



LUNDS
UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska institutionen

FEKN90
Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet

VT 2014

HUR PÅVERKAR STYRELSENS SAMMANSÄTTNING VD:S ERSÄTTNINGSNIVÅ?

– EN STUDIE PÅ SVENSKA LARGE CAP-BOLAG

Författare:
Malin Fogelmark
Hanna Lanker

Handledare:
Claes Svensson

Sammanfattning

Examensarbetets titel:	Hur påverkar styrelsens sammansättning VD:s ersättningsnivå? – En studie på svenska Large Cap-bolag
Seminariedatum:	2014-05-26
Ämne/kurs:	FEKN90, Examensarbete på Civilekonomprogrammet, Finansiering, 30 högskolepoäng (30 ECTS)
Författare:	Malin Fogelmark och Hanna Lanker
Handledare:	Claes Svensson
Nyckelord:	VD-ersättning, styrelsens sammansättning, Corporate Governance, Sverige, Large Cap
Syfte:	Studien ämnar undersöka om det finns något samband mellan styrelsens sammansättning och VD:ns ersättning i svenska publika aktiebolag. I uppsatsen utformas och testas hypoteser efter rådande svenska förhållanden.
Teoretiska perspektiv:	Ett flertal corporate governance teorier ligger till grund för studiens teoretiska perspektiv. Agentteorin, managerial power teorin och resource dependence teorin är de teorier som, tillsammans med tidigare forskningsresultat, i huvudsak används som grund för studien.
Metod:	I studien används en kvantitativ metod med en deduktiv forskningsansats, då befintliga teorier och forskningsresultat ligger till grund för studien. I studien används ett paneldataset där relationer mellan inkluderade variabler studeras med hjälp av en multipel linjär regressionsmodell.
Empiri:	Studien baseras på data från 60 bolag registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista under åren 2006 till 2012. Data hämtas från bolagens årsredovisningar.
Resultat:	Studiens resultat visar att styrelsens sammansättning har betydelse för VD:ns ersättningsnivå. Ett negativt samband finns mellan styrelsens storlek, andel internationella styrelseledamöter, andel kvinnliga styrelseledamöter och VD:ns ersättning. Det vill säga att VD:n får längre ersättning vid dessa förhållanden. Sambandet mellan styrelseledamöter aktiva i fler än tre styrelser, andel styrelseledamöter som representerar en storägare och VD:ns ersättning går dock inte att statistiskt säkerställa. Författarna menar att VD:ns ersättning, utöver styrelsens sammansättning, kan förklaras av den svenska samhällskulturen, svenska regelverk, VD:ns kompetens och de kontrollvariabler som inkluderas i studien.

Abstract

- Title:** How does board composition affect CEO compensation?
– A study on Swedish Large Cap companies.
- Seminar date:** 2014-05-26
- Course:** FEKN90, Master thesis in business administration, Finance, 30 University Credit Points (30 ECTS)
- Authors:** Malin Fogelmark and Hanna Lanker
- Advisor:** Claes Svensson
- Key words:** CEO compensation, board composition, Corporate Governance, Sweden, Large Cap
- Purpose:** This study aims to investigate if there is a relationship between board composition and CEO compensation in Swedish companies listed on NASDAQ OMX Stockholm Large Cap. In the study, hypotheses are formulated and tested in a Swedish setting.
- Theoretical perspectives:** The main theoretical perspectives used in this study are agency theory, managerial power theory and resource dependence theory and they are complemented with previous research in the same field.
- Method:** The research method used in the study is quantitative and deductive since it is based on existing theories and previous research. The relationship between CEO compensation and the independent variables are analyzed through a multiple linear regression model.
- Empirical foundation:** The study includes 60 Swedish public companies listed on the Swedish Stock Exchange, NASDAQ OMX Stockholm Large Cap, from year 2006 to 2012. Data are collected from annual reports.
- Results:** Results show that board composition does have an impact on CEO compensation. Board size, international directors and female directors show a negative relationship with CEO compensation. There is no significant relationship between busy boards, directors representing a large shareholder and CEO compensation. The authors further believe that the CEO's compensation, in addition to board composition, can be explained by the Swedish social culture and regulations, the CEO's competence and the control variables included in the study.

Förord

Vi vill först och främst tacka vår handledare Claes Svensson för stöd och goda råd under examensarbetets gång. Tack även till Jens Forsbaeck för rådgivning vid genomförandet av examensarbetets empiriska undersökning. Vi vill avslutningsvis tacka våra opponenter och övriga studenter i vår seminariegrupp vid Ekonomihögskolan i Lund som vid flera tillfällen gett goda råd och konstruktiv kritik.

Tack även till

Annika Johansson

Arild Pettersen

Malin Fogelmark

Hanna Lanker

Lund den 16 maj 2014

Innehållsförteckning

1. Inledning	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Tidigare forskning	10
1.3 Problemdiskussion	11
1.4 Problemformulering	13
1.5 Syfte	13
1.6 Avgränsningar	13
1.7 Målgrupp	13
2. Institutionell kontext och svenska förhållanden	15
2.1 Styrelsespecifika lagar och kompletterande regelverk	15
2.2 Ersättningsrelaterade lagar och kompletterande regelverk	16
2.3 Svenska förhållanden	17
3. Teoretisk referensram	19
3.1 Corporate governance teorier	19
3.1.1 Agentteorin	19
3.1.2 Managerial power teorin	21
3.1.3 Resource dependence teorin	22
3.2 Ersättning	23
3.2.1 VD-ersättningens komponenter	24
3.3 Styrelsen	25
3.3.1 Vem fattar beslut om VD:ns ersättning?	25
3.3.2 Vilka problem finns i ersättningsfrågor?	26
3.4 Sammanställning av studiens hypoteser	30
3.5 Kontrollvariabler	31
3.5.1 Företagets storlek	31
3.5.2 Företagets resultat	31
3.5.3 Storägare	31
3.5.4 Branschtillhörighet	32
3.5.5 Ersättningskommittéer	32
3.5.6 Utländsk VD	32
3.5.7 Kvinnlig VD	32
4. Metod	33
4.1 Forskningsansats	33
4.2 Dataurval	34
4.2.1 Krav på dataurval	34
4.2.2 Bortfall	34
4.3 Datainsamling	35
4.3.1 Tillvägagångssätt	36
4.3.2 Sekundärdata	36
4.3.3 Litteraturstudie	37
4.4 Källkritik	37
4.4.1 Litteraturkritik	37
4.4.2 Metodkritik	38
4.5 Reliabilitet, replikerbarhet och validitet	39
4.5.1 Reliabilitet	39
4.5.2 Replikerbarhet	39
4.5.3 Validitet	40
5. Regressionsmodellen	41
5.1 Regressionsanalys	41
5.1.1 Paneldataanalys	42
5.1.2 Antaganden för minsta kvadratmetoden	42

5.1.3 Validitetstester	44
5.2 Regressionsmodellen.....	44
5.3 Beroende variabel.....	44
5.3.1 Total ersättning.....	44
5.4 Förklaringsvariabler	45
5.4.1 Styrelsens storlek.....	45
5.4.2 Busy boards.....	45
5.4.3 Internationella styrelseledamöter	45
5.4.4 Kvinnliga styrelseledamöter	46
5.4.5 Styrelseledamöter som representerar en storägare	46
5.5 Kontrollvariabler	46
5.5.1 Företagets storlek	46
5.5.2 Företagets resultat	46
5.5.3 Storägare.....	47
5.6 Sammanställning av variabler	48
6. Empiri.....	49
6.1 Deskriptiv statistik.....	49
6.2 Resultat av regressionerna.....	50
6.2.1 Regressionsutfall.....	50
6.2.2 Bekräftande eller förkastande av hypoteser.....	51
6.2.3 Kontrollvariabler	52
6.2.4 Sammanställning av variabelernas påverkan på VD:ns totala ersättning	54
6.3 Validitetstester	55
6.3.1 Homoskedasticitet	55
6.3.2 Normalfördelade residualer.....	56
6.3.3 Multikolinjäritet	57
7. Analys	59
7.1.1 Total ersättning.....	59
7.1.2 Total fast ersättning	60
7.1.3 Total rörlig ersättning.....	60
7.1.4 Pension.....	61
7.2 Analys av regressionsresultat	61
7.2.1 Styrelsens storlek.....	62
7.2.2 Busy boards.....	63
7.2.3 Internationella styrelseledamöter	64
7.2.4 Kvinnliga styrelseledamöter	65
7.2.5 Styrelseledamöter som representerar en storägare	66
7.2.6 Företagets storlek	67
7.2.7 Företagets resultat	68
7.2.8 Storägare.....	69
7.3 Avslutande analys.....	69
8. Slutsatser	72
8.1 Förslag till framtida forskning.....	74
Referenser	75
Bilagor	79
Bilaga 1 – Lista över aktiebolag inkluderade i studien	79
Bilaga 2 – Deskriptiv statistik utan logaritmerade variabler	80
Bilaga 3 – Resultat uppdelat på åren 2006 till 2008 och 2009 till 2012.....	81
Bilaga 4 – Fixed- eller random effects	82
Bilaga 5 – Test för heteroskedasticitet	85
Bilaga 6 – Normalitetstest	88
Bilaga 7 – Korrelationsmatriser	90

1. Inledning

I detta kapitel presenteras examensarbetets bakgrund. Omdebatterade händelser och tidigare forskning ligger till grund för problemformulering och syfte. Vidare redovisas de avgränsningar som gjorts, studiens målgrupp och disposition.

1.1 Bakgrund

Ersättning till verkställande direktör, i fortsättningen förkortat VD, och övriga ledande befattningshavare har länge fångat allmänhetens intresse och varit mycket omdebatterat i svenska och internationella medier. Rubriker så som ”Miljonregn över ny vd”, ”46 arbetarlöner – på en vd lön” och ”Svenska vd-löner försätter stiga” är endast ett axplock av vad som skrivits om företagsledares ersättningar i svensk media. Flera skandaler i början av 2000-talet, både i Sverige och internationellt, har skapat misstro mot höga VD-löner (Söderström, Berglöf, Holmström, Högfeldt & Meyersson Milgrom, 2003). Nedan presenteras ett antal intressanta händelser som påvisar allmänhetens kritiska inställning till höga ersättningsnivåer för företagsledare men som också indikerar hur ersättningsnivåerna förväntas utvecklas framöver.

Allmänhetens förtroende för företagsledare och svenskt näringsliv minskade då Skandia-skandalen uppmärksammades i Sverige i början av 2000-talet. Skandias ledning visade sig ha tagit ut skyhöga löner och lyxrenoverat privata bostäder på aktieägarnas bekostnad (Stockholm TT, 2003). Några år senare uppmärksammades återigen höga VD-ersättningar i media. Denna gång då Elektrolux nya amerikanske VD:s ersättning för år 2011, om upp emot 74,5 miljoner kronor, presenterades (Almgren, 2010). Följande förklaring till den höga ersättningen gavs av Electrolux vice ordförande Peggy Bruzelius:

”Någon gång måste man rekrytera en vd som inte är svensk och internationellt sett är svenska ersättningsnivåer låga. Om man tar in en utländsk vd, speciellt en amerikan, så måste man upp på de här nivåerna” (Malmström, 2010).

Ersättningar till företagsledare har ständigt ökat. Sedan 1980-talet har en kraftig löneutveckling för företagsledare skett i USA, framförallt i form av ökad aktierelaterad

ersättning. Liknande utveckling har även funnits i Sverige och i övriga Europa, dock på en blygsammare nivå (Söderström et al. 2003). I LOs rapport ”Den ekonomiska makteliten” presenteras svenska VD-löners utveckling. I studien beskrivs att de 50 högst avlönade företagsledarna i svenskt näringsliv år 2012 hade en ersättning motsvarande cirka 50 arbetarlöner. År 1980 var motsvarande siffra 10 arbetarlöner vilket indikerar att en kraftig ökning har skett (Bergström & Eld, 2014). Svenska VD-löner anses dock generellt vara låga, speciellt i jämförelse med amerikanska och övriga europeiska VD-löner (Oreland, 2007). Dock kan en ökande ersättningsnivå förväntas till följd av att svenska bolag internationaliseras (Oxelheim & Randøy, 2005). Ersättningen som gavs till Elektrolux utländske VD, Keith McLoughlin, kan ses som en indikation på en sådan utveckling.

Utöver VD:ns ersättningsnivå är allmänheten, media och forskare också kritiska mot ersättningens svaga koppling till VD:ns prestation och företagets resultat (Söderström et al. 2003). Detta uppmärksammades nyligen då Nokia år 2013 köptes upp av Microsoft. Nokias VD erhöll i samband med uppköpet en extra ersättning på dryga 19 miljoner euro trots att Nokias värde kraftigt minskat under VD:ns tid i företaget (Isacsson, 2013). En anledning till det svaga sambandet mellan ersättning och prestation anses av Bebchuk och Fried (2004) vara att en VD i stor utsträckning själv kan påverka sin lön genom sitt inflytande över styrelsen som fattar beslut i ersättningsfrågor. Det finns därmed en koppling mellan styrelsens sammansättning och VD:s ersättningsnivå. Denna koppling uppmärksammas även av Isacsson (2013) som i tidningsartikeln ”Groteska vd-löner är styrelsernas fel” beskyller styrelser för höga ersättningsnivåer till företagsledare och anser att ”turerna runt Nokia borde även vara en varningsklocka för styrelser i Sverige”.

Till följd av de börs- och finansskandaler som uppdagades under 2000-talet har även styrelser hamnat i fokus hos forskare och allmänhet. Styrelsens förmåga att kontrollera och övervaka ledningen kom att ifrågasättas varpå nya regelverk, så som Svensk kod för bolagsstyrning, hädanefter benämnt Koden, infördes för att förstärka allmänhetens förtroende för finansmarknaden (Söderström et al. 2003). Bolagsstyrning, på engelska kallat Corporate Governance, omfattar regler och tankesätt för hur företag styrs och kontrolleras. Det har i Sverige bland annat diskuterats huruvida en VD ska få ingå i styrelsen, hur stor en styrelse bör vara samt hur en styrelse ska göras mer diversifierad (Söderström et al. 2003). Ovan nämnda faktorer relaterade till styrelsens sammansättning har av forskare visat sig vara

avgörande för hur lätt en VD kan påverka sin ersättningsnivå (Boyd, 1994; Core, Holthausen & Larcker, 1999).

1.2 Tidigare forskning

Ersättning till ledande befattningshavare är ett välstuderat område där flera forskare har undersökt vad som påverkar en VD:s ersättningsnivå, exempelvis företagets storlek, resultat och ägarstruktur. Forskare har även undersökt vilken koppling som finns mellan styrelsens sammansättning och VD:ns ersättning. Nedan nämnda forskares resultat ligger i huvudsak till grund för denna studies forskning och utformning av hypoteser.

Boyd (1994) undersökte i sin studie, innehållande 139 amerikanska företag från 12 branscher, ifall det fanns ett samband mellan en VD:s ersättning och styrelsens kontroll över ledningen. Boyd approximerar styrelsens kontroll med variablerna VD som styrelseordförande, andel interna ledamöter, styrelsearvode, styrelseledamöters aktieinnehav och styrelseledamöter som representerar en stor ägargrupp. Boyd (1994) kontrollerade även för hur företagets storlek och resultat påverkar VD-ersättningen. Författaren fann att styrelsens kontroll hade starkare korrelation med VD:ns ersättning än vad både företagets storlek och resultat hade. Ökad styrelsekontroll, i form av ökad övervakning av ledningen, ledde till lägre ersättning och förklarade i Boyds studie en signifikant del av VD:ns ersättning.

Core, Holthausen och Larcker (1999) fann i sin studie, innehållande 205 amerikanska aktiebolag under en treårsperiod, att styrelsesammansättning och bolagets ägarstruktur påverkar VD:ns ersättningsnivå. Författarna konstaterar att svagare och mindre effektiva styrelser generellt resulterar i högre VD-ersättning. De fann att ersättningen är högre då VD:n är styrelseordförande, när styrelsen är större och när ledamöterna är äldre eller aktiva i fler än tre styrelser. De fann även att ersättningen är lägre i de fall där det finns en storägare¹ eller då VD:n äger många aktier i bolaget.

Randøy och Nielsen (2002) presenterade år 2002 en studie där sambandet mellan företags resultat, bolagsstyrning och VD-ersättning undersöktes hos 224 svenska och norska företag under åren 1996 till 1998. Författarna fann ett positivt samband mellan VD-ersättning och variablerna företagets storlek, styrelsens storlek och internationella styrelseledamöter. De fann inget signifikant samband mellan VD-ersättning och företagets resultat.

