 10, No. 1, s. 35-52.

Kruger, Justin. (1999) "Lake Wobegon Be Gone! The "Below-Average Effect" and the Egocentric Nature of Comparative Ability Judgments", *American Psychological Association* Vol. 77, Nr. 2, s. 221-232.

Körner, S. & Wahlgren L. (2006). *Statistisk Dataanalys*, uppl. 4:3. Lund: Studentlitteratur.

Lawrence, S. Tai, (2004). "Firm Size, Performance and CEO Pay: Evidence from a Group of American Quality Companies" *Total Quality Management & Business Excellence*, Vol. 15, Nr. 1, s. 35-42.

Lazear, E., & Rosen, S. (1981). "Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts" *Journal of Political Economy*, Vol. 89, Nr. 5, s 841–864.

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.

Ramanathan, R. (2002). *Introductory econometrics with applications*. San Diego, California: Harcourt College Publishers.

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

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

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

Westerlund, J. (2005). *Introduktion till Ekonometri*. Lund: Studentlitteratur.

Wu, Jianfeng. & Tu, Rungting. 2006, "CEO stock option pay and R&D spending: a behavioral agency explanation", *Journal of Business Research*, Vol. 60, Nr. 5, s. 482-492.

Zhou, Xianming. (2000) "CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada", *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 33, Nr. 1, s. 213-251.

8.2 Elektroniska källor

Kontrollerade 2012-05-27

Aktiespararna, "Investor-VD:s miljoner kritiseras åter"
<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Finns-ett-misstroende-mot-bolaget/>

Dagens Industri, "Apple-VD tjänar mest i USA"
http://di.se/Default.aspx?rlt=6&pid=267954__ArticlePageProvider&epslanguage=sv&referrer=http%3A%2F%2Fwww.google.com%2Furl%3Fsa%3Dt%26rct%3Dj%26q

%3Dapple-
vd%2520tj%25C3%25A4nar%2520mest%2520i%2520usa%26source%3Dweb%26cd%3D3%26ved%3D0CFMQFjAC%26url%3Dhttp%253A%252F%252Fdi.se%252F
Artiklar%252F2012%252F5%252F22%252F267954%252FApple-vd-tjanar-mest-i-
USA%252F%253Frlt%253D6%26ei%3Ddupu8T6bDCMz24QT6ntUU%26usg%3DA
FQjCNFuLWIOfpKGiibArF0gjkrSIYkvPg

Dagens Industri, ” *Kraftigt löneyft för Folksam vd - trots kritik*”
http://di.se/Default.aspx?tr=303017&rlt=0&pid=263281__ArticlePageProvider&epslanguage=sv&referrer=http%3A%2F%2Fwww.google.com%2Furl%3Fsa%3Dt%26rct%3Dj%26q%3Dvd%2520kritik%2520di.se%26source%3Dweb%26cd%3D1%26ved%3D0CFcQFjAA%26url%3Dhttp%253A%252F%252Fdi.se%252FArtiklar%252F2012%252F3%252F31%252F263281%252FFolksam-ger-kraftigt-loneyft---trots-kritik%252F%253Ftr%253D303017%2526rlt%253D0%26ei%3DEpO7T66ZBubb4QSL7omhCQ%26usg%3DAFQjCNEIVS7O_5N-HsZ8Z0mAyyaeSpZZ_A

Dagens Nyheter, ”*Fredrik Reinfeldt har fel – inkomstskillnaderna ökar*”
<http://www.dn.se/debatt/fredrik-reinfeldt-har-fel--inkomstskillnaderna-okar>

Dagens Nyheter, ”*Kritik mot handelsbanken efter höjt arvode*”
<http://www.dn.se/ekonomi/kritik-mot-handelsbanken-efter-hojt-arvode>

Finansinspektionen, ”*FI Dnr 10-9254*”
http://www.fi.se/upload/30_Regler/10_FFFS/2011/besluts_pm_11-1.pdf

Harvard Business Review, ”*The Incentive Bubble*”
<http://hbr.org/2012/03/the-incentive-bubble/ar/1>

Landsorganisationen i Sverige, ”*Rapporten Makteliten – kommer igen*”
[http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/5F511D731C13C5DDC12579B3002CF5DB/\\$file/Makteliten2_2012.pdf](http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/5F511D731C13C5DDC12579B3002CF5DB/$file/Makteliten2_2012.pdf)