¹ En storägare definieras som en ägare som äger 5 %, eller mer, av rösterna i bolaget.

1.3 Problemdiskussion

En VD:s ersättning består av flera komponenter och avser i denna studie fast lön, rörlig lön, aktierelaterad ersättning, pensioner och övriga förmåner. Svenska VD-löner består till största del, upp till 80 %, av fast ersättning och en mindre del rörlig eller aktierelaterad ersättning, som påverkas av bolagets resultat och av företagets storlek (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Kim, Nofsinger och Mohrs siffror baseras på svenska VD:ars ersättning. Då ersättningsfrågor är komplexa men mycket viktiga har Kollegiet för svensk bolagsstyrning försökt skapa riktlinjer för hur löner och ersättningsnivåer ska bestämmas. Exempel på sådana riktlinjer, som presenteras närmare i kapitel 2, är att Koden rekommenderar styrelser att inrätta ersättningsutskott som arbetar med att fastställa VD:ns ersättning och att VD:ns rörliga ersättning bör vara kopplad till förutbestämda och mätbara kriterier.

Att döma av tidigare forskning och stor medial uppmärksamhet finns det en tydlig debatt om VD:ars ersättning men lite förståelse för vad som bestämmer deras löner. VD:ns ersättningsnivå bestäms av flera faktorer så som vad som anses vara en marknadsmässig lön, VD:ns kompetens och företagets resultat. Det har även visats att VD:n i viss mån själv kan påverka sin ersättningsnivå beroende på hur styrelsen är sammansatt. Ersättningsnivåer är generellt förhandlingsbara varpå en VD:s förhandlingsförmåga väntas spela roll för hens ersättningsnivå.

Ett antal internationella studier, bland annat de som presenteras i avsnitt 1.2, påvisar att variabler relaterade till styrelsens sammansättning påverkar VD:ns inflytande över styrelsen och därmed även hens ersättningsnivå. Med bakgrund av Boyd (1994), Core, Holthausen och Larcker (1999) och Randøy och Nielsens (2002) resultat är det av intresse att göra en svensk studie där det undersöks hur faktorer relaterade till styrelsens sammansättning påverkar VD:ns ersättning, med fokus på VD:ns inflytande över styrelsen. Det är speciellt av intresse då styrelsers sammansättning varit mycket omdebatterad i Sverige. Under hösten år 2013 släppte AllBright rapporten ”Lika barn leka bäst” som handlar om homogenitet och lika värderingar i svenska styrelser. I rapporten beskrivs att svenska styrelser har styrelseledamöter som är kopior av VD:n och att det finns en rädsla för att rekrytera någon som är olik ledningen och övriga styrelseledamöter (AllBright, 2013). Med liknande synsätt och tidiga vänskapsband mellan styrelsemedlemmar och VD:ar är det lättare för VD:n att påverka sin ersättningsnivå. Diversifierade styrelser innebär inte bara en jämnare

könsfördelning utan även en större spridning av nationalitet. Studier av Adams och Ferreira (2009) och Oxelheim och Randøy (2005) har visat vikten av att ha diversifierade styrelser då det leder till ökad kontroll av ledningen och att det blir svårare för VD:n att ha inflytande i ersättningsrelaterade frågor.

Det finns flera omfattande svenska studier som undersöker andra faktorer som påverkar en VD:s ersättning. Dessa studier undersöker bland annat hur ägarstruktur, företagets storlek, företagets resultat och börskurs påverkar ersättningsnivån. Vi finner däremot ingen omfattande svensk studie som under åren 2006 till 2012, efter införandet av Koden, fokuserat på att undersöka hur styrelsens sammansättning påverkar VD:ns ersättning. Denna studie har dessutom en generellt längre tidsperiod, som innefattar en hel konjunkturcykel, än många tidigare forskningsstudier inom området. Tidsperioden möjliggör att undersöka hur ersättningen utvecklats över tid och ifall tidsaspekten har någon betydelse för studiens resultat. Att vidare undersöka styrelsernas sammansättning i relation till VD-ersättningar i en svensk kontext är intressant då tidigare studier främst gjorts på amerikanska förhållanden, som med avseende på exempelvis ägarstruktur och regelverk skiljer sig från de svenska. En VD får exempelvis inte vara styrelseordförande i svenska publika aktieföretag, vilket är mycket vanligt förekommande i USA. Denna svenska lag reducerar VD:ns inflytande över styrelsen i exempelvis ersättningsfrågor. Att höga ersättningsnivåer generellt är mindre accepterat i Sverige än internationellt är dessutom också en viktig särskiljande faktor som kan ha en stor inverkan på studiens resultat. I Sverige råder dessutom på senare år hög transparens vid redovisande av VD-ersättningar. Detta möjliggör att denna studies dataset är mer detaljerat än vad äldre svenska studiers dataset är.

Med bakgrund av ovanstående problemdiskussion undersöks hur faktorer relaterade till styrelsens sammansättning påverkar VD:ns inflytande över styrelsen i ersättningsfrågor. Faktorer som relateras till styrelsens sammansättning i denna studie är; styrelsens storlek, ledamöter aktiva i fler än tre styrelser, internationella styrelseledamöter, kvinnliga styrelseledamöter och styrelseledamöter som representerar en storägare. Dessa har valts då de i tidigare internationella studier visats påverka VD:ns inflytande över styrelsen och därmed dens ersättningsnivå.

1.4 Problemformulering

Hur påverkas verkställande direktörens ersättning av styrelsers sammansättning i svenska publika aktiebolag?

1.5 Syfte

Examensarbetets syfte är att undersöka om det finns något samband mellan styrelsers sammansättning och en VD:s ersättning i svenska publika aktiebolag. Uppsatsen utformar och testar hypoteser efter rådande svenska förhållanden.

1.6 Avgränsningar

Studien avgränsas till svenska publika aktiebolag registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista. Dessa bolag faller under regelverk så som aktiebolagslagen och Koden, vilka är centrala regelverk i ersättningsfrågor. Publika aktiebolag har valts då det i aktiebolagslagen finns specifika lagar, som är betydande för denna studie, som riktar till dessa bolag. Dessa lagar specificeras närmare i kapitel 2. Den valda tidsperioden, åren 2006 till 2012, inkluderar både införandet av Koden och finanskrisen år 2008.

1.7 Målgrupp

Uppsatsen är framförallt ämnad för studenter och forskare vid svenska universitet som har grundläggande kunskap och intresse för bolagsstyrning. Vidare avser studien att väcka intresse hos bolagsledningarna och styrelser samt hos personer som är aktiva inom svenskt näringsliv.

1.8 Disposition

Kapitel 1 - Inledning

I det första kapitlet presenteras bland annat examensarbetets bakgrund, positionering mot tidigare forskning, problemformulering och syfte.

Kapitel 2 - Institutionell kontext och svenska förhållanden

I det andra kapitlet presenteras svenska lagar och kompletterande regelverk som berör publika aktieföretag. Vidare diskuteras hur styrelsens sammansättning och VD:ns ersättning påverkas av svenska förhållanden.

Kapitel 3 - Teoretisk referensram

I detta kapitel redogörs för den teoretiska referensramen som ligger till grund för val och analys av insamlat material.

Kapitel 4 - Metod

I metodkapitlet redogörs för vilka metodval och urvalsprocesser som gjorts i examensarbetet. I detta kapitel presenteras även kritik mot vald metod.

Kapitel 5 - Regressionsmodellen

I detta kapitel förklaras regressionsmodellen och dess variabler, vilken ligger till grund för analysen av examensarbetets frågeställning. I kapitlet presenteras dessutom de validitetstester som varit nödvändiga att genomföra.

Kapitel 6 - Empiri

I examensarbetets sjätte kapitel presenteras resultatet från den empiriska undersökningen och genomförda validitetstester.

Kapitel 7 - Analys

I analyskapitlet diskuteras och analyseras resultatet från den empiriska undersökningen genom en återkoppling till teorikapitlet.

Kapitel 8 - Slutsatser

I detta kapitel besvaras examensarbetets forskningsfråga och författarnas tankar och reflektioner kring resultatet diskuteras. I detta kapitel ges även förslag till framtida forskning.

2. Institutionell kontext och svenska förhållanden

Den institutionella kontexten sammanfattar svenska lagar och kompletterande regelverk som berör uppsatsens innehåll. Vidare diskuteras hur styrelsens sammansättning och VD:ns ersättning påverkas av svenska förhållanden.

Bolagsstyrning genomsyrar hela företags verksamhet och reglerar bland annat i vilken riktning företaget arbetar, dess målsättningar och ämnar förena bolagets, ledningens och övriga intressenters intressen (Turnbull, 1997). Svensk bolagsstyrning regleras av både lagar och kompletterande regelverk. Aktiebolagslagen, förkortas i fortsättningen ABL, är en tvingande lag som riktas till både privata och publika aktiebolag med syfte att skydda bolaget, ägarna och övriga intressenter (Nordiska värdepappersregistret, n.d). Som ett komplement till ABL infördes den 1 juli år 2005 Koden (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, n.d). Koden gäller för aktiebolag registrerade för handel på en reglerad marknad i Sverige, NASDAQ OMX Stockholm. Koden ses som ett komplement till existerande lagar och är inte tvingande utan bygger istället på principen *följ eller förklara*. Detta innebär att bolag kan avvika från Koden om de förklarar varför. Kodens syfte är att förbättra svensk bolagsstyrning och ge stärkt förtroende till svenska börsbolag. God bolagsstyrning, som anges i Koden, innebär att företag ska skötas så effektivt som möjligt för aktieägarna och bidra till ökad dynamik i den svenska ekonomin. Koden behandlar bland annat styrelsens ansvarsområden, storlek, sammansättning och ersättningar till ledande befattningshavare.

2.1 Styrelsespecifika lagar och kompletterande regelverk

Enligt ABL ska aktiebolag ha tre beslutsfattande organ, som alla kontrolleras av externa revisorer. De tre beslutsfattande organen utgörs av bolagsstämman, styrelsen och företags VD, av vilka bolagsstämman är högsta beslutsfattande organ (Svensk kod för bolagsstyrning, 2010). Det är vid bolagsstämman aktieägarna kan utöva sitt inflytande i bolaget.

Enligt ABL 8 kap. 1 § ska ett aktiebolag i Sverige ha en ”styrelse med en eller flera ledamöter” (SFS 2005:551). ABL innehåller specifika lagar för publika aktiebolag, det vill säga bolag som erbjuder aktier på den öppna marknaden (Bolagsverket, 2012). Dessa lagar är av intresse då studien grundas på denna typ av bolag. I publika aktiebolag måste en styrelse bestå av minst tre ledamöter (ABL 8 kap. 46 §, SFS 2005:551) varav mer än hälften ska utses

av bolagsstämman (ABL 8 kap. 47 §, SFS 2005:551). I publika bolag får VD:n inte vara styrelseordförande (ABL 8 kap. 49 § 1st, SFS 2005:551). Styrelsens huvuduppgifter är bland annat att regelbundet kontrollera bolagets ekonomiska funktion, ansvara för bolagets organisation och förvalta dess intressen (ABL 8 kap. 4 §, SFS 2005:551). Styrelsen ska dessutom ”upprätta förslag till riktlinjer för bestämmande av lön och annan ersättning till den verkställande direktören och andra personer i bolagets ledning” (ABL 8 kap. 51 § 1st, SFS 2005:551).

I Koden finns mer utförliga riktlinjer för styrelsens sammansättning och ansvarsområden. I punkt 3.1 i Koden listas styrelsens ansvarsuppgifter, som bland annat är att tillsätta och avskeda företagets VD, kontrollera att bolaget följer svensk lag samt fastställa mål och strategier.

Punkt 4 i Koden behandlar styrelsens storlek och sammansättning och beskriver att styrelsen ska vara utformad så att den effektivt kan förvalta bolagets angelägenheter. Enligt punkt 4.1 i Koden framgår att ”Styrelsen ska ha en med hänsyn till bolagets verksamhet, utvecklingsskede och förhållanden i övrigt ändamålsenlig sammansättning, präglad av mångsidighet och bredd avseende de bolagsstämmovalda ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. En jämn könsfördelning ska eftersträvas” (Svensk kod för bolagsstyrning, 2010, s. 16). Enligt punkt 4.3 i Koden får högst en av styrelseledamöterna arbeta i bolagets ledning, denna plats upptas ofta av företagets VD. Vikten av oberoende styrelseledamöter framgår i punkt 4.4 i Koden där det står att ”majoriteten av de bolagsstämmovalda styrelseledamöterna ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen”. För att en ledamot ska räknas som oberoende får den bland annat inte, enligt Koden, ha varit anställd i bolaget under de senaste tre åren, vara delägare, haft omfattande affärer med bolaget eller på annat sätt ha släkt eller familjeförhållanden till företaget. Minst två av styrelseledamöterna måste dessutom vara oberoende till de största aktieägarna. En ökad andel oberoende ledamöter kan tänkas öka styrelsens kontroll och därmed minska VD:ns möjlighet att påverka styrelsen i ersättningsfrågor.

2.2 Ersättningsrelaterade lagar och kompletterande regelverk

Beslut om riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare ska fattas vid årsstämman (ABL 7 kap. 61 §, SFS 2005:551). Om all ersättning inte är bestämd på förhand ska uppgifter om dess art och under vilka förutsättningar denna ska utbetalas anges (ABL 8 kap. 52 § 1st,

SFS 2005:551). Enligt årsredovisningslagen 5 kap. 20 § (SFS 1995:1554) måste VD:ns ersättning specificeras och redovisas i företagets årsredovisning.

I punkt 9 i Koden behandlas regler för ersättning, i form av fast lön, rörlig lön, pensionsavsättningar och andra ekonomiska förmåner. Styrelsen ska enligt Koden ha bestämda rutiner för bestämmandet av fast och rörlig ersättning till VD och ledning. Syftet med ersättningen är att attrahera befattningshavare med rätt kompetens till bolaget. Ersättningen ska dessutom vara anpassad och avsedd att nå företagets önskade resultat. I Koden rekommenderas styrelser att inrätta ett ersättningsutskott som hanterar ersättningsrelaterade frågor. Styrelsens ordförande ska enligt punkt 9.2 i Koden vara ordförande i utskottet och övriga medlemmar i utskottet ska vara oberoende i förhållande till bolaget och dess ledning. De som sitter i detta utskott bör ha erfarenhet och kunskap om ersättningar till VD och ledning. Koden innehåller specifika regler kring hur rörlig ersättning bör utformas. I punkt 9.4 i Koden står att ”rörliga ersättningar ska vara kopplade till förutbestämda och mätbara kriterier, utformade med syfte att främja bolagets långsiktiga värdeskapande”. Vidare framgår att det dessutom bör sättas ett tak för hur höga de rörliga ersättningarna får vara. Beslut om hur VD:ns incitamentsprogram ska utformas måste fattas av bolagsstämman (Svensk kod för bolagsstyrning, 2010). Är denna aktierelaterad ska den, enligt punkt 9.7 i Koden, syfta till att förena ägare och lednings intressen.

2.3 Svenska förhållanden

Då denna studie utförs på aktiebolag registrerade på Stockholmsbörsen är det viktigt att belysa förhållanden som är specifika för Sverige. Randøy och Nielsen (2002) förklarar att Sveriges låga VD-ersättning beror på flera faktorer. Svensk lagstiftning är en bidragande faktor till lägre ersättning. En anledning är att arbetstagarrepresentanter och ägarrepresentanter i stor utsträckning finns representerade i svenska styrelser. Detta har i tidigare studier visat sig resultera i lägre ersättning på grund av ökad kontroll (Randøy & Nielsen, 2002). Sverige har en kultur byggd på jämlikhet och Randøy och Nielsen (2002) anser att det finns en social press att hålla lönenivåerna nere. Sveriges höga ägarkoncentration och starka skydd åt minoritetsägare tros också vara en bidragande faktor till den lägre lönenivån (Randøy & Nielsen, 2002).