Ledarna Sveriges Chefsorganisation, ”*Chefers rörliga lönedelar*”
http://www.ledarna.se/web/open/fileStream?path=/Ledarna/content/salary/rapporter_chefsloner/led:attachments/Rorliga_lonedelar.pdf

Realtid, ”*Biljättarnas chefer flyger i privatjet till krismöte*”
http://www.realtid.se/ArticlePages/200811/19/20081119153622_Realtid339/20081119153622_Realtid339.dbp.asp

Svenska Dagbladet, ”*Han tjänade 46 gånger mer än snittet*”
http://www.svd.se/naringsliv/han-tjanade-46-ganger-mer-an-snittet_6789687.svd

Svenska Dagbladet, ”*Regeringen stoppar chefsbonusar*”
http://www.svd.se/nyheter/inrikes/regeringen-stoppar-chefsbonusar_2637053.svd

SVT – Nyheter, ”*Dyra chefsbonusar lönar sig inte*”
http://svt.se/2.81000/1.1080748/dyra_chefsbonusar_lonar_sig_inte&lid=aldreNyheter_1026193&lpos=rubrik_1080748

Svenskt Näringsliv, *"Fakta om VD-löner"*
http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00031/Fakta_om_VD-l_ner_31962a.pdf

Svenskt Näringsliv, *"Vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare"*
http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00002/V_gledning_avseende_e_2148a.pdf

Sveriges Riksbank, *"Räntor och valutakurser"*
<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Arsgenomsnitt-valutakurser/>

Swedbank, *"Så här läser du börslistor"*
http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/sa-har-laser-du-borslistor/index.htm?contentid=OID_536894_SV

Unga Aktiesparare, *"Nyckeltal underlättar jämförelsen"*
<http://www.aktiespararna.se/ungaaktiesparare/Utbildning/Aktieanalys/Nyckeltal/>

8.3 Lagar och förordningar

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

9 Appendix

9.1 Bilaga 1

Listor över vilka bolag som ingår i respektive undersökningsår

2001	2005	2010
ANTAL BOLAG: 24	ANTAL BOLAG: 26	ANTAL BOLAG: 29
Large Cap:	Large Cap:	Large Cap:
ABB Ltd	ABB Ltd	ABB Ltd
Assa Abloy	Alfa Laval	Alfa Laval
Atlas Copco	Assa Abloy	Assa Abloy
Hexagon	Atlas Copco	Atlas Copco
NCC	Hexagon	Hexagon
Peab	NCC	NCC
Saab	Peab	Peab
Sandvik	Saab	Saab
Scania	Sandvik	Sandvik
Securitas	Scania	Scania
Skanska	Securitas	Securitas
SKF	Skanska	Skanska
Trelleborg	SKF	SKF
Volvo	Trelleborg	Trelleborg
	Volvo	Volvo
Mid Cap:	Mid Cap:	Mid Cap:
Addtech	Addtech	Addtech
B&B TOOLS	B&B TOOLS	B&B TOOLS
Beijer Alma	Beijer Alma	Beijer Alma
Beijer	Beijer	Beijer
Fagerhult	Fagerhult	Fagerhult
Gunnebo	Gunnebo	Gunnebo
NIBE	Indutrade	Indutrade
Proffice	NIBE	Lindab International
Sweco	Proffice	Loomis
ÅF	Sweco	NIBE
	ÅF	Proffice
		Sweco
		Systemair
		ÅF

9.2 Bilaga 2

Anova-tablåer för regressionsmodellerna.

Tabell 7: Anova för år 2001, modell 1 (total ersättning)

Beteckning	Fg	SS	MS	F-värde	P-värde
Regression	3	399,72	133,24	19,39	0,000
Residualfel	20	137,44	6,87		
Totalt	23	537,17			

Tabell 8: Anova för år 2005, modell 2 (fast ersättning)

Beteckning	Fg	SS	MS	F-värde	P-värde
Regression	3	137,028	45,676	21,85	0,000
Residualfel	21	43,895	2,090		
Totalt	24	180,923			

Tabell 9: Anova för år 2005, modell 3 (total ersättning)

Beteckning	Fg	SS	MS	F-värde	P-värde
Regression	3	373,99	124,66	16,67	0,000
Residualfel	22	164,49	7,48		
Totalt	25	538,48			

Tabell 10: Anova för år 2010, modell 4 (fast ersättning)

Beteckning	Fg	SS	MS	F-värde	P-värde
Regression	3	252,109	84,036	35,38	0,000
Residualfel	24	56,998	2,375		
Totalt	27	309,107			

Tabell 11: Anova för år 2010, modell 5 (rörlig ersättning)

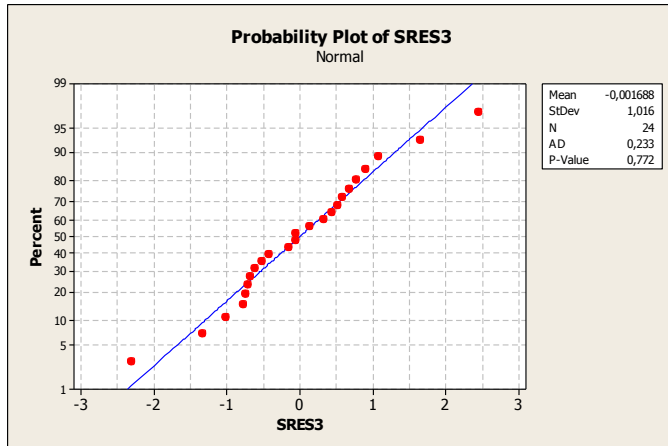
Beteckning	Fg	SS	MS	F-värde	P-värde
Regression	3	82,559	27,520	7,95	0,001
Residualfel	22	76,164	3,462		
Totalt	25	158,724			

Tabell 12: Anova för år 2010, modell 6 (total ersättning)

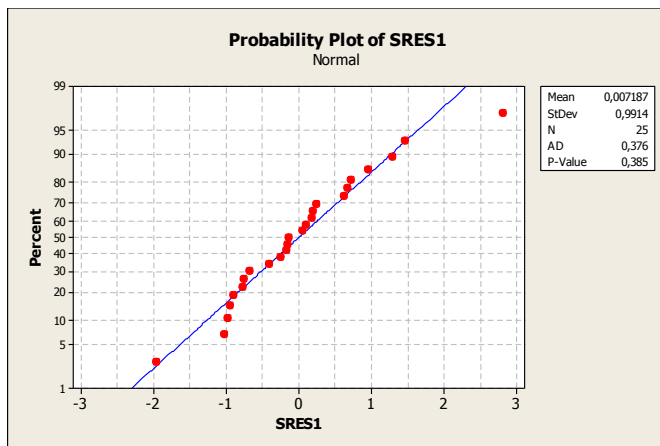
Beteckning	Fg	SS	MS	F-värde	P-värde
Regression	3	1300,74	433,58	21,34	0,000
Residualfel	25	507,87	20,31		
Totalt	28	1808,61			

9.3 Bilaga 3

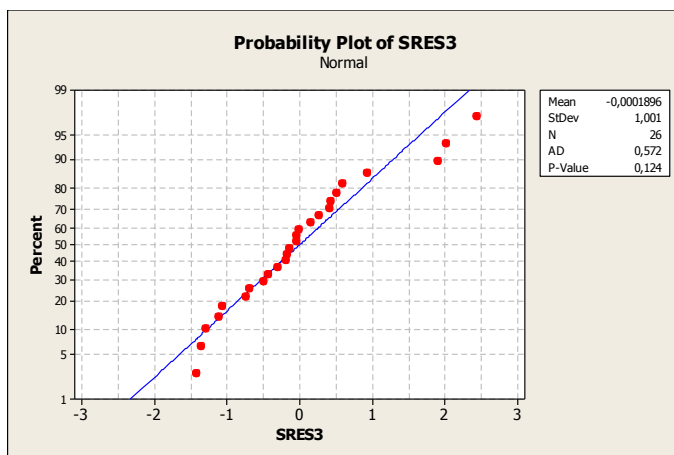
Normalplottar med Anderson-Darling testvärde.