I Sverige har aktiebolag en enhetlig styrelse där VD:n och övriga ledamöter sitter tillsammans, precis som i anglosaxiska länder såsom USA och Storbritannien (Tricker, 2012). Dock finns det ett antal signifikanta skillnader mellan svenska styrelser och exempelvis

amerikanska styrelser. I svenska publika aktiebolag får företagets VD enligt aktiebolagslagen inte vara styrelseordförande (ABL 8 kap. 49 §, 1 st, SFS 2005:551). I genomsnitt består en svensk styrelse av nio ledamöter, till skillnad från amerikanska styrelser där genomsnittet är 13 ledamöter (Tricker, 2012). Svenska aktiebolag har en annorlunda ägarstruktur än bolag i USA. Sverige har högre andel koncentrerat ägande och de flesta aktiebolag har storägare. Storägare är ofta representerade i styrelsen och kan enligt Oxelheim och Randøy (2005), med stöd från Angblad, Berglöf, Högfeldt och Svancar (2001), hjälpa styrelsen att övervaka ledningen. Författarna beskriver dessutom att den amerikanska bolagsstyrningskulturen, till följd av att storägare är mindre vanligt förekommande, i högre grad lägger vikt vid att styrelseledamöter ska vara oberoende av ledningen för att förbättra kontrollen. Det angloamerikanska bolagsstyrningssystemet har enligt Oxelheim och Randøy (2005) varit världens mest krävande till följd av att de har stort fokus på att ha oberoende ledamöter i styrelsen. Styrelseledamöter från dessa länder skulle därmed kunna bidra till striktare bolagsstyrningskultur även i Sverige, då dessa ledamöter tar med den bolagsstyrningskultur som råder i deras hemländer.

Svenska styrelser karaktäriseras dessutom av homogenitet med avseende på ledamöternas ålder, kön och bakgrund. Detta kan ses som ett resultat av den starka klusterbildning som finns kring de personer som är aktiva i svenska styrelser (Söderström et al. 2003). Det finns enligt Söderström et al. (2003) både för- och nackdelar med homogenitet i styrelser. Sådana styrelser är ofta mindre konfliktbenägna och kan fungera bättre som stöd åt VD:n och dessutom har lättare att fatta beslut. Dock blir styrelsen i mindre utsträckning oberoende, mindre objektiv i beslutsfattandet och i mindre utsträckning öppen för nya förslag (Söderström et al. 2003). Homogenitet i svenska styrelser är enligt Söderström et al. (2003) ett resultat av att ägarna styr valet av vilka ledamöter som sitter i bolagens styrelser. Författarna beskriver att i ett kontrollägarsystem, där en person äger tillräckligt stor andel av bolaget för att kunna styra det, kommer tillsättningen av styrelsemedlemmar påverkas av den största ägaren. Storägare ser till att ledamöter som är lika dem själva väljs in i bolagets styrelse (Söderström et al. 2003). Författarna förklarar urvalsprocessen med att människor tenderar vilja omge sig med likasinnade.

3. Teoretisk referensram

I detta kapitel redogörs för teorier och tidigare forskning som ligger till grund för examensarbetet och utformade hypoteser. Dessa teorier kommer att återkopplas till i uppsatsens analyskapitel.

3.1 Corporate governance teorier

Kollegiet för svensk bolagsstyrning (n.d) skriver att ”Bolagsstyrning syftar till att säkerställa att bolag som inte leds av sina ägare drivs med ägarnas intresse för ögonen”. Bolagsstyrning kan därmed ses som starkt relaterat till agentdilemmat, som berör problematik som uppstår till följd av separation mellan ledning och ägande. Agentteorin har historiskt legat till grund för utformningen av kompensationspaket till ledande befattningshavare och belyser vikten av styrelsens roll i ersättningsfrågor (O’Reilly & Main, 2010). På grund av agentteorins smala synsätt om vad som motiverar VD:n och hur hans ersättning bestäms har andra teorier tagit en central roll i diskussionen kring styrelser och ersättningsfrågor. För att ge ett brett perspektiv om hur en styrelses sammansättning kan påverka VD:ns inflytande över ersättningsnivån diskuteras i denna studie även managerial power teorin, resource dependence teorin och tidigare forskningsresultat.

3.1.1 Agentteorin

Agentteorin belyser den problematik som kan uppstå vid separation av ägare och ledning. Agentproblematik kan uppstå i alla situationer där det finns en agentrelation; då en person, agent, skall agera i en annan persons, principal, intresse (Jensen & Meckling, 1976). Jensen och Meckling (1976) beskriver denna relation som ett kontrakt, där ägarna överlåter ledningen att ansvara och driva företaget å deras vägnar. Ägarna gör detta främst på grund av att de saknar den kunskap och expertis som krävs för att driva ett företag. Om båda parter antas vara nytto-maximerande är det, enligt Jensen och Meckling (1976), troligt att ledningen inte alltid kommer att agera i ägarnas intresse varpå en intressekonflikt uppstår. Enligt agentteorin antas företagsledare vara både riskaverta, egocentriska (Tosi, Werner, Katz & Gomez-Mejia, 2000) och tenderar att utnyttja sin maktposition för att exempelvis få högre ersättning än vad som är motiverat sett till deras prestation (Tricker, 2012). Aktieägarnas mål om att få så hög avkastning som möjligt är nödvändigtvis inte förenligt med ledningens mål om att till exempel få maximal ersättning.

Ledningen tenderar att i större utsträckning bryta kontraktet med ägarna om det saknas incitament och ett övervakande organ som kontrollerar dem. Att ledningen bryter kontraktet och sitt löfte till aktieägarna och inte lägger ner tillräckligt mycket arbete för att öka företagets resultat kan beskrivas som moral hazard (Eisenhardt, 1989). Moral hazard innebär att ledningens engagemang att agera i ägarnas intresse brister (Eisenhardt, 1989). Fama och Jensen (1983) beskriver två tillvägagångssätt för ägarna att minska intressekonflikten; genom att inrätta kontrollorgan, i form av oberoende styrelser som övervakar ledningen, och genom att utforma kompensationspaket till ledningen som skapar incitament för dem att agera i ägarnas intresse. Ogden, Jen och O'Connor (2003) föreslår att en del av ersättningen till ledande befattningshavare bör vara kopplad till företagets resultat för att parternas intressen ska förenas. Styrelser bör enligt agentteorin bestå av en majoritet externa² och oberoende styrelseledamöter då de är bättre på att övervaka ledningen (Fama & Jensen, 1983). Att övervaka ledningen för att minska risken att de bryter kontraktet med ägarna har dock visat sig vara svårt på grund av informationsasymmetri, då ledningen har mer information om företagets verksamhet och resultat än vad ägarna och styrelsen har (Gomez-Mejia & Balkin, 1992).

Agentteorin är mycket omdiskuterad i ersättningsfrågor, då en av lösningarna på agentproblematiken ligger i utformandet av kompensationspaket som ska skapa incitament för ledningen att agera i ägarnas intresse. Enligt agentteorin ska således VD:ns ersättning till stor del bero på företagets resultat. Detta kan liknas vid "the optimal contracting approach" där styrelsen utformar kompensationspaket med målsättning att få ledningen att agera i ägarnas intresse (Bebchuk, Fried & Walker, 2002). Ifall kontrakten verkligen utformas enligt "the optimal contracting approach" kan dock ifrågasättas då flera forskare misslyckats med att finna något samband, eller endast hittat ett mycket svagt samband, mellan företagets resultat och VD:ns ersättning (Tosi et al. 2000; Randøy & Nielsen, 2002). Således bör andra förklaringar än agentteorin finnas till vad som påverkar en VD:s ersättning. Detta har uppmärksammats av O'Reilly och Main (2010) som riktar kritik till agentteorins antagande att styrelsen alltid agerar i ägarnas intresse och utformar kompensationspaket som är kopplade till företagets resultat för att förena parternas intressen. De beskriver att det istället är allt vanligare att styrelsen är påverkad av VD:n och därav ser till hans intresse istället för till ägarnas. Är en styrelse "fångad under VD:ns makt" kommer detta att återspeglas i

² En extern ledamot är en ledamot som inte tidigare har haft en långvarig relation till bolaget (Ogden, Jen & O'Connor, 2003).

ersättningen till ledande befattningshavare, då ersättningsnivån bestäms av styrelsen. Kompensationspaketet kommer då utformas i högre grad efter ledningens önskemål och inte ägarnas, vilket kan resultera i högre ersättning med svagare koppling till företagets resultat. Ledningens inflytande över styrelsen kan därmed vara en förklaring till varför forskare har svårt att finna ett empiriskt samband mellan företagets resultat och VD:ns ersättning. VD:ns förmåga att påverka styrelsen har visats bero på styrelsens sammansättning. Tricker (2012) påpekar att mycket kritik riktats mot agentteorins smala teoretiska perspektiv. Gruppdynamik, relationer och beteenden bör analyseras vidare för att skapa en förståelse för hur ersättning till VD:n bestäms. Kritik kan även riktas till agentteorins antaganden om att företagsledare alltid agerar egocentriskt och är oförmögna att se till någon annans intresse (Tricker, 2012). Sammanfattningsvis är det styrelsens sammansättning som är en intressant faktor för vad som påverkar VD:ns ersättningsnivå.

3.1.2 Managerial power teorin

Managerial power teorin har utvecklats som ett komplement till agentteorin till följd av att en VD:s ersättning inte alltid går att koppla samman med företagets resultat (Bebchuk, Fried & Walker, 2002). Enligt managerial power teorin kan VD:n genom maktmissbruk påverka styrelsen då ledamöterna ska bestämma ersättningen till ledande befattningshavare. Resultatet av detta är högre lön som i mindre utsträckning är prestationsbaserad (Bebchuk, Fried & Walker, 2002). Bebhuk, Fried och Walker (2002) ger två huvudsakliga förklaringar till vad som påverkar hur lätt VD:n kan utöva makt över styrelsen; bolagets ägarstruktur och styrelsens sammansättning. Managerial power teorin är således en mycket relevant och grundläggande teori för denna studie som undersöker hur styrelsens sammansättning påverkar VD:ns ersättning.

Bebchuk och Fried (2004) beskriver även att mänskliga faktorer kan få styrelseledamöter att vilja agera i VD:ns intresse. Finns exempelvis vänskapsband mellan VD och styrelse tenderar ledamöterna att vara lojala mot VD:n. Styrelseledamöter kan också hålla sig vän med företagets VD för att även framöver säkra sig en plats i styrelsen. Många av ledamöterna i styrelser är själva VD:ar i andra bolag och tenderar att sätta ersättningen högre än befogat då de personligen värdesätter en hög lön. En ytterligare teori författarna har är att styrelsen vill att VD:n ska ha högre lön än de närmaste konkurrenterna, fenomenet kallas ”ratcheting” (Bebchuk & Fried, 2004). Dessa mänskliga faktorer kan vara svåra att testa empiriskt och

faller därför utanför ramen för denna studie. Det är dock viktigt att vara medveten om dessa mänskliga faktorer då de kan ha en stor påverkan för VD:ns ersättningsnivå.

Enligt Bebchuk och Fried (2004) finns dock begränsningar för hur mycket det är rimligt att en VD påverkar sin ersättning. Skulle styrelsen godkänna en allt för hög ersättning till VD:n kommer detta enligt författarna troligtvis mötas av negativ kritik från både aktieägare och media vilket av de flesta företagsledare inte är önskvärt. Bebchuk och Fried (2004) beskriver att omotiverat höga ersättningsnivåer kan medföra både sociala och ekonomiska kostnader för företaget och VD:n i form av negativ medial uppmärksamhet och ökad risk för oönskade förvärvsförsök. Det finns därmed en gräns för hur hög VD-ersättning som är socialt accepterat för att aktieägare inte ska tappa förtroendet för både styrelsen och ledningen. Detta är av hög relevans vid genomförandet av studier som tar svenska förhållanden, där en stark jämställdhetsanda råder, i beaktning. Essen, Otten och Carberry (2012) påpekar att ett kritiskt förhållningssätt bör hållas till managerial power teorin då den inte är empiriskt testad i lika hög utsträckning som agentteorin. Författarna finner dock starka bevis i sin studie att ledningen har möjlighet att utnyttja sin maktposition över styrelsen för att få högre lön, vilket ledningen också ofta gör.

3.1.3 Resource dependence teorin

I resource dependence teorin diskuteras styrelsens sammansättning med utgångspunkt i hur externa ledamöter kan bidra med kunskap och nätverk som är till nytta för företaget. Denna teori belyser vikten av att det inte endast spelar roll att ett företag har en styrelse, utan vilka personer företaget lyckas attrahera till styrelsen kan ha en avgörande roll för dess framgång (Hillman, Withers & Collins, 2009). Externa styrelseledamöter ger tillgång till betydelsefulla kontakter och har kunskaper om marknader och leverantörer som ledningen saknar (Muth & Donaldson, 1998). Muth och Donaldson (1998) beskriver att prestigefulla, erfarna styrelseledamöter kan vara en mycket bra kunskapskälla och resurs för företagets ledning. Teorins grundtanke är att bättre nätverk antas hjälpa företag att prestera bättre (Muth & Donaldson, 1998). Erfarna ledamöter har också troligtvis bättre kunskap om hur en VD:s ersättningsnivå ska fastställas då dessa styrelseledamöter ofta är verksamma i flera styrelser och därmed har kunskap om vad som är en marknadsmässig ersättningsnivå. Dessa ledamöters erfarenhet och kunskap kan göra det svårare för VD:n att utföra sitt inflytande.

3.2 Ersättning

Ett företags VD är den person som har huvudansvar för företagets verksamhet och är dess ansikte utåt. Då företagets verksamhet vilar på VD:ns axlar är det viktigt att tillsätta rätt person för arbetet (Oreland, 2007). Ersättning används för att attrahera rätt kompetens och ge VD:n incitament att stanna i bolaget. Ersättning är också en viktig motivationsfaktor för att ge ledningen incitament att utföra ett bra jobb och få VD:n att agera i ägarnas intresse (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Enligt agentteorin bör VD:ns ersättning vara prestationsbaserad och bero på företagets resultat. Bebchuk och Fried (2004) uppmärksammar dock att VD:ns ersättning, enligt managerial power teorin, snarare är ett resultat av VD:ns förhandlingsförmåga än hans prestation. Resource dependence teorin belyser vikten av att ha styrelser med erfarna och kompetenta ledamöter. Erfarna styrelseledamöter kan också tänkas förhindra VD:ns inflytande i ersättningsfrågor.

Det finns dessutom teorier som lägger större fokus på att VD:ns personliga egenskaper är avgörande för vad hen får i ersättning. Ett exempel på en sådan teori är humankapitalteorin som utgår från att VD:ns ersättning är en ökande funktion av hans kunskap. Teorin utgår från att en erfaren och kompetent VD i större utsträckning driver företaget till framgång och därav bör kompenseras med högre ersättning (Ottens, 2007). En framgångsrik VD skulle dessutom kunna ha nytta av tidigare meriter vid framtida löneförhandlingar.

En VD kan även drivas av icke-monetära incitament vilket belyses av stewardshipteorin, där ledningen och ägarna antas drivas av ett gemensamt intresse; att företaget ska vara framgångsrikt. Stewardshipteorin anser att en VD inte är i behov av hög finansiell ersättning då de motiveras lika väl av att ha drivit företaget till framgång (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Davis, Schoorman och Donaldson (1997) anser därför att lägre ersättning kan betalas till VD:ar som motiveras av företagets utmärkelser och framgång.

Det är viktigt att ha bred kunskap om vad som bestämmer VD:ns ersättning då teorierna humankapitalteorin och stewardshipteorin ger kompletterande förklaringar till vad som kan påverka ersättningsnivån.

3.2.1 VD-ersättningens komponenter

Ersättning ges generellt i form av fast- och rörlig lön varpå den rörliga ersättningen, vanligtvis kallad bonus, är resultatbaserad. Ersättning kan också ges i form av exempelvis optionsprogram, som ger VD:n incitament att öka värdet på företagets aktier, men även i form av pensioner och övriga förmåner så som tjänstebil (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

3.2.1.1 Fast lön

Fast lön utgör grunden i VD:ns ersättning och baseras på vad som är en marknadsmässigt lämplig lön. Denna ersättning beror bland annat på företagets storlek, karaktär och inom vilken bransch bolaget är aktivt. En VD i ett stort företag får därför ofta en högre lön oberoende av hans personliga erfarenheter (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Fast ersättning betalas ut till VD:n oavsett om företagets resultat varit sämre eller bättre än väntat. Mehran (1995) argumenterar med stöd från Harris och Raviv (1979) att företagsledare, som antas vara riskaverta, föredrar att få en så stor del som möjligt av ersättningen i form av fast lön då den anses vara mindre riskfylld än rörlig. Är VD:ns ersättning mindre riskfylld och inte prestationsbaserad är det lättare för VD:n att agera efter eget intresse istället för att se till företagets bästa (Tosi & Gomez-Mejia, 1989). Risken är därmed större att en VD som erhåller en hög andel fast lön inte arbetar för att förbättra företagets resultat (Bång & Waldenström, 2009).