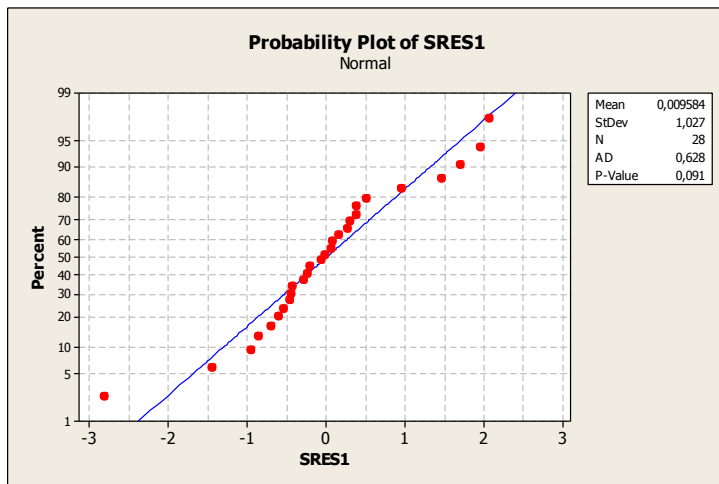
Figur 4: Normalplott för år 2001, modell 1 (total ers)



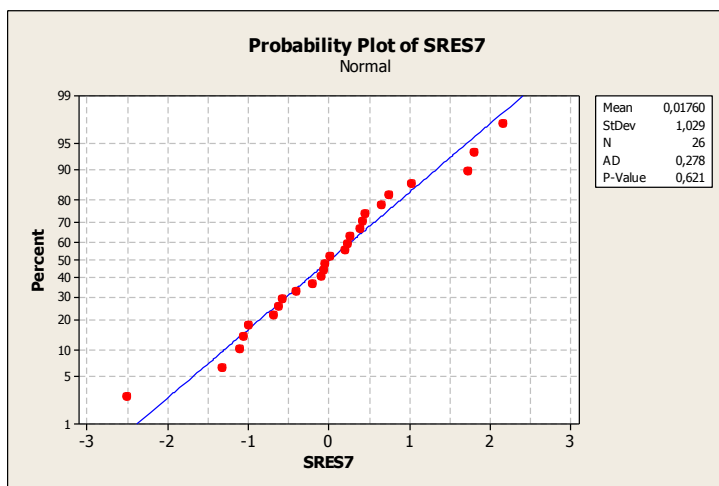
Figur 5: Normalplott för år 2005, modell 2 (fast ers)



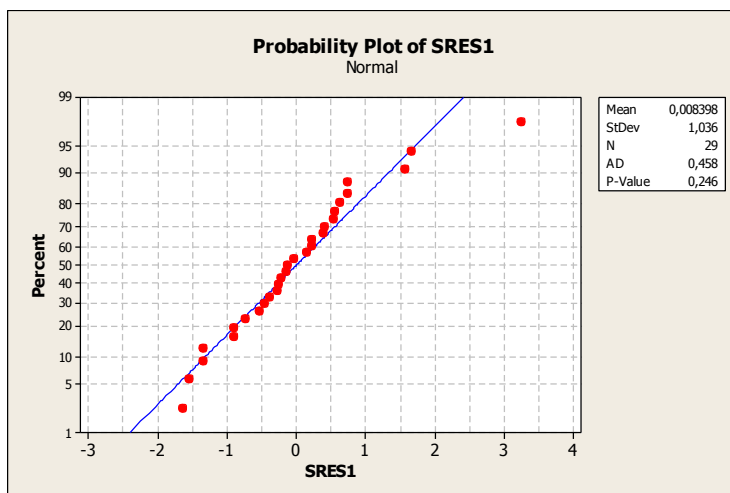
Figur 6: Normalplott för år 2005, modell 3 (total ers)



Figur 7: Normalplott för år 2010, modell 4 (fast ers)



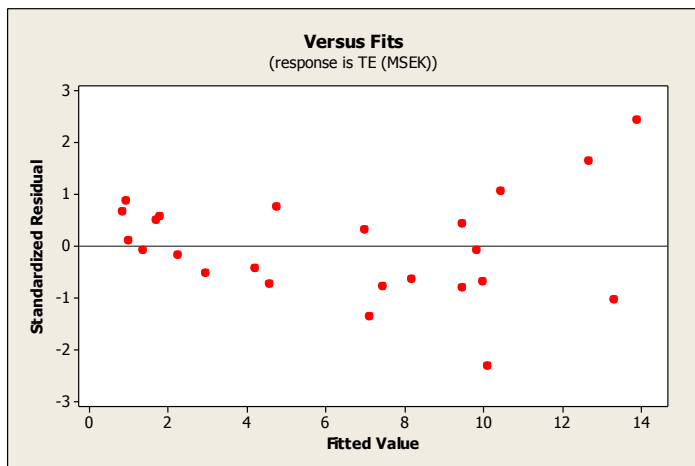
Figur 8: Normalplott för år 2010, modell 5 (rörlig ers)



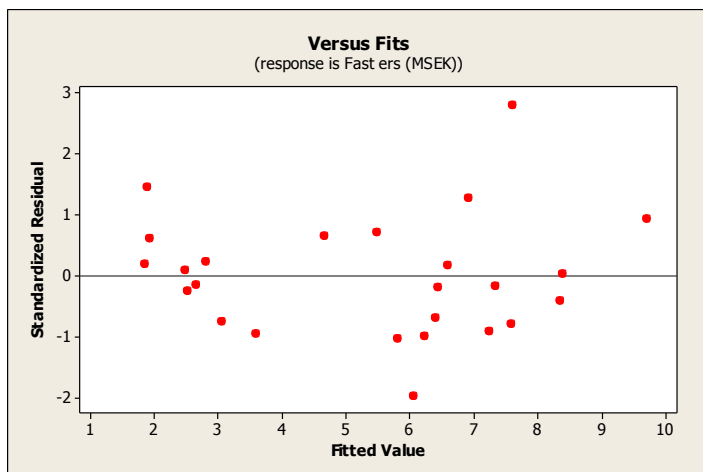
Figur 9: Normalplott för år 2010, modell 6 (total ers)

9.4 Bilaga 4

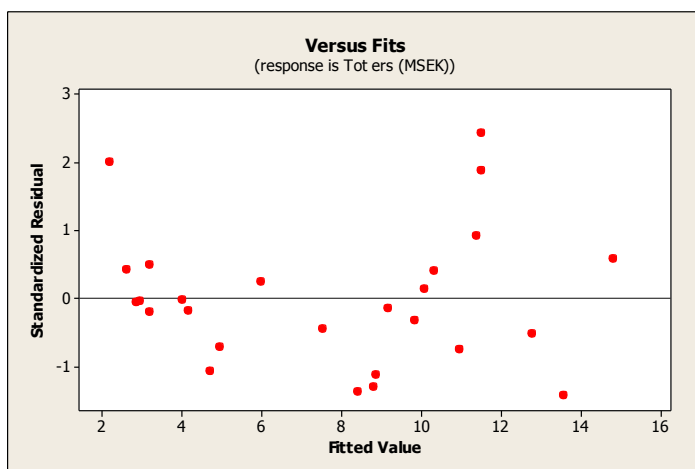
Plottar mellan standardiserade residualer och estimerade Y-värden.



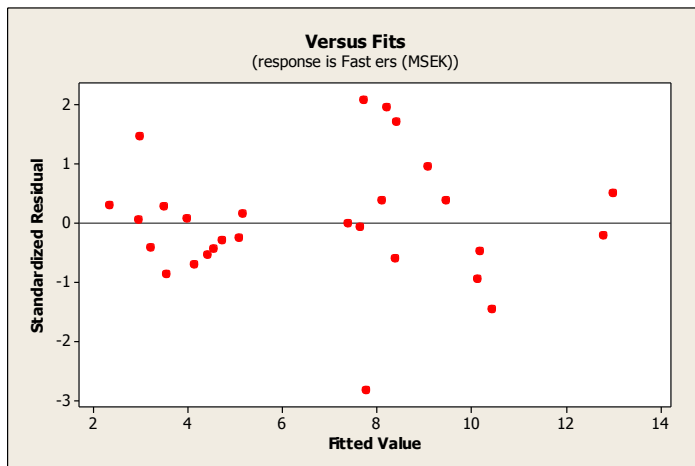
Figur 10: Regression år 2001, modell 1 (total ersättning)