3.2.1.2 Rörlig lön

Rörlig lön bestäms efter hur väl VD:n lyckats driva företaget till framgång. Denna ersättning baseras främst på företagets resultat. Ett bättre resultat ger således högre ersättning till VD:n. Att ge rörlig ersättning är fördelaktigt då ägarnas intresse av bra företagsresultat tillgodoses vilket minskar agentproblematiken (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Bång och Waldenström (2009) anser att en VD med högre andel prestationsbaserad lön i större utsträckning tar sig an fler riskfyllda projekt vilket ligger i ägarnas intresse då dessa projekt kan resultera i förbättrat resultat och högre utdelning till aktieägarna.

Att ge ersättning baserad på företagets resultat har dock flera nackdelar. Prestationsbaserad ersättning kan resultera i att ledningen manipulerar räkenskaperna för att påvisa bättre resultat och få högre lön (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Detta kan resultera i att VD:n försöker uppnå kortsiktiga resultat på bekostnad av långsiktigt värdeskapande (Bebchuk & Fried, 2004). Rörlig ersättning bör därför enligt Bebhuk och Fried (2004) ha en större koppling till

långsiktigt värdeskapande. Att finna ett bra sätt att mäta prestation är komplicerat (Bång & Waldenström, 2009). Företagets resultat styrs inte enbart av VD:ns prestation utan makroekonomiska faktorer, så som ränteläge, växelkurser och prisläge, har visat sig ha en stor påverkan. För att ge VD:n en lön baserad på hans prestation och företagets resultat bör därför effekten av makroekonomiska faktorer rensas bort (Oxelheim & Wihlborg, 2003).

3.2.1.3 Optionsprogram

Ersättning som ges genom optionsprogram ger VD:n möjlighet att köpa aktier i företaget till ett förutbestämt datum och pris. Stiger aktiekursen kan ledningen därmed göra vinst genom att köpa aktier till ett lägre pris än marknadsvärdet. Detta ger incitament för ledningen att förbättra företagets resultat för att driva upp aktiekursen vilket förenar ledningens och aktieägarnas intresse om hög avkastning (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

Optionsprogram fungerar bra som motivation för företagsledare så länge aktiekursen stiger men har visat sig fungera dåligt om aktiekursen sjunker så pass lågt att ledningen inte ser någon möjlighet att vända kursen till dess att de ska lösa in sina optioner. Aktiekursen påverkas delvis, utöver företagets resultat, av marknadsfaktorer som är utom ledningens kontroll. Optionsprogram kan därför medföra att VD:n får belöning för faktorer som inte är kopplade till hans prestation (Bebchuk & Fried, 2004). Optionsprogram kan precis som bonus medföra att företagsledare manipulerar resultat för att generera ett uppsving i aktiekursen när de ska lösa in sina optioner. Trots att optionsprogram används för att minska agentproblematiken har det visat sig att en VD kan bli så mån om att öka företagets aktiekurs att hen gör det på bekostnad av ägarna (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

3.3 Styrelsen

3.3.1 Vem fattar beslut om VD:ns ersättning?

Det är styrelsen som fattar beslut om ersättning till ledande befattningshavare (Mehran, 1995). Styrelsen anses av flera forskare utgöra företagets viktigaste interna kontrollorgan för att se till att ledningen sköter bolaget korrekt (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010; Fama & Jensen, 1983). Interna kontrollmekanismer finns till för att förena ägare och ledningens intresse (Walsh & Steward, 1990) och ska se till att bolagets ägare får ökat förtroende för ledningen (Fama & Jensen, 1983). Styrelsens huvudansvar är att styra bolag mot långsiktiga mål för tillväxt och skapa värde för bolagets ägare (Tricker, 2012). Styrelsen skall bland annat

ansvara för att övervaka, anställa och avskeda företagets VD, hjälpa till att utforma strategier och fungera som stöd och rådgivare åt ledningen (Hermalin & Weisbach, 2003). Att bestämma VD:ns och ledningens ersättning är dock, enligt Fama och Jensen (1983), en av styrelsens viktigaste uppgifter. Koden rekommenderar styrelser att inrätta ett ersättningsutskott som ska ta beslut i ersättningsfrågor. Enligt Koden kan dock hela styrelsen utföra ersättningskommitténs uppgifter så länge styrelseledamöter som arbetar i bolagsledningen inte deltar i arbetet (Svensk kod för bolagsstyrning, 2010).

När styrelsen fattar beslut om ersättning till VD:n ska detta, enligt Bebchuk och Frieds (2004) ”arms-length contracting” teori, ske på armlängds avstånd. Detta innebär att styrelsen skall bestämma VD:ns ersättning utefter vad som i största mån gynnar aktieägarna. Ersättningen bör alltså användas som ett incitament för att få ledningen att agera i ägarnas intresse, så som agentteorin förespråkar. Författarna har dock upptäckt att arms-length contracting teorin frekvent bryts då styrelser av flera anledningar istället kan vara intresserade av att agera i ledningens intresse istället för i ägarnas. Denna problematik lade grunden till managerial power teorin (Bebchuk & Fried, 2004).

3.3.2 Vilka problem finns i ersättningsfrågor?

Ett centralt problem i ersättningsfrågor är att forskare påvisat att VD:ns ersättningsnivå inte alltid går att relatera till hans prestation och företagets resultat (Tosi et al. 2000; Randøy & Nielsen, 2002). Istället har ersättningsnivån visat sig bero på hur väl VD:n lyckas ha inflytande över styrelsen i dess arbete med ersättningsfrågor. Att styrelsens sammansättning kan påverka ersättningen till ledande befattningshavare har visats av flera forskare (Boyd, 1994; Core, Holthausen & Larcker, 1999; Randøy & Nielsen, 2002; Bebchuk & Fried, 2004). Huvudproblematiken för vår undersökning berör således VD:ns förmåga att påverka styrelsen i dess beslutsfattande om ersättning och hur detta kan relateras till styrelsens sammansättning. O'Reilly och Main (2010) beskriver att problemet tidigt uppmärksammades av Berle och Means (1932) som konstaterade att företagsledare försöker öka sitt inflytande över styrelsen för att erhålla en högre lön än vad styrelsen annars skulle ge. Problematiken har senare även uppmärksammats av Boyd (1994) som konstaterar att VD:ns lön delvis beror på företagets storlek och resultat, men i stor utsträckning också beror på VD:ns förmåga att kringgå styrelsens kontroll. De problem som finns i ersättningsfrågor presenteras nedan och ligger till grund för studiens hypoteser. Studiens hypoteser relateras till variabler kopplade till svaga och ineffektiva styrelser, diversifierade styrelser och styrelsens kontroll.

3.3.2.1 Svaga och ineffektiva styrelser

Core, Holthausen och Larcker (1999) anser att en svagare styrelse med mindre aktiva ledamöter ger högre ersättning till VD:n. Författarnas förklaring till detta är att svagare styrelser ökar bolagets agentproblematik, då de är mindre effektiva i dess kontroll av ledningen, och att en VD i ett företag med större agentproblematik generellt har högre ersättning. Core, Holthausen och Larckers (1999) resonemang styrks av Bebchuk och Fried (2004) som också konstaterar att VD:ns ersättning är högre när styrelsen är svag eller ineffektiv till följd av att VD:n lättare kan påverka sin ersättningsnivå. Core, Holthausen och Larcker (1999) undersöker hur variabler som indikerar att en styrelse är svag korrelerar med ersättning till ledande befattningshavare. Författarna konstaterar bland annat att en större styrelse och styrelser med externa ledamöter aktiva i fler än tre styrelser är svagare, delvis på grund av tidsbrist, och därmed ger högre ersättning till VD:n.

Styrelsens storlek

Forskning har konstaterat att mindre styrelser har många fördelar i förhållande till stora. Mindre styrelser är enligt Hermalin och Weisbach (2003) effektivare och utför sitt arbete bättre än större styrelser. Mindre styrelser har dessutom bättre förmåga att se till företagets bästa och risken för ”free riding”³ minskar då varje ledamot tvingas till ökad prestation då det endast finns ett fåtal ledamöter som kontrollerar ledningen (Muth & Donaldson, 1998). Stora styrelser påverkas lättare av VD:n i ersättningsrelaterade frågor vilket resulterar i högre ersättning (Jensen, 1993). Flera forskare, så som Core, Holthausen och Larcker (1999), Randøy och Nielsen (2002) och Bebchuk och Fried (2004), har kommit fram till att större styrelser ger högre ersättning till VD:n med motivation att större styrelser är svagare och mindre effektiva. Med stöd från tidigare forskningsresultat undersöks följande hypotes:

Hypotes 1: Större styrelser ger en högre ersättning till VD:n.

Busy boards

Ett annat centralt problem i frågan om styrelsens effektivitet relateras till hur mycket tid ledamöter har möjlighet att lägga ner på styrelsearbetet. Det är inte ovanligt att styrelseledamöter arbetar som VD i andra bolag samtidigt som de sitter på flera styrelseposter (Kim, Nofsinger & Mohr 2010). Amerikanska forskare kallar detta fenomen ”busy boards”. Dessa ledamöter lägger därmed mindre tid på att kontrollera VD:n som har lättare att påverka

³ Free riding innebär att styrelseledamöterna förlitar sig på att de andra ledamöterna ska göra arbetet åt dem varpå deras egen arbetsinsats minskar.

sin ersättningsnivå. Det finns dock även positiva aspekter med ”upptagna” ledamöter, då de ofta sitter i flera styrelser för att de har mycket hög kompetens och är duktiga på styrelsearbete (Adams, Hermalin & Weisbach, 2008). Med stöd från tidigare forskningsresultat undersöks följande hypotes:

Hypotes 2: En högre andel styrelseledamöter som är aktiva i fler än tre styrelser ger högre ersättning till VD:n.

3.3.2.2 För få diversifierade styrelser

Vikten av diversifierade styrelser styrks av Westphals och Zajacs (1995) forskning som visar att en VD i större utsträckning kan påverka ledamöter med liknande demografisk bakgrund. Diversifierade styrelser anses också vara effektivare i sin kontroll och övervakning av företagsledningen (Adams & Ferreira, 2009). Diversifierade styrelser bör därför, med stöd från tidigare resonemang, resultera i lägre ersättning till VD:n. Homogeniteten i svenska styrelser kan därmed ses som en kritisk faktor i ersättningsfrågor. Ökad andel kvinnliga styrelseledamöter och ökad andel internationella styrelseledamöter skulle öka diversifieringen i svenska styrelser och dess inverkan på ersättningen till ledande befattningshavare är därmed intressant att undersöka.

Internationella styrelseledamöter

Få studier har gjorts om internationella styrelseledamöters påverkan på VD:ns ersättning. Oxelheim och Randøy (2005) anser sig vara bland de första att undersöka denna fråga i en skandinavisk kontext. Författarnas studie fokuserar på angloamerikanska ledamöters inflytande på ersättningen då det är vanligt förekommande att skandinaviska storföretag är listade på den amerikanska marknaden eller har amerikanska ledamöter i styrelsen. Oxelheim och Randøy (2005) konstaterar att angloamerikanskt inflytande leder till ökad ersättning till VD:n på grund av att lönenivån för ledande befattningshavare är betydligt högre i till exempel USA än i Sverige. Amerikanska styrelseledamöter antas ha en positiv inverkan på VD:ns ersättning då de anammar den ersättningspraxis som finns i deras hemländer där ersättningen ofta är högre än i Sverige (Oxelheim & Randøy, 2005). Randøy och Nielsen (2002) skriver att utländska styrelseledamöter resulterar i ökad ersättning till VD:n då toleransen för VD:ns ersättningsnivå ökar.

Trots att internationella ledamöter leder till ökad diversifiering i styrelser och därav borde resultera i lägre ersättning till ledningen påvisar tidigare forskning det motsatta, att

internationella ledamöter har en positiv inverkan på ersättningsnivån. I denna studie antas därför även europeiska styrelseledamöter ha positiv inverkan på VD-ersättningen då deras löner också är högre än de svenska. Med internationella ledamöter avses i vår studie ledamöter av utomnordisk härkomst då de nordiska länderna har samma grundstruktur i sina aktiebolagslagar (Skog, 1996).

Hypotes 3: En högre andel internationella styrelseledamöter ger högre ersättning till VD:n.

Kvinnliga styrelseledamöter

Andelen kvinnor i svenska styrelser har enligt Söderström et al. (2003) ständigt ökat sedan 1980-talet. År 2013 bestod svenska styrelser i genomsnitt av 22,3 % kvinnliga styrelseledamöter vilket fortfarande anses lågt (de Lima Fagerlind, 2013). Sverige är dock EU:s fjärde ”bästa” land vad gäller andelen kvinnliga styrelseledamöter (Stenberg, 2013). Tidigare forskningsstudier har visat varierande resultat gällande kvinnliga ledamöters påverkan på VD:ns ersättning. En högre andel kvinnliga ledamöter i svenska styrelser skulle göra dem mer diversifierade vilket enligt Westphal och Zajacs (1995) gör det svårare för VD:n att påverka styrelsen. Adams och Ferreira (2009) finner att kvinnliga styrelseledamöter inte har någon större inverkan på VD:ns ersättning och förklarar detta med att de sällan är med i ersättningskommittén och fattar beslut om lön. O'Reilly och Main (2010) finner att en ökad andel kvinnliga styrelseledamöter resulterar i högre ersättning till VD:n. Då relativt få studier undersökt kvinnliga styrelseledamöters inverkan på VD:ns ersättning och dessa har gett varierande utslag testas följande hypoteser:

Hypotes 4a: En högre andel kvinnliga styrelseledamöter ger högre ersättning till VD:n.

Hypotes 4b: En högre andel kvinnliga styrelseledamöter ger lägre ersättning till VD:n.

3.3.2.3 Bristande kontroll och övervakning av ledningen

Boyd (1994) anser att en VD får högre ersättning när styrelsens förmåga att kontrollera ledningen försämras. Boyd (1994) kopplar bland annat samman styrelsens förmåga att kontrollera ledningen med variablerna; VD som styrelseordförande, andel interna styrelseledamöter och antal styrelsemedlemmar som representerar en storägare. De variabler som korrelerar positivt med kontroll kommer således påverka VD:ns ersättning negativt. Boyd (1994) finner att en hög andel interna styrelseledamöter och styrelserepresentanter från stora ägargrupper resulterar i lägre ersättning. Vidare finner Boyd (1994) att VD:ns ersättning

ökar om hen är styrelseordförande. Då en VD i ett svenskt publikt aktiebolag inte får vara styrelseordförande anses dock detta inte vara relevant att undersöka vidare. Det är istället av intresse att undersöka hur styrelseledamöter som representerar en stor ägargrupp påverkar VD:ns ersättning, och i vilken utsträckning dessa ägare tar plats i bolagens styrelser, då storägare är vanligt förekommande i Sverige.

Enligt forskare så som Core, Holthausen och Larcker (1999) och Bebchuk och Fried (2004) har stora kontrollerande ägare⁴ en negativ inverkan på VD:ns ersättning. Boyd (1994) förklarar resultatet i sin studie med att storägare visat sig vara mer aktiva i övervakning av ledningen och i större utsträckning försöker ta plats i styrelser.

Hypotes 5: En högre andel styrelseledamöter som representerar storägare ger lägre ersättning till VD:n.

3.4 Sammanställning av studiens hypoteser

Hypotes	
Hypotes 1	Större styrelser ger en högre ersättning till VD:n.
Hypotes 2	En högre andel styrelseledamöter som är aktiva i fler än tre styrelser ger högre ersättning till VD:n.
Hypotes 3	En högre andel internationella styrelseledamöter ger högre ersättning till VD:n.
Hypotes 4	a: En högre andel kvinnliga styrelseledamöter ger högre ersättning till VD:n. b: En högre andel kvinnliga styrelseledamöter ger lägre ersättning till VD:n.
Hypotes 5	En högre andel styrelseledamöter som representerar storägare ger lägre ersättning till VD:n.

Tabell 3.1 Sammanställning av studiens hypoteser

⁴ En storägare definieras av Core, Holthausen och Larcker (1999) som en extern ägare som äger mer än 5 % av rösterna i bolaget.

3.5 Kontrollvariabler

Då en VD:s ersättning beror på fler faktorer än de som testas i studiens hypoteser kommer ett antal kontrollvariabler inkluderas i regressionen. Kontrollvariablerna väntas ha en betydande påverkan på VD:ns ersättning men används som kontrollvariabler då dessa variabler inte faller under styrelsespecifika variabler som är studiens huvudfokus. Kontrollvariabler kan enligt Sundell (2012) inkluderas för att utesluta spuriösa samband och minska risken för felaktiga slutsatser. Med detta menas att samband som tycks finnas mellan två variabler egentligen orsakas av en tredje variabel. Därav kontrolleras för följande variabler:

3.5.1 Företagets storlek

Kim, Nofsinger och Mohr (2010) konstaterar att en VD:s ersättning till stor del beror på företagets storlek, där en VD i större bolag får högre lön. Detta har konstaterats av flera forskare så som Randøy och Nielsen (2002), Oxelheim och Randøy (2005) och O'Reilly och Main (2010). I linje med tidigare forskning kontrolleras således för denna variabel.

3.5.2 Företagets resultat

Ersättning till ledande befattningshavare bör enligt agentteorin vara kopplad till företagets resultat. Med grund i agentteorin är det av intresse att kontrollera för hur företagets resultat påverkar VD:ns ersättning. Detta har kontrollerats av flera forskare, dock med varierande resultat. Tosi et al. (2000) gjorde en studie på hur stor andel av VD:ns ersättning som berodde på hans prestation och fann att endast 5 % av ersättningen kunde kopplas till prestation. Likaså fann Tosi et al. (2000) att endast 4 % av VD:ns ersättning beror på företagets resultat. Varken Randøy och Nielsen (2002) eller O'Reilly och Main (2010) fann något signifikant samband mellan VD:ns ersättning och företagets resultat. I linje med tidigare forskning kontrolleras därför även för denna variabel.

3.5.3 Storägare

Bebchuk och Fried (2002) konstaterar att ett företags ägarstruktur spelar roll för hur mycket VD:n kan påverka styrelsen i ersättningsrelaterade frågor. Sverige har en mycket högre ägarkoncentration än många andra länder där ägarstrukturen är mycket mer diversifierad. År 2003 hade över 90 % av börsbolagen i Sverige en storägare som kontrollerade minst 25 % av bolagets röster, varav 60 % var privatkontrollerade, cirka 20 % kontrollerades av ett annat företag och cirka 10 % av en finansiell institution (Söderström et al. 2003). Sverige har flera kända ägarsfärer, så som Wallenberg-sfären, Bonnier-sfären och Ax:son & Johnson-sfären. Resultat av tidigare studier har visat att starka kontrollerande aktieägare, benämnt storägare,

har negativ inverkan på VD:ns ersättning, då storägare utför mer kontroll och övervakning av ledningen (Mehran, 1995; Core, Holthausen & Larcker, 1999; Söderström et al. 2003; Bebchuk & Fried, 2004). Att kontrollera för storägars inverkan på VD:ns ersättning är därför av intresse.

3.5.4 Branschtillhörighet

Då företagen som inkluderas i studien är aktiva inom olika branscher är det av intresse att kontrollera för hur branschtillhörighet kan påverka VD:ns ersättning. Detta har tidigare gjorts av flera forskare så som Core, Holthausen och Larcker (1999), Randøy och Nielsen (2002) och O'Reilly och Main (2010).

3.5.5 Ersättningskommittéer

Koden rekommenderar svenska styrelser att inrätta ersättningskommittéer som utför arbetet med att fastställa VD:ns ersättning. Då denna studie genomförs efter Kodens införande år 2005 är det av intresse att undersöka ifall de bolag som har ersättningskommittéer ger lägre ersättning till VD:n. Exempelvis till följd av att de arbetar i mindre, effektivare grupper där företagets VD inte får vara involverad.

3.5.6 Utländsk VD

Mot bakgrund av att ersättningsnivåerna är högre internationellt än i Sverige och att det i Sverige finns många företag som är internationellt aktiva är det av intresse att undersöka hur vanligt förekommande det är att svenska börsbolag har en utländsk VD och ifall detta har haft någon inverkan på hens ersättningsnivå.

3.5.7 Kvinnlig VD

Det är också av intresse att undersöka hur vanligt förekommande det är att studiens inkluderade bolag har en kvinnlig VD och ifall VD:ns kön har någon betydelse för hens ersättning.

4. Metod

I detta kapitel presenteras examensarbetets forskningsansats. I kapitlet beskrivs även hur datainsamlingen gått till och en utvärdering av vald metod, källor och andra specifika val presenteras.

4.1 Forskningsansats

Studiens forskningsansats är deduktiv då utformade hypoteser baseras på existerande teorier och tidigare forskningsstudier. En omfattande litteraturgranskning genomfördes för att kunna formulera dessa hypoteser som i sin tur påverkade vilken data som samlats in (Bryman & Bell, 2013). Insamlad data testas mot hypoteserna med hjälp av en multipel linjär regression och bekräftas eller förkastas (Bryman & Bell, 2013). I empirikapitlet presenteras deskriptiv statistik för att ge en överskådlig bild över det insamlade datasetet. Därefter presenteras regressionerna och deras förklaringsgrad innan resultatet från empirin redovisas. I kapitel 7 analyseras resultatet och jämförs med resultat från tidigare studier varpå slutsatser från den empiriska undersökningen dras i kapitel 8. Arbetsprocessen i en deduktiv forskningsansats, som följts i denna studie, kan enligt Bryman och Bell (2013) summeras i följande steg:

1. Teori
2. Hypoteser
3. Datainsamling
4. Resultat
5. Hypoteserna bekräftas eller förkastas
6. Omformulering av teorin

I tidigare liknande forskningsstudier används kvantitativ metod och därav anses den kvantitativa metoden också lämplig för denna studie. Kvantitativ metod förefaller naturlig då problemformuleringen syftar till att mäta, analysera och undersöka en stor mängd historisk numerisk data (Bryman & Bell, 2013). Resultaten förklaras och analyseras för att kunna bidra med ny kunskap eller styrka tidigare studiers resultat.

4.2 Dataurval

Nedan beskrivs och motiveras vilka bolag som inkluderas i studien och under vilken tidsperiod den genomförs.

4.2.1 Krav på dataurval

Dataurvalet består av 60 publika aktiebolag som var registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista under åren 2006 till 2012. Totalt var 64 bolag registrerade på Large Cap-listan under den valda tidsperioden men 4 av dem föll bort. Anledningen till detta presenteras i avsnitt 4.2.2. De bolag som inkluderas i denna studie är av intresse att undersöka då de är Sveriges största aktiebolag med ett börsvärde som överskrider 1 miljard euro. Företagen registrerade på Large Cap-listan antas ha högst VD-ersättningar till följd av bolagens storlek, vilket gör dem mest intressanta att undersöka. Dataurvalet är ett klusterurval då alla bolag tillhör en specificerad grupp. Publika aktiebolag faller dessutom under regelverk så som ABL och Koden. Tidsperioden, åren 2006 till 2012, har valts då det innefattar både införandet av Koden och finanskrisen år 2008. Alla bolag som inkluderas i studien ska ha varit registrerade på Stockholmsbörsen under den valda tidsperioden. Bolag som har köpts upp, gjort listbyten eller på annat sätt inte har tillgänglig data för hela den valda tidsperioden inkluderas i studien så länge de varit listade under hela tidsperioden. Dock sker i dessa fall databortfall för de år data saknas eller då de varit två separata bolag. Dessa bolag har valt att inkluderas för att undvika ”survival bias” då tillgänglig insamlad information inte antas påverkas av mindre databortfall. I studien undersöks, under en lång tidsperiod, bolag som är verksamma i olika branscher vilket ökar sannolikheten för ett tillförlitligt relevant resultat.

I Lag om Årsredovisning i Kreditinstitut och Värdepappersbolag 3 kap. 1 § (SFS 1995:1559) beskrivs att banker och finansbolag följer andra redovisningsprinciper och har en annorlunda uppställningsform i balans- och resultaträkning. Av denna anledning exkluderas de vanligtvis ur forskningsstudier. Banker och finansbolag kommer dock att inkluderas i denna studie då de, med avseende på de variabler som undersöks, inte skiljer sig från övriga bolag eller berörs av ovan nämnda skillnader.

4.2.2 Bortfall

Av alla bolag registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista faller tre bolag, EnQuest, HEXPOL och Melker Schörling, bort då de endast varit registrerade på börsen under en mycket kort del av den angivna tidsperioden. Företaget Lundin Mining faller också bort, dock på grund av att företaget inte har publicerat årsredovisningar med nödvändig information.

Databortfall sker även år 2006 till 2008 för företaget AarhusKarlshamn och för Swedish Orphan Biovitrum då dessa bolag under denna tidsperiod var två separata bolag. Detta resulterar i ett totalt databortfall på 7,6 %.

Antalet variabler som kan inkluderas i studien är begränsat då en regression enbart kan innehålla ett visst antal variabler för att den ska vara möjlig att genomföra i Eviews 8. Därför inkluderas endast ett fåtal kontrollvariabler som anses vara mest relevanta för denna studie i regressionen. Samma resonemang gäller dummyvariablerna, då Eviews inte accepterar regressioner innehållande en stor mängd dummyvariabler var det inte möjligt att testa branschtillhörighets påverkan på VD:ns ersättning. Därav föll denna variabel bort från undersökningen. Likaså accepterar programmet inte att de tre dummyvariablerna Ersättningskommitté, Utländsk VD och Kvinnlig VD inkluderas i regressionerna, varpå också dessa faller bort från undersökningen. Att de tre sistnämnda faller bort beror troligtvis på att skillnaderna i varje variabel är för liten för programmet att uppfatta. Exempelvis var det endast 3 av 60 bolag som saknade ersättningskommitté, 10 bolag hade under tidsperioden utländsk VD och endast 4 bolag hade kvinnlig VD.

4.3 Datainsamling

Data hämtas från inkluderade bolags årsredovisningar. En komparativ design, även kallad jämförande design, har använts vid insamlandet av data då detta gör det möjligt att jämföra hur resultaten skiljer sig mellan bolag och mot tidigare forskning och få en bättre förståelse. Att använda en komparativ design innebär att data samlas in på samma sätt för olika bolag så att den blir jämförbar. Målet är att förklara likheter och skillnader i resultatet mellan denna studie och tidigare forskning (Bryman & Bell, 2013).

Datainsamlingen går under benämningen objektivism vilket innebär att den är oberoende och verklighetsförankrad. Objektivism används för att finna samband som beskriver verkligheten (Bryman & Bell, 2013). Enligt Bryman och Bell (2013) är det viktigt att vara medveten om att forskningsstudier sällan kan göras värderingsfria. Det finns medvetenhet om att vi som författare påverkar utformandet av uppsatsen och att våra värderingar riskerar influera processen. Bland annat har val av område, frågeställning, metod, analys och tolkning av data påverkats av oss som författare. För att motverka att datainsamlingen har påverkats av oss som författare används historisk data som är tillgänglig för allmänheten. Då det insamlade

datamaterialet är rådata som har en ”ej tolkande” karaktär påverkas det inte av oss som författare. Författarnas inflytande har även försökt motverkats genom att ha en bred kunskapsbas inom området, en medvetenhet om att vara objektiv under processens gång och en tydlighet och öppenhet i beskrivningar av exempelvis metod, empiri och analys.

4.3.1 Tillvägagångssätt

Inledningsvis fastställs vilka företag som var registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista under åren 2006 till 2012. En förteckning över de bolag som inkluderas i studien har sammanställts med hjälp av Avanzas lista över svenska Large Cap-bolag⁵. Därefter insamlas och struktureras de variabler som ska inkluderas i regressionsmodellen. Dessa variabler har valts utifrån tidigare forskning och vad som skulle vara intressant att undersöka då svenska förhållanden råder.

I de fall där VD:ns ersättning har angetts i annan valuta än SEK har den omvandlats till SEK med hjälp av respektive års genomsnittliga växelkurs hämtad från Riksbanken. Genomsnittlig växelkurs används då ersättningen betalas ut kontinuerligt under årets lopp. Företagets storlek, som används som kontrollvariabel, mäts av bolagets nettoomsättning. Ifall företagets nettoomsättning behöver omvandlas till SEK används växelkursen vid årets slut. Även denna hämtas från Riksbankens hemsida.

Studiens tillvägagångssätt vid bearbetning och utförande av tester på examensarbetets datamaterial beskrivs utförligt i empirikapitlet. Inledningsvis fastställdes deskriptiv statistik för att skapa en översiktlig bild av materialet. Dessutom utförs validitetstesterna varpå nödvändiga korrigeringar görs. I empirikapitlet presenteras variablernas påverkan på VD:ns ersättningsnivå. Slutligen analyseras, i kapitel 7, studiens resultat mot bakgrund av de teorier och tidigare studier som presenterats i examensarbetets teoretiska referensram.

4.3.2 Sekundärdata

Då studiens data hämtas från årsredovisningar klassificeras den som sekundärdata. Att hämta data från aktiebolagens årsredovisningar anses vara det lämpligaste tillvägagångssättet då det inte finns någon svensk databas där data över samtliga variabler går att hämta. Enligt ÅRL 5 kap. 20 § (SFS 1995:1554) är det ett krav att bolag registrerade på Stockholmsbörsen redovisar VD:ns ersättning vilket underlättar och möjliggör datainsamlingen. Fördelar med att använda sekundärdata från årsredovisningar är att det är data av hög kvalitet med liten risk för

⁵ Se Bilaga 1.

bortfall på grund av otillgänglig data. Insamlingen av sekundärdata är dessutom tidseffektiv i den meningen att data inte behöver samlas in från grunden. Vid användandet av sekundärdata är det viktigt att kontrollera informationens tillförlitlighet då vi som författare inte är lika bekanta med materialet sedan tidigare. Detta på grund av att det är befintlig information som inte producerats av oss själva. En annan begränsning med användandet av sekundärdata är att det inte kan kontrolleras lika väl som primärdata. Studiens data anses dock vara tillförlitlig och av hög kvalitet då den har kontrollerats och godkänts av auktoriserade revisorer före publicering.

4.3.3 Litteraturstudie

En omfattande litteraturgranskning har genomförts för att få en bred kunskap om vad som tidigare studerats, vilket har underlättat beslutsfattandet om vilka variabler som är intressanta att undersöka. Litteraturgranskningen och den teoretiska referensramen baseras främst på vetenskapliga artiklar från ekonomiska tidskrifter och journaler hämtade online. Lunds universitets databas LUBsearch, Google Scholar och bibliotekskatalogen LOVISA har använts för att finna relevant litteratur. Exempel på använda sökord är; *CEO compensation, board of directors, styrelsens sammansättning, ersättningsnivå, löneutveckling Sverige, och corporate governance.*

Förutom ovan nämnda litteratur har även svenska lagar och elektroniska källor, så som *Svensk kod för bolagsstyrning och Sveriges rikes lag*, använts.

4.4 Källkritik

4.4.1 Litteraturkritik

Litteraturen utgörs framförallt av vetenskapliga artiklar som har hämtats från Lunds Universitets databas, LUBsearch, och bedöms vara tillförlitliga källor. Då artiklarna publicerats i journaler och tidskrifter har de dessutom genomgått granskningar innan publicering då de exempelvis har kontrollerats av tidskrifternas redaktörer. Vi har i denna studie haft i åtanke att författarna till de olika artiklarna kan ha färgat sin studie med subjektiva åsikter.

Vissa av studiens hypoteser är mindre utforskade vilket gör tillgången till tidigare forskning begränsad. I sökning av relevant litteratur är vi medvetna om att det inte är möjligt att granska

all forskning och alla vetenskapliga artiklar som är relevanta för denna studie. Litteraturstudien inleddes med att specificera studiens frågeställning och göra en planering av vilken litteratur som skulle granskas. För att inte sakna djup och för att förhindra skevhet gjordes en noggrann systematisk litteraturgenomgång. Sannolikheten för dessa problem minskas då explicita tillvägagångssätt används (Bryman & Bell, 2013). För att minska risken att förbise relevanta forskningsstudier har sökning i databaserna LUBsearch och Google Scholar gjorts med ett flertal besläktade sökord. Litteratur av en mängd olika forskare från olika årtionden har använts för att ge en bredare bild av det undersökta området (Bryman & Bell, 2013).

4.4.2 Metodkritik

Kritik mot den kvantitativa metoden riktats vanligtvis mot precisionen och riktigheten i det insamlade datamaterialet. Denna studies data är, som nämnt ovan, insamlad från årsredovisningar som noggrant har kontrollerats av revisorer och andra intressenter vilket ökar dess riktighet. Vid insamlandet av data gjordes kontroller och stickprov för att minimera att felaktigheter uppstår vid insamlingen. Om en kvalitativ ansats valts hade inte problemformuleringen kunnat besvaras på ett objektivt sätt och metodvalet hade dessutom gått emot tidigare forskningsmetoder.

De variabelmått som används är frekvent använda vid likartade studier och anses därför vara tillförlitliga och kunna mäta det som avses mätas, vilket diskuteras vidare under avsnitt 4.5.1 om reliabilitet. Således bör resultaten av den empiriska undersökningen vara jämförbara med tidigare forskningsresultat. Studien ämnar inte finna en heltäckande förklaring till VD:ns ersättningsnivå, därför inkluderas endast variabler baserade på tidigare forskning som är specifika för Sverige och tros ha en påverkande faktor på ersättningsnivån. Införandet av kontrollvariabler gjordes för att förbättra analysen av sambandet mellan styrelsers sammansättning och VD:ns ersättningsnivå.

Det empiriska materialet är sammanställt i ett paneldataset. En fördel med paneldata är att modellen tar hänsyn till tidsaspekten mellan variablerna, vilket är lämpligt för denna studie som har för avsikt att undersöka förändringar över tid och mellan företag. Datasetets tidsintervall, som är nödvändigt att bestämma vid paneldataregressioner, föreföll naturligt vara ett år då årsredovisningar publiceras med detta intervall. Dock medför paneldata att det

valda programmet, Eviews 8, inte är fullt utvecklat för att genomföra alla tester och analyser av regressionerna när datamaterialet är ett paneldataset.

4.5 Reliabilitet, replikerbarhet och validitet

En studie bör uppfylla krav på reliabilitet, replikerbarhet och validitet för att betraktas som trovärdig.

4.5.1 Reliabilitet

För att kravet om reliabilitet skall uppnås måste resultatet av studien kunna bli detsamma om någon annan utför studien och ska därmed inte vara påverkad av tillfälligheter. För att detta ska vara möjligt måste studien genomföras opartiskt, det vill säga att den inte påverkas av författarna (Bryman & Bell, 2013). Majoriteten av de variabelmått som används i studien är frekvent använda i tidigare forskningsstudier av exempelvis Boyd (1994) och Core, Holthausen och Larcker (1999) och anses därför vara relevanta för att besvara hypoteserna.

Då i princip all data hämtas från årsredovisningar anses informationen vara tillförlitlig. Företagens årsredovisningar är lagstadgad information och är kontrollerade av auktoriserade revisorer vilket resulterar i att informationen kan anses vara tillförlitlig. Dock är det viktigt att ha i åtanke att företagens revisorer kan ha använts av företagen under en längre period men enligt lag måste de bytas ut inom sju år (ABL 9 kap. 21a §, SFS 2005:551). Byte av revisionsbyråer görs för att minska risken att företaget och revisorn skapar för starka band som kan påverka granskningen. Ett antal faktorer kan dock påverka datamaterialets kvalitet och tillgänglighet. Det är exempelvis viktigt att vara medveten om att det kan förekomma oärligheter och förfiningar i årsredovisningar som är till fördel för företagen och deras ledning. Reliabiliteten kan också påverkas av att företagen kan redovisa data på olika sätt från år till år. Detta kan försvåra insamlandet av data, exempelvis om företagen inte specificerar de komponenter som ingår i VD:ns ersättning (Bryman & Bell, 2013).

4.5.2 Replikerbarhet

För att andra forskare ska kunna replikera denna studie är det viktigt att studiens metod tydligt redovisas. Därför specificeras val, metod och tillvägagångssätt noggrant.

4.5.3 Validitet

En studie bör uppfylla kriteriet för validitet för att anses ha hög giltighet och relevans. För att kravet om validitet ska vara uppfyllt måste studien mäta det som avses mätas. Begreppet validitet kan delas upp i intern och extern validitet.

För att studien ska uppfylla kriteriet för intern validitet ska variationen i de oberoende variablerna förklara variationen i den beroende variabeln. Det är därav viktigt att inkludera variabler som har stor påverkan på VD:ns totala ersättning. För att uppnå hög validitet har därför ett antal variabler, så som nettoomsättning och ROE, inkluderats då de i tidigare studier visat ha stor påverkan på VD:ns ersättning. För att stärka validiteten är det också viktigt att de variabler som utesluts inte har någon större påverkan på regressionens beroende variabel. För att uppnå hög validitet har tidigare forskningsstudiers variabler och tillvägagångssätt undersökts och använts som grund för denna studies regressionsanalys. De mått som används för att mäta undersökningens variabler anses vara relevanta för att mäta det som ska mätas då de har definierats i linje med tidigare forskningsstudier (Bryman & Bell, 2013).

Extern validitet innebär att studiens resultat ska kunna tillämpas och generaliseras på andra områden. Då denna studie har ett totalt urval, för bolag registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista, och inte ett representativt urval kan resultaten inte fullt generaliseras på andra bolag. Dock faller Large Cap-bolag och övriga publika aktiebolag under samma lagar och regelverk vilket gör att resultaten till viss mån skulle kunna appliceras på dessa bolag. Large och Mid Cap-bolag var först med att implementera Kodén år 2005, varpå dessa bolag i större utsträckning än Small Cap-bolag kan tänkas följa regelverket. Större bolag väntas också i större utsträckning följa Kodén då de antas få mer medial uppmärksamhet ifall de avviker från regelverket. Detta gör att studiens resultat inte kan generaliseras på alla svenska publika aktiebolag. Dataurvalet hade dock kunnat utökas till att även inkludera bolag registrerade på Mid- och Small Cap-listan för att öka validiteten, men har i denna studie valts bort på grund av tidsbrist.

5. Regressionsmodellen

I detta kapitel presenteras inledningsvis grundläggande information om regressionen, vald datastruktur och validitetstester. Avslutningsvis presenteras studiens regressionsmodell och dess variabler.

5.1 Regressionsanalys

I studien inkluderas en stor mängd observationer där de oberoende variabelernas inverkan på VD:ns ersättning kommer att undersökas i en multipel linjär regression (Brooks, 2008). För att finna ett statistiskt samband mellan olika variabler är en multipel regressionsanalys ett lämpligt tillvägagångssätt att använda sig av då den är frekvent använd av forskare inom ämnet (Tosi & Gomez-Mejia, 1989; Boyd, 1994; Core, Holthausen & Larcker, 1999; Randøy & Nielsen, 2002). Med hjälp av regressionsmodellen kan man undersöka om den linjära modellen kan förklara sambandet mellan regressionens beroende och oberoende variabler. Varje regression innehåller en beroende variabel, antingen total ersättning, total fast ersättning, total rörlig ersättning eller pension, och inkluderar i samtliga fall de oberoende variabler som presenteras i tabell 5.1.

Det insamlade datamaterialet består av både tidsserie- och tvärsnittsdata då de inkluderade företagen studeras under en längre tidsperiod. För att innefatta båda dimensionerna av data används paneldata (Bryman & Bell, 2013). Detta begränsar analysen av datamaterialet då ett paneldataset inte kan analyseras på samma sätt som om datasetet enbart vore tvärsnittsdata eller tidsseriedata (Brooks, 2008). Datasetet kommer att undersökas för tre olika tidsperioder; år 2006 till 2012, år 2006 till 2008 och år 2009 till 2012. Detta för att undersöka om tidsaspekten har någon inverkan på resultatet mot bakgrund av att tidigare studier av Boyd (1994) och Core, Holthausen & Larcker (1999) gjorts på kortare tidsperioder och inte innefattat en hel konjunkturcykel. Fördelarna med att använda paneldata, varpå denna datastruktur anses vara bäst lämpad, är bland annat att mer komplexa problem kan hanteras, det ger möjlighet att analysera hur variabler och relationer förändras över tid och undersökningen stärks på grund av att antalet frihetsgrader i regressionen ökar (Brooks, 2008).

Studiens dataset är obalanserat då det på grund av bortfall inte finns observationer från alla företag under hela tidsperioden.

5.1.1 Paneldataanalys

Paneldata hanteras enklast genom en ”pooled regression” där färre parametrar estimeras. Detta innebär att endast en ekvation genomförs på all data och att ekvationen estimeras med hjälp av minsta kvadratmetoden⁶. Centralt vid användandet av paneldata är att variablernas medelvärden estimeras och att relationerna mellan dem är konstanta över tidsperiod och tvärsnitt. Det får heller inte förekomma någon heteroskedasticitet, det vill säga att modellen förutsätter att det inte finns något samband mellan tvärsnitten. Att det inte skulle förekomma någon heteroskedasticitet verkar dock osannolikt för denna studie då dessa variabler tros bero på varandra (Brooks, 2008). Det finns dock begränsningar med användandet av en pooled regression varpå två andra tillvägagångssätt vid paneldataanalyser är vanligt förekommande; ”fixed effects” eller ”random effects”. Den modell som är lämpligast att använda bestäms med hjälp av ett Hausmantest, vilket utförs när regressionsmodellens specifikationer ska bestämmas (Brooks, 2008).

5.1.1.1 Fixed effects modell

Vid användandet av fixed effects uppfångas antingen variationen i tvärsnittsdata eller tidsseriedata. Detta innebär att interceptet skiljer sig åt och antingen varierar över tidsserie eller över tvärsnitt medan den andra hålls konstant. I modellen skapas dummyvariabler för företag eller tid vilket gör att dessa skiljer sig åt. Nollhypotesen för fixed effects är att dummyvariabelns intercept har samma parametrar och om nollhypotesen inte förkastas kan det insamlade materialet slås samman vilket medför att minsta kvadratmetoden kan användas. Förkastas nollhypotesen kan antagandet om att intercepten är detsamma inte användas (Brooks, 2008). I regressionerna med beroende variabel total ersättning, total fast ersättning och pension används både cross-section och time-fixed effects och i regressionen med beroende variabel total rörlig ersättning används endast cross-section fixed effects⁷.

5.1.2 Antaganden för minsta kvadratmetoden

För att minsta kvadratmetoden ska fungera och estimatorerna ska kunna anses vara BLUE⁸ måste nedanstående fem antaganden uppfyllas:

⁶ På engelska benämnt Ordinary Least Square, OLS. Detta är den mest kända metoden för att estimeras okända parametrar i en linjär regressionsmodell. OLS innebär att modellen tar varje vertikalt avstånd från linjen till det observerade materialet, kvadrerar det och sedan minskar den totala summan av kvadraterna (Brooks, 2008).

⁷ Se Bilaga 4.

⁸ Best Line Unbiased Estimators. Antaganden som uppfyller dessa kriterier anses vara konsistenta, neutrala och effektiva. Skulle något av dessa kriterier inte vara uppfyllda rättas de till (Brooks, 2008).

5.1.2.1 $E(u_t) = 0$

Detta antagande innebär att medelvärdet för feltermen måste vara noll. Detta problem elimineras då ett intercept inkluderas i regressionerna (Brooks, 2008).

5.1.2.2 $var(u_t) = \sigma^2 < \infty$

Detta antagande innebär att feltermen måste ha en konstant varians vilket kallas homoskedasticitet. Om detta antagande inte uppfylls kan estimatorerna generera felaktiga slutsatser, detta kallas heteroskedasticitet. Ett Breusch–Pagan test används för att testa för heteroskedasticitet (Brooks, 2008).

5.1.2.3 $cov(u_j, u_j) = 0$

Att testa för autokorrelation är nödvändigt för att konstatera att regressionens residualer är oberoende av varandra. Förekommer autokorrelation genererar regressionen ineffektiva betakoefficienter och dess tolkning riskerar därmed bli felaktig. Att testa för autokorrelation med hjälp av ett Breusch-Godfrey test är dock främst aktuellt vid användande av tidsseriesdata och testas därför sällan vid användandet paneldata. Då tidsdimensionen för studiens data dessutom är relativt kort, vilket gör det svårare att se en trend över tiden, utesluts test för autokorrelation i denna studie (Brooks, 2008).

5.1.2.4 $cov(u_j, x_j) = 0$

Det fjärde antagandet innebär att det inte får existera någon korrelation mellan feltermen och de oberoende variablerna. Om antagandet bryts anses variablerna vara endogena då värdena bestäms av ekvationen istället för utanför ekvationen, vilket är önskvärt. Detta testas med hjälp av ett Hausmantest (Brooks, 2008). Dock är endogenitetsproblem inte vanligt förekommande vid denna typ av undersökning.

5.1.2.5 $(U_t \sim N(0, \sigma^2))$

Det sista antagandet innebär att feltermen ska vara normalfördelad. För att feltermen ska anses vara normalfördelad ska skevheten vara noll och toppigheten anta värdet 3. Normalfördelning testas med ett Jarque-Bera test. Bryts antagandet om normalitet kan problemet rättas till genom att öka urvalsstorleken eller logaritmera variabler för att ta bort extremvärden (Brooks, 2008).

5.1.3 Validitetstester

Enligt Brooks (2008) finns det dessutom ett antal problem som måste kontrolleras för om minsta kvadratmetoden ska fungera och vara en lämplig modell. Dock är endast följande validitetstest nödvändigt att genomföra vid paneldataregressioner:

5.1.3.1 Multikolinjäritet

Multikolinjäritet förekommer när de oberoende variablerna är korrelerade med varandra. Multikolinjäritet förekommer ifall några av variablerna har ett korrelationsvärde av minst 0,8, detta undersöks med en korrelationsmatris. Multikolinjäritet kan behandlas på olika sätt; det kan ignoreras, en av de förklarande variablerna kan tas bort eller så kan de korrelerande variablerna transfereras till en kvot (Brooks, 2008).

5.2 Regressionsmodellen

$$\text{Total VD-ersättning}^9 = \alpha + \beta_1 \text{Storlek} + \beta_2 \text{Busyboards} + \beta_3 \text{Internationella} + \beta_4 \text{Kvinnor} + \beta_5 \text{Ägarrepresentant} + \beta_6 \text{Nettoomsättning} + \beta_7 \text{ROE} + \beta_8 \text{Storägare}$$

Storlek = Styrelsens storlek

Busyboards = Andel styrelseledamöter som är aktiva i fler än tre styrelser

Internationella = Andel internationella styrelseledamöter

Kvinnor = Andel kvinnliga styrelseledamöter

Ägarrepresentant = Andel styrelseledamöter som representerar en storägare

Nettoomsättning = Företagets storlek

ROE = Företagets resultat

Storägare = Största ägarens aktieinnehav uttryckt i procent

5.3 Beroende variabel

5.3.1 Total ersättning

Regressionens beroende variabel kommer att vara total ersättning till VD:n. Data till denna variabel hämtas ur företagens årsredovisningar. Total ersättning utgörs, i linje med tidigare forskningsstudier, av fast lön, rörlig lön, optionsprogram, pensioner och övriga förmåner. Vid värdering av optionsprogrammen kontrolleras att de är värderade med samma

⁹ Även variablerna Total fast ersättning, Total rörlig ersättning och Pension kommer att användas som beroende variabel.

värderingsmodell¹⁰. Pensioner hämtas från bolagens årsredovisningar i den mån de redovisas. Vi är dock medvetna om att det kan finnas ytterligare ersättning som inte presenteras i årsredovisningen och därmed inte kan inkluderas i undersökningen.

För att utvidga analysen undersöks även de oberoende variabelernas påverkan på total fast ersättning¹¹, total rörlig ersättning¹² och pensioner separat. Med denna uppdelning är det möjligt att studera hur variabelernas påverkan skiljer sig mellan de olika komponenterna som utgör VD:ns totala ersättning. Denna uppdelning kan också användas för att undersöka ifall resultaten för total ersättning är konsistenta.

5.4 Förklaringsvariabler

Nedan presenteras de variabler som hypotestestas. Då variabelernas förväntade effekt diskuterats i den teoretiska referensramen kommer i detta kapitel endast beskrivas hur de mäts.

5.4.1 Styrelsens storlek

Styrelsens storlek mäts i linje med Core, Holthausen och Larcker (1999) som antal styrelseledamöter. I denna studie inkluderas även arbetstagarrepresentanter i styrelsens storlek.

5.4.2 Busy boards

Denna variabel mäts, även den i linje med Core, Holthausen och Larckers (1999) studie, som relativ andel styrelseledamöter som är aktiva i fler än tre styrelser.

5.4.3 Internationella styrelseledamöter

Denna variabel mäts som andel styrelseledamöter som är av utomnordisk härkomst. Randøy och Nielsen (2002) och Oxelheim och Randøy (2005) mäter i sina studier denna variabel som en dummyvariabel som antar värdet 1 ifall det finns en eller flera internationella ledamöter. Då det blir allt vanligare bland större bolag att ha internationella styrelseledamöter mäts denna variabel istället som relativ andel internationella styrelseledamöter i förhållande till totalt antal styrelseledamöter.

¹⁰ Black-Scholes modell.

¹¹ Total fast ersättning utgörs av fast ersättning och övriga förmåner.

¹² Total rörlig ersättning utgörs av rörlig ersättning och optionsprogram.

5.4.4 Kvinnliga styrelseledamöter

Adams och Ferreira (2009) mäter denna variabel som en dummyvariabel, som antar värdet 1 om det finns kvinnor i styrelsen och annars värdet 0. Precis som internationella styrelseledamöter så blir även kvinnliga styrelseledamöter vanligare. Av denna anledning mäts även denna variabel som relativ andel kvinnliga styrelseledamöter i förhållande till totalt antal styrelseledamöter.

5.4.5 Styrelseledamöter som representerar en storägare

Denna variabel mäts, i linje med Boyds (1994) studie, som relativ andel ledamöter i förhållande till totalt antal styrelseledamöter som representerar en ägare som har över 5 % av bolagets röster.

5.5 Kontrollvariabler

I linje med tidigare forskningsstudier kommer ett antal kontrollvariabler som förmodas ha inverkan på VD:ns ersättning att inkluderas.

5.5.1 Företagets storlek

Denna variabel mäts i linje med Boyd (1994) och Core, Holthausen och Larcker (1999) som företagets nettoomsättning. Motsvarande variabel för banker mäts i denna studie som ränteintäkter.

5.5.2 Företagets resultat

Denna variabel kommer att mätas som avkastning på eget kapital, på engelska benämnt return on equity, förkortat ROE (Boyd, 1994). ROE är ett redovisningsmått som visar hur mycket vinst ett företag genererar i förhållande till det egna investerade kapitalet. En nackdel med att använda ett redovisningsmått är att dessa mått ofta manipuleras av företagen för att indikera bättre resultat än vad som egentligen uppnåtts. Vissa studier, exempelvis Adams och Ferreira (2009), har därför valt att även mäta företagets resultat med ett marknadsbaserat mått. Vi är medvetna om att denna studie kan kritiserats för att endast inkludera ett redovisningsmått, dock är detta mått vanligt förekommande i de tidigare forskningsstudier som ligger till grund för vår studie.

5.5.3 Storägare

Denna variabel mäts som hur många procent av bolagets röster de största ägarna gemensamt innehar¹³. Detta har gjorts i en studie utförd av Oxelheim och Randøy (2005).

¹³ Dessa ägare ska inneha över 5 % av bolagets röster.

5.6 Sammanställning av variabler

Beroendevariabler	Definition	Förväntad påverkan	Mätenhet
Total ersättning	Summan av fast ersättning, rörlig ersättning, optionsprogram, pensioner och övriga förmåner.	N/A	KSEK
Total fast ersättning	Summan av fast ersättning och övriga förmåner.	N/A	KSEK
Total rörlig ersättning	Summan av rörlig ersättning och optionsprogram.	N/A	KSEK
Pension	Pension.	N/A	KSEK
Oberoende variabler	Definition	Förväntad påverkan	Mätenhet
Styrelsens storlek	Antal styrelseledamöter.	+	Allmänt tal
Busy boards	Andel styrelseledamöter som är aktiva i fler än tre styrelser.	+	Procent
Internationella styrelseledamöter	Andel internationella styrelseledamöter.	+	Procent
Kvinnliga styrelseledamöter	Andel kvinnliga styrelseledamöter.	+/-	Procent
Styrelseledamöter som representerar en storägare	Andel styrelseledamöter som representerar en ägare som innehar mer än 5 % av rösterna.	-	Procent
Företagets storlek	Nettoomsättning.	+	KSEK
Företagets resultat	Avkastning på eget kapital, ROE.	+	Procent
Storägare	Största ägarens aktieinnehav uttryckt i procent.	-	Procent

Tabell 5.1 Sammanställning av variabler

6. Empiri

I detta kapitel presenteras studiens empiriska undersökning. Deskriptiv statistik av dataurvalet presenteras och resultatet av regressionsanalysen redovisas inledningsvis. Kapitlet avslutas med att presentera genomförda validitetstester.

6.1 Deskriptiv statistik

Studien omfattar observationer för 60 publika aktiebolag registrerade på Stockholmsbörsen under åren 2006 till 2012. I tabellen nedan presenteras deskriptiv statistik för samtliga inkluderade variabler. För att minska förekomsten av extremvärden har variablerna Total ersättning, Total fast ersättning, Total rörlig ersättning, Pension, Nettoomsättning och Styrelsens storlek logaritmerats¹⁴. De tre dummyvariablerna Ersättningskommitté, Utländsk VD och Kvinnlig VD utesluts ur regressionsanalysen då det under datainsamlingen upptäcktes att fördelningen och spridningen av dessa variabler var för liten för att ge några rättvisande resultat¹⁵.

Variabel	N	Medelvärde	Median	Maximum	Minimum	Std. Avvikelse
Total ersättning	319	9,602128	9,672781	11,23376	7,626765	0,657083
Total fast ersättning	319	8,832043	8,888676	10,21863	7,003520	0,580243
Total rörlig ersättning	319	8,139116	8,131237	10,89073	4,317488	1,080466
Pension	319	7,826289	7,803843	10,78352	5,297377	0,919566
Styrelsens storlek	319	2,256767	2,302585	2,772589	1,098612	0,262887
Busy boards	319	0,611758	0,60000	1,000000	0,125000	0,187303
Internationella styrelseledamöter	319	0,170782	0,076923	0,909091	0,000000	0,228350
Kvinnliga styrelseledamöter	319	0,228810	0,230769	0,600000	0,000000	0,108183
Ägarrepresentant	319	0,220301	0,214286	0,714286	0,000000	0,151203
Nettoomsättning	319	16,89658	17,14234	19,55327	12,706850	1,543808
ROE	319	0,159832	0,160000	3,498400	-6,495700	0,492232
Storägare	319	0,369036	0,350000	2,358200	0,000000	0,233172

Tabell 6.1 Deskriptiv statistik

¹⁴ Se Bilaga 2 för deskriptiv statistik med icke logaritmerade variabler.

¹⁵ 57 av 60 bolag hade under tidsperioden ersättningskommittéer.

10 av 60 bolag hade under tidsperioden utländsk VD.

4 av 60 bolag hade under tidsperioden kvinnlig VD.

6.2 Resultat av regressionerna

Fyra regressioner har utförts för att undersöka hur variablerna påverkar en VD:s ersättningsnivå. I den första regressionen undersöks variablernas påverkan på total ersättning, i den andra undersöks variablernas påverkan på total fast ersättning, summan av fast ersättning och övriga förmåner, i den tredje undersöks variablernas påverkan på total rörlig ersättning, summan av rörlig ersättning och optionsprogram, och i den fjärde undersöks variablernas påverkan på pensioner.

6.2.1 Regressionsutfall

Variabel	Total ersättning	p-värde	Total fast ersättning	p-värde	Total rörlig ersättning	p-värde	Pension	p-värde
Styrelsens storlek	-0,480893**	0,0400	-0,192634	0,3345	-0,774505	0,1368	-0,6323**	0,0132
Busy boards	-0,074632	0,6714	-0,031362	0,8254	-0,156025	0,5825	0,45534**	0,0281
Internationella styrelseledamöter	-0,694550**	0,0282	-0,407845	0,1497	-1,061377	0,1397	0,099313	0,8477
Kvinnliga styrelseledamöter	-0,831288**	0,0323	-0,203469	0,4478	-1,128808*	0,0770	-1,136609	0,1263
Ägarrepresentant	-0,121210	0,6584	-0,220088	0,3260	0,115127	0,7371	-0,294508	0,4825
Nettoomsättning	0,115836**	0,0232	0,11029*	0,0667	0,1837***	0,0067	0,10558**	0,0136
ROE	0,119274**	0,0208	0,025330	0,1158	0,027280	0,5357	0,04776**	0,0431
Storägare	-0,253852**	0,0112	-0,169028**	0,0101	-0,140254*	0,0540	-0,24297**	0,0389
R^2	0,846262		0,850825		0,754876		0,852809	
F-värde	24,62174		25,51188		13,10041		24,97631	
p-värde	0,000000		0,000000		0,000000		0,000000	

***= signifikant på 1 % nivå

**= signifikant på 5 % nivå

*= signifikant på 10 % nivå

Tabell 6.2 Regressionsutfall

Determinationskoefficienten, R^2 , mäter hur väl modellen kan förklara variationen i regressionens beroendevariabel, där värdet 1 indikerar perfekt förklaringsgrad och värdet 0 indikerar att modellen inte kan förklara variationen (Brooks, 2008). Att döma av värdena på determinationskoefficienten är förklaringsgraden för alla fyra beroendevariabler mycket hög. Modellen lyckas till 84,6 % förklara variationen i total ersättning, till 85,1 % förklara variationen i total fast ersättning, till 75,5 % förklara variationen i total rörlig ersättning och till 85,3 % förklara variationen i beroendevariabeln pension. Dessa regressioner har haft högre förklaringsgrad än tidigare studier av Boyd (1994) och Core, Holthausen och Larcker (1999) som haft förklaringsgrader på 63 % respektive 37 %. Skillnader i förklaringsgraderna kan

bero på att regressionerna innehåller olika variabler och har kortare tidsperioder. Ett flertal av de oberoende variablerna visar i denna studie ha signifikant påverkan på VD:ns ersättning.

6.2.2 Bekräftande eller förkastande av hypoteser

Hypotes 1: Storleken på de styrelser som inkluderas i denna studie varierar från att bestå av mellan 5 till 16 ledamöter, varav banker är de bolag som har styrelser med störst antal ledamöter. Regressionen visar ett signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och variablerna VD:ns totala ersättning och VD:ns pension. Detta innebär att VD:ns ersättning minskar då styrelsens storlek ökar. Inget signifikant samband kan identifieras mellan styrelsens storlek och total fast- eller total rörlig ersättning. Vid en förkortad tidsperiod, åren 2006 till 2008, visar regressionen liknande resultat, men indikerar ett positivt samband mellan styrelsens storlek och VD:ns totala fasta ersättning¹⁶. Dock är determinationskoefficienten för denna regression mycket låg och resultaten bör därmed tolkas med försiktighet. För tidsperioden 2009 till 2012 har styrelsens storlek endast signifikant påverkan på VD:ns totala ersättning¹⁷. Att dela upp undersökningen i kortare tidsperioder har i detta fall ingen påverkan på resultatet. Resultatet är motstridigt till den hypotesgrundande teorin och resulterar i att Hypotes 1, att större styrelser ger högre ersättning till VD:n, förkastas.

Hypotes 2: Att styrelseledamöter är aktiva i fler än tre styrelser är mycket vanligt bland de inkluderade bolagen då detta fenomen förekommer i samtliga styrelser. I genomsnitt är 60 % av styrelsernas ledamöter aktiva i fler än tre styrelser. Variabeln har för hela den valda tidsperioden endast signifikant påverkan på VD:ns pension. Denna påverkan är positiv, vilket är förenligt med tidigare resultat från andra forskningsstudier. Att döma av resultatet kan det dock konstateras att variabeln busy boards inte har någon signifikant påverkan på VD:ns totala ersättning. Vid en uppdelning av två kortare tidsperioder ändras dock resultaten och för åren 2006 till 2008 visar sig variabeln ha en signifikant negativ påverkan på VD:ns totala ersättning, vilket är motstridigt till tidigare studiers resultat. För tidsperioden 2009 till 2012 visar variabeln istället signifikant negativ påverkan på VD:ns totala fasta ersättning och positiv påverkan på VD:ns pensioner¹⁸. Den sistnämnda bör dock tolkas med försiktighet på grund av ett lågt värde på determinationskoefficienten. Regressionernas mycket varierande resultat gör det svårt att fastställa variabelns påverkan på regressionernas beroende variabler.

¹⁶ Se Bilaga 3, bild 3.1.

¹⁷ Se Bilaga 3, bild 3.2.

¹⁸ Se Bilaga 3, bild 3.1 och 3.2.

Hypotes 3: Av de styrelser som inkluderas i studien har 43 % av styrelserna internationella styrelseledamöter och en styrelse består i genomsnitt av 14 % internationella ledamöter. Ett signifikant negativt samband finns mellan VD:ns totala ersättning och andelen internationella styrelseledamöter för hela den undersökta tidsperioden, år 2006 till 2012. Att undersökningen delas upp i två kortare tidsperioder resulterar i ytterligare signifikanta samband. År 2006 till 2008 har internationella styrelseledamöter signifikant positiv påverkan på total fast ersättning och total rörlig ersättning. För åren 2009 till 2012 finns signifikant positiv påverkan på total rörlig ersättning. Att döma av resultatet för variabeln total ersättning kan Hypotes 3, att en högre andel internationella ledamöter ger högre ersättning till VD:n, förkastas.

Hypotes 4a och b: Andelen kvinnliga styrelseledamöter har en signifikant negativ påverkan på beroendevariablerna total ersättning och total rörlig ersättning. Vid en uppdelning av två kortare tidsperioder har kvinnliga styrelseledamöter endast påverkan på beroendevariabeln pension för åren 2006 till 2008, vilken även i detta fall är negativ.

Hypotes 5: Variabeln andel styrelseledamöter som representerar en storägare visar ingen signifikant påverkan på någon beroendevariabel i regressionerna för hela den valda tidsperioden. Detta resulterar i att Hypotes 5 accepteras. För tidsperioden 2009 till 2012 visar ägarrepresentant en signifikant negativ påverkan på VD:ns ersättning för samtliga regressioner. Regressionerna med beroendevariablerna pension och total rörlig ersättning bör dock tolkas med försiktighet på grund av låga värden på determinationskoefficienterna.

6.2.3 Kontrollvariabler

Nettoomsättning: Företagets storlek, mätt som nettoomsättning, har signifikant positiv påverkan på VD:ns totala ersättning och samtliga komponenter av total ersättning för hela den valda tidsperioden. Detta är mycket positivt då det stärker trovärdigheten av studiens resultat. Sambandet är i detta fall starkast på VD:ns totala rörliga ersättning. Vid en uppdelning av två kortare tidsperioder lyckas variabeln inte fullt förklara VD:ns totala ersättning för tidsperioden 2006 till 2008. För åren 2009 till 2012 finns ett signifikant positivt samband i samtliga komponenter av VD:ns ersättning.

ROE: Företagets resultat, mätt som ROE, har signifikant positiv påverkan på variablerna total ersättning och pension. Vid uppdelning av kortare tidsperioder har företagets resultat för båda perioderna endast signifikant positiv påverkan på VD:ns totala ersättning. Dock är sambandet

mellan företagets resultat och VD:ns total ersättning mycket svagt vilket kan ses i korrelationsmatrisen, bild 6.1. Det kan dock ifrågasättas varför ROE inte är signifikant för den totala rörliga ersättningen i denna studie under åren 2006 till 2008, då rörlig ersättning ska bero på företagets resultat.

Storägare: Variabeln storägare har signifikant negativ påverkan på samtliga beroende variabler för hela den valda tidsperioden, vilket stämmer överens med tidigare forskningsresultat. Vid en uppdelning av två kortare tidsperioder förändras dock resultaten vilket indikerar att tidsperioden kan spela roll för studiens resultat. Under tidsperioden 2006 till 2008 har storägare signifikant positiv påverkan på total ersättning och pension. Under åren 2009 till 2012 har storägare endast signifikant negativ påverkan på total ersättning.

6.2.4 Sammanställning av variabelernas påverkan på VD:ns totala ersättning

Oberoende variabel	Definition	Förväntad påverkan på total ersättning	Faktisk påverkan på total ersättning
Styrelsens storlek	Antal styrelseledamöter.	+	-
Busy boards	Andel styrelseledamöter som är aktiva i fler än tre styrelser.	+	-, ej signifikant
Internationella styrelseledamöter	Andel internationella styrelseledamöter.	+	-
Kvinnliga styrelseledamöter	Andel kvinnliga styrelseledamöter.	+/-	-
Styrelseledamöter som representerar en storägare	Andel styrelseledamöter som representerar en ägare som innehar mer än 5 % av rösterna.	-	-, ej signifikant
Företagets storlek	Nettoomsättning.	+	+
Företagets resultat	Avkastning på eget kapital, ROE.	+	+
Storägare	Största ägarens aktieinnehav uttryckt i procent.	-	-

Tabell 6.3 Sammanställning av variabelernas påverkan på VD:ns totala ersättning.

6.3 Validitetstester

För att regressionerna ska generera korrekta resultat har ett antal validitetstester genomförts. Dessa tester baseras på de antaganden, presenterade i kapitel 5, som ligger till grund för minsta kvadratmetoden. Som tidigare nämnt används i denna studie ett paneldataset, vilket resulterar i att vissa validitetstester kan uteslutas.

6.3.1 Homoskedasticitet

Då minsta kvadratmetoden används antas residualerna ha en konstant varians, vilket kallas homoskedasticitet. Om residualerna inte har denna egenskap sägs de vara heteroskedastiska och kan påverka resultatet i regressionen då förklaringsgraden försämras på grund av ökade svårigheter att upptäcka samband mellan beroende och oberoende variabler.

Risken för heteroskedasticitet ökar när regressionen inkluderar extremvärden och/eller data som kraftigt varierar. Som tidigare beskrivits, har flera variabler logaritmerats för att minska effekten av extremvärden.

6.3.1.1 Total ersättning

Enligt bild 5.1 i bilaga 5 existerar heteroskedasticitet för beroendevariabeln total ersättning då p-värdet är noll till fyra decimaler varpå nollhypotesen om homoskedasticitet förkastas. För att rätta till residualerna specificeras regressionen med funktionen ”white (diagonal)” varpå problemet med heteroskedasticitet elimineras.

6.3.1.2 Total fast ersättning

I regressionen med total fast ersättning som beroendevariabel hittas heteroskedasticitet. Nollhypotesen om homoskedasticitet kan i detta fall förkastas då p-värdet indikerar stark signifikans. Residualerna är därmed heteroskedastiska och rättas till med ”white (diagonal)”.

6.3.1.3 Total rörlig ersättning

I regressionen med total rörlig ersättning som beroendevariabel är residualerna heteroskedastiska. Nollhypotesen om homoskedasticitet kan i detta fall förkastas då p-värdet indikerar stark signifikans, varpå problemet rättas till med specifikationen ”white cross section”.

6.3.1.4 Pension

I regressionen med pension som den beroende variabeln hittas heteroskedasticitet. Nollhypotesen om homoskedasticitet kan i detta fall förkastas då p-värdet indikerar starkt signifikans. Residualerna är därmed heteroskedastiska och rättas till med ”white (diagonal)”.

6.3.2 Normalfördelade residualer

Ett Jarque-Bera test används för att testa att residualerna är normalfördelade. Uppfylls inte kriteriet för normalfördelade residualer kan detta resultera i att tolkningen av regressionen blir felaktig. I samtliga regressioner har icke normalfördelade residualer upptäckts. Problemet med icke normalfördelade residualer kan orsakas av att dataurvalet är för litet och rättas vanligtvis automatiskt till vid större datamängder. Extremvärden kan också vara en förklaring till varför residualerna inte är normalfördelade. För att undvika detta har utvalda variabler logartimerats för att eliminera effekten av extremvärden men det har även varit nödvändigt att ta bort ytterligare extremvärden från samtliga regressioner för att göra residualerna mer normalfördelade. Problemet har med hjälp av denna åtgärd minskat och att döma av bilderna i bilaga 6 ser residualerna normalfördelade ut och bör därmed inte påverka tolkningen av studiens resultat.

6.3.2.1 Total ersättning

Resultatet av Jarque-Bera testet för regressionen med total ersättning som beroende variabel visar förhållandevis normalfördelade residualer, med en skevhet på 0 och en toppighet på 5,16¹⁹. P-värdet är dessutom starkt signifikant på 5 % signifikansnivå vilket resulterar i att nollhypotesen om normalfördelade residualer förkastas. Residualerna är alltså inte normalfördelade, dock visar bild 6.1 i bilaga 6 en normalfördelad kurva med acceptabla värden på skevhet och toppighet.

6.3.2.2 Total fast ersättning

När total fast ersättning används som beroende variabel antyder Jarque-Bera testet att residualerna inte är normalfördelade. Testet visar en skevhet på -0,48 och en toppighet på 7,21, samt ett p-värde på noll till sex decimaler varpå antagandet om normalitet förkastas²⁰. Residualerna är därmed inte normalfördelade, men att döma av kurvans utseende ses inte detta som något allvarligt problem.

6.3.2.3 Total rörlig ersättning

Även när total rörlig ersättning används som beroendevariabel visar Jarque-Bera testet att residualerna inte är normalfördelade. Testet visar en skevhet på -0,56 och en toppighet som antar värdet 3,48 vilket angränsar till de önskvärda värdena. Nollhypotesen om

¹⁹ Se Bilaga 6, bild 6.1.

²⁰ Se Bilaga 6, bild 6.2.

normalfördelade residualer förkastas dessutom på grund av att p-värdet visar att testet är signifikant på 1 % signifikansnivå²¹.

6.3.2.4 Pension

Resultatet av Jarque-Bera testet för regressionen med pension som beroendevariabel visar förhållandevis normalfördelade residualer, med en skevhet på -0,05 och en toppighet på 4,11²². P-värdet är dock starkt signifikant vilket resulterar i att nollhypotesen om normalfördelade residualer förkastas. Residualerna är alltså inte normalfördelade, dock visar bild 6.4 i bilaga 6 en normalfördelad kurva med acceptabla värden på skevhet och toppighet.

6.3.3 Multikolinjäritet

När minsta kvadratmetoden används får de förklarande variablerna inte vara korrelerade med någon annan förklarande variabel. Skulle detta förekomma kan regressionen generera en hög determinationskoefficient trots att varje enskild variabels koefficient har höga standardavvikelser och är insignifikanta. Regressionen ser med andra ord bättre ut än vad den egentligen är. Multikolinjäritet förekommer då två eller flera variabler har en korrelation på 0,8 eller högre (Brooks, 2008).

Att döma av korrelationsmatrisen nedan och de som presteras i bilaga 7 existerar ingen multikolinjäritet i det befintliga datasetet, då matriserna visar att samtliga värden understiger 0,8. Störst korrelation finns, som kan ses nedan i bild 6.1, mellan företagets storlek och styrelsens storlek, med en korrelation på 0,57. Företagets storlek och VD:ns totala ersättningsnivå har också hög korrelation vilket var förväntat och förenligt med studiens resultat. Andel internationella styrelseledamöter och VD:ns totala ersättning har en korrelation på 0,48 vilket indikerar att en hög andel internationella ledamöter hänger samman med hög VD-ersättning vilket är förvånande sett till studiens resultat. Att storägare och ägarrepresentanter har en hög korrelation, 0,44, var väntat då företag med många storägare kan väntas ha fler ägarrepresentanter i styrelsen.

²¹ Se Bilaga 6, bild 6.3.

²² Se Bilaga 6, bild 6.4.

6.3.3.1 Korrelationsmatris total ersättning

	AGARREPR...	BUSYBOARDS	INTERNATI...	KVINNOR	LNNETTOO...	LNTOTALER...	LNSTORLEK	ROE	STORAGARE
AGARREPR...	1.000000	0.195727	-0.076324	-0.070481	-0.196429	-0.157765	-0.204102	0.014488	0.444223
BUSYBOARDS	0.195727	1.000000	-0.136185	0.051749	-0.153585	-0.028182	-0.255117	-0.066635	0.012146
INTERNATI...	-0.076324	-0.136185	1.000000	-0.152563	0.271209	0.480222	0.077070	0.011200	-0.231245
KVINNOR	-0.070481	0.051749	-0.152563	1.000000	0.004824	-0.022254	0.104221	0.021611	0.025808
LNNETTOO...	-0.196429	-0.153585	0.271209	0.004824	1.000000	0.550965	0.567483	0.044979	-0.189753
LNTOTALER...	-0.157765	-0.028182	0.480222	-0.022254	0.550965	1.000000	0.405435	0.080248	-0.313101
LNSTORLEK	-0.204102	-0.255117	0.077070	0.104221	0.567483	0.405435	1.000000	-0.005085	-0.167791
ROE	0.014488	-0.066635	0.011200	0.021611	0.044979	0.080248	-0.005085	1.000000	0.002765
STORAGARE	0.444223	0.012146	-0.231245	0.025808	-0.189753	-0.313101	-0.167791	0.002765	1.000000

Bild 6.1 Korrelationsmatris total ersättning

7. Analys

I detta kapitel analyseras ersättnings utveckling och resultaten från studiens empiriska undersökning. Resultaten analyseras utifrån de teorier och tidigare forskningsresultat som presenterats i examensarbetets teoretiska referensram.

7.1 Ersättnings utveckling

VD:ns totala ersättning visar en positiv utveckling under studiens tidsperiod, vilket kan ses i bilaga 8. Tilltagande ersättningsnivåer var förväntat då ersättningen till ledande befattningshavare inom svenskt näringsliv följt denna trend sedan 1980-talets början (Bergström & Eld, 2014). Den ökande trenden kan även förklaras av att de internationellt högre VD-lönerna i större utsträckning tenderar att avspeglas i utvecklingen av svenska VD-löner till följd av företagens ökade internationalisering (Oxelheim & Randøy, 2005). Dock är svenska VD-löner, som nämnts tidigare, trots den ökande trenden fortfarande låga i förhållande till internationella ersättningsnivåer.

Det är dessutom mycket vanligt förekommande att samtliga komponenter av VD:ns ersättning särredovisas. Detta konstaterades vid datainsamlingen där transparens och redovisning av ersättnings komponenter successivt förbättrats under tidsperioden.

7.1.1 Total ersättning

VD:ns genomsnittliga totala ersättning har, med undantag för år 2009, ökat mellan åren 2006 till 2012. Den kraftiga löneökningen under perioden 2006 till 2008 beror troligtvis främst på att det fram till år 2008 rådde högkonjunktur i Sverige med hög tillväxt, många nya arbeten och ökade lönenivåer som följd. Enligt konjunkturinstitutet var år 2006 det starkaste året tillväxtnässigt sett i Sverige sedan 1970-talet (Konjunkturinstitutet, 2007). Dock skedde till följd av den globala finanskrisen, år 2008, en kraftig försämring av konjunkturläget. Detta är en trolig förklaring till att den totala ersättningen minskade år 2009. Sveriges ekonomi började återhämta sig under år 2010 vilket återigen resulterade i hög tillväxt och ökade ersättningsnivåer²³. Resten av världen återhämtade sig dock inte i samma takt vilket hämmade Sveriges ekonomiska utveckling, delvis på grund av att exportefterfrågan från omvärlden

²³ Se Bilaga 8, bild 8.1.

fortfarande var låg. Detta kan delvis vara en förklaring till att den totala ersättningen inte ökar i samma takt från år 2010 till år 2012 som före finanskrisen²⁴ (Konjunkturinstitutet, 2011).

7.1.2 Total fast ersättning

VD:ns totala ersättning består i genomsnitt till största del, 64 %, av fast ersättning. Att fast ersättning skulle utgöra största delen av den totala ersättningen var väntat då tidigare studier av Kim, Nofsinger och Mohr (2010) visat att cirka 80 % av ersättningen består av fast ersättning. Att andelen fast ersättning i denna studie är lägre än 80 % kan bero på flera orsaker. Denna studie undersöker enbart svenska aktiebolag registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista medan Kim, Nofsinger och Mohrs siffror baseras på undersökningar av ersättning till samtliga VD:ar i Sverige. En annan anledning är att VD-ersättningen i Sverige utvecklas mot att bli mer prestationsbaserad, vilket är vanligt förekommande bland företag internationellt. Den fasta ersättningen beror även delvis, likt den totala ersättningen, på konjunkturläget. Att fast ersättning följer en liknande utveckling som total ersättning är väntat då denna utgör störst andel av den totala ersättningen. Den fasta ersättningen ska utgöra en marknadsmässig ersättningsnivå, vilken bör påverkas av Sveriges ekonomiska läge.

Att Sverige har en mycket hög andel fast ersättning kan enligt agentteorin medföra ökad risk för intressekonflikter mellan ägare och ledning då ersättningen i mindre utsträckning beror på företagets resultat. Utvecklingen mot en högre andel rörlig ersättning kan ha både positiva och negativa effekter. Sett från agentteorins perspektiv ökar detta VD:ns motivation att agera i ägarnas intresse och förbättra företagets resultat. Något som styrelsen dock bör vara medveten om är den ökade risken för resultatmanipulering som finns när lönen beror på företagets resultat.

7.1.3 Total rörlig ersättning

Den rörliga ersättningen, som utgör 14 % av den totala ersättningen, är prestationsbaserad och beror generellt på företagets resultat. Även utvecklingen av den rörliga ersättningen följer konjunkturläget. Detta kan ses av den minskning i rörlig ersättning som sker de år det råder lågkonjunktur, i denna studie under finanskrisen. Optionsprogram utgör i genomsnitt endast 7 % av den totala ersättningen, dock syns en ökande trend för denna typ av ersättning under studiens valda tidsperiod²⁵. Troligtvis kan detta förklaras av att svenska bolag ständigt

²⁴ Se Bilaga 8, bild 8.1.

²⁵ Se Bilaga 8, bild 8.2.

internationaliseras och därmed influeras av utländsk ersättningspraxis där optionsprogram är vanligt förekommande.

7.1.4 Pension

Pensioner utgör 15 % av VD:ns genomsnittliga totala ersättning. Pensionernas utveckling följer den fasta löns utveckling. Detta beror på att pensionerna är kopplade till VD:ns fasta ersättning (Regeringen, 2011).

7.2 Analys av regressionsresultat

Studiens resultat skiljer sig delvis från de forskningsstudier som ligger till grund för den teoretiska referensramen, varpå de förväntade utfallen av de utformade hypoteserna i de flesta fall inte infrias. Styrelsens storlek, andelen internationella styrelseledamöter och andelen kvinnliga styrelseledamöter visar samtliga ett negativt samband till ersättningsnivån, vilket delvis skiljer sig från det förväntade utfallet. Detta innebär att VD:ns ersättning minskar i samband med att dessa variabler ökar. Resultaten visar även att det inte föreligger något signifikant samband mellan VD:ns ersättningsnivå och variablerna busy boards och ägarrepresentanter. Dock införlivades förväntningarna om att företagets storlek och företagets resultat påverkar ersättningsnivån positivt och att storägare resulterar i lägre VD-ersättning. Vad som ligger till grund för skillnaderna i resultat för samtliga variabler kommer att diskuteras nedan med fokus på effekterna av de skillnader som uppstår till följd av att studien genomförs på svenska företag. Detta då majoriteten av den tidigare forskning som ligger till grund för denna studie har utförts på amerikanska företag där andra förhållanden råder. Exempel på sådana skillnader mellan länderna är den generellt lägre toleransnivå mot höga lönenivåer, annorlunda regelverk och den speciella ägarstruktur som finns i Sverige.

Då studiens tidsperiod är längre än vad som är vanligt förekommande i tidigare forskningsstudier har tidsaspektens påverkan på resultatet kunnat studeras. Studien innefattar en hel konjunkturcykel och regressioner utförs på tre olika tidsperioder. Resultaten mellan dessa tidsperioder varierar kraftigt. Detta indikerar att val av tidsperiod kan vara avgörande för vad studien ger för resultat då de inkluderade variablerna förändras över tid. Hade denna studie endast genomförts under en kortare tidsperiod som exempelvis inte innefattat finanskrisen hade resultat och slutsats påverkats. Att val av tidsperiod kan färga studiers resultat är viktigt att ha i åtanke då de även påverkar andra liknande forskningsstudiers resultat.

7.2.1 Styrelsens storlek

Regressionsanalysens resultat visar att större styrelser resulterar i minskad ersättning till VD:n, vilket skiljer sig markant från tidigare studier som presenterats vid utformandet av hypotes 1. Core, Holthausen och Larcker (1999), Randøy och Nielsen (2002) och Bebchuk och Fried (2004) fann i sina studier att en ökning av styrelsens storlek resulterar i ökad ersättning till VD:n. Dessa studier har därmed kunnat styrka vikten av att ha mindre bolagsstyrelser då dessa påvisats vara effektivare i rollen som övervakare. Resultaten av denna studie stödjer dock inte ovanstående resonemang då de indikerar att större styrelser inte tycks vara mindre effektiva i dess roll som övervakare. Större styrelser tycks heller inte öka VD:ns möjlighet att förhandla sig till högre ersättning. Något stöd åt managerial power teorins resonemang om att VD:ns chanser att påverka sin ersättning ökar till följd av att styrelsens storlek ökar, med minskad effektivitet och övervakning som följd, kan därmed inte ges. Styrelserna för de bolag som inkluderas i studien tycks, att döma av studiens resultat, vara av rimlig storlek för att effektivt kunna fastställa VD:ns ersättning.

En trolig förklaring till det avvikande resultatet är istället den lägre toleransnivå mot omotiverat höga VD-löner som råder i Sverige. Den lönenivå som är socialt accepterad i Sverige kan därmed ha större inflytande över VD:ns ersättningsnivå än variabeln styrelsens storlek varpå dess utslag istället indikerar att det finns ett negativt samband mellan variablerna. Att svenska styrelser dessutom är mindre än amerikanska styrelser²⁶ skulle kunna vara en bidragande orsak till att andra faktorer är av större vikt för avgörandet av vad som påverkar VD:ns ersättning.

En ytterligare förklaring till resultatet kan vara