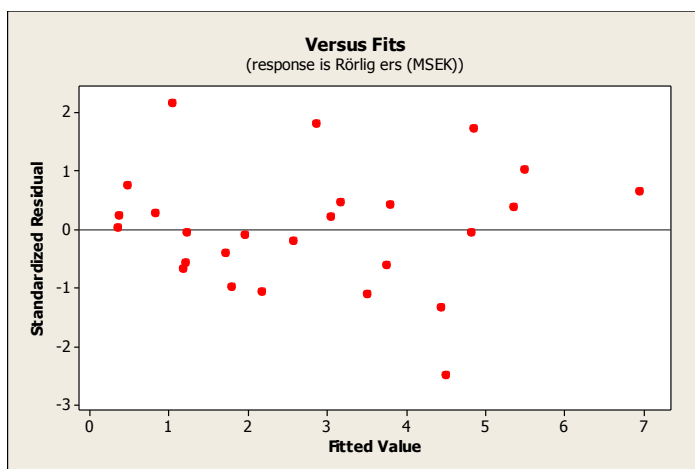
Figur 11: Regression år 2005, modell 2 (fast ersättning)



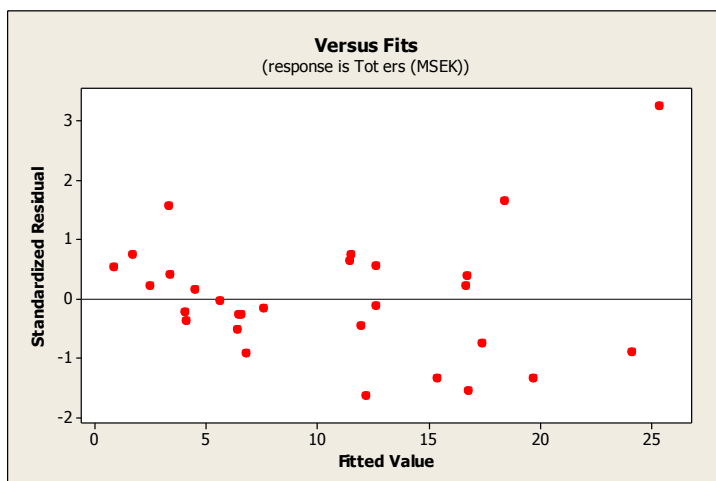
Figur 12: Regression år 2005, modell 3 (total ersättning)



Figur 13: Regression år 2010, modell 4 (fast ersättning)



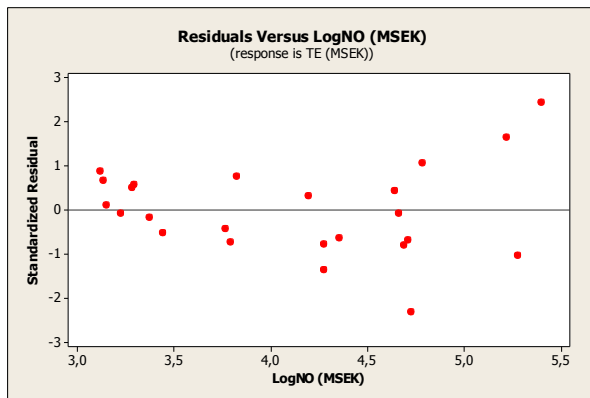
Figur 14: Regression år 2010, modell 5 (rörlig ersättning)



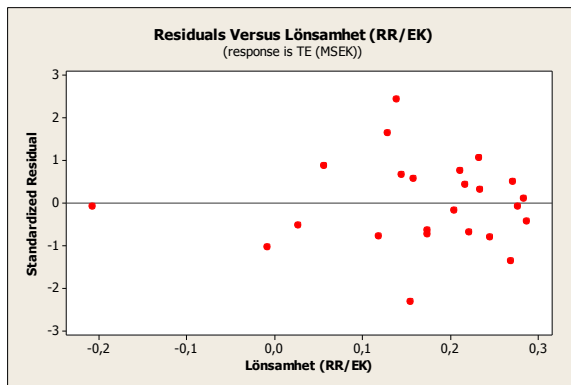
Figur 15: Regression år 2010, modell 6 (total ersättning)

9.5 Bilaga 5

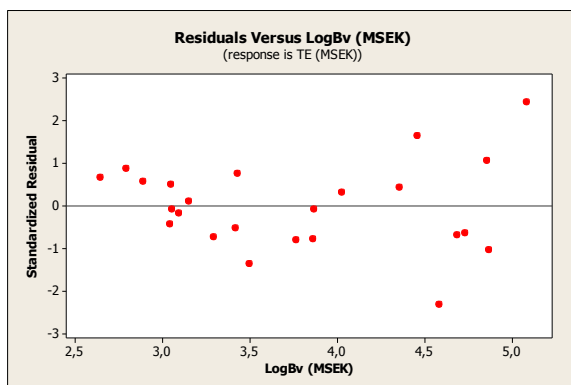
Plottar mellan standardiserade residualer och förklarande variabler.



Figur 16: Plott för variabeln nettoomsättning år 2001, modell 1



Figur 17: Plott för variabeln lönsamhet år 2001, modell 1



Figur 18: Plott för variabeln börsvärde år 2001, modell 1

9.6 Bilaga 6

Modellprovning med best subset testförfarandet i Minitab.

Tabell 13: Best subset test med Mallows Cp-kriterium – År 2001, modell 1

Beroende variabel: Total ersättning (MSEK)					
				L	L
				o	o
				g	g
				N	B
				O	v
				M	R M
				S	R S
				E	/ E
			Mallows	K	E K
Vars	R-Sq	R-Sq(adj)	Cp	S	K
1	68,4	66,9	4,7	2,7789	X
1	65,3	63,8	7,1	2,9093	X
2	73,5	71,0	2,7	2,6026	X X
2	70,0	67,2	5,4	2,7684	X X
3	74,4	70,6	4,0	2,6215	X X X

Tabell 14: Best subset test med Mallows Cp-kriterium – År 2005, modell 2

Beroende variabel: Fast ersättning (MSEK)					
				L	L
				o	o
				g	g
				N	B
				O	v
				M	R M
				S	R S
				E	/ E
			Mallows	K	E K
Vars	R-Sq	R-Sq(adj)	Cp	S	K
1	72,5	71,3	2,8	1,4705	X
1	67,2	65,8	7,4	1,6064	X
2	75,0	72,7	2,7	1,4349	X X
2	73,2	70,7	4,2	1,4854	X X
3	75,7	72,3	4,0	1,4458	X X X

Tabell 15: Best subset test med Mallows Cp-kriterium – År 2005, modell 3

Beroende variabel: Total ersättning (MSEK)					
				L	L
				o	o
				g	g
				N	B
				O	v
				M	R M
				S	R S
				E	/ E
			Mallows	K	E K
Vars	R-Sq	R-Sq(adj)	Cp	S	K
1	68,4	67,1	0,7	2,6607	X
1	63,1	61,6	4,6	2,8775	X
2	69,1	66,4	2,3	2,6916	X X
2	68,8	66,1	2,5	2,7029	X X
3	69,5	65,3	4,0	2,7344	X X X

Tabell 16: Best subset test med Mallows Cp-kriterium – År 2010, modell 4

Beroende variabel: Fast ersättning (MSEK)

							L	L	
							o	o	
							g	g	
							N	B	
							O	v	
							M	R	M
							S	R	S
							E	/	E
							K	E	K
							Mallows		
Vars	R-Sq	R-Sq(adj)	Cp	S	K				
1	76,0	75,0	7,3	1,6903	X				
1	75,8	74,9	7,5	1,6966	X				
2	80,6	79,0	3,2	1,5487	X X				
2	77,3	75,5	7,5	1,6746	X X				
3	81,6	79,3	4,0	1,5411	X X X				

Tabell 17: Best subset test med Mallows Cp-kriterium – År 2010, modell 5

Beroende variabel: Rörlig ersättning (MSEK)

							L	L	
							o	o	
							g	g	
							N	B	
							O	v	
							M	R	M
							S	R	S
							E	/	E
							K	E	K
							Mallows		
Vars	R-Sq	R-Sq(adj)	Cp	S	K				
1	47,1	44,9	2,3	1,8711	X				
1	37,6	35,0	6,6	2,0309	X				
2	51,9	47,7	2,0	1,8215	X X				
2	47,3	42,7	4,2	1,9072	X X				
3	52,0	45,5	4,0	1,8606	X X X				

Tabell 18: Best subset test med Mallows Cp-kriterium – År 2010, modell 6

Beroende variabel: Total ersättning (MSEK)

							L	L	
							o	o	
							g	g	
							N	B	
							O	v	
							M	R	M
							S	R	S
							E	/	E
							K	E	K
							Mallows		
Vars	R-Sq	R-Sq(adj)	Cp	S	K				
1	69,3	68,1	2,4	4,5384	X				
1	61,1	59,7	9,6	5,1046	X				
2	71,2	68,9	2,7	4,4790	X X				
2	70,3	68,0	3,5	4,5474	X X				
3	71,9	68,5	4,0	4,5072	X X X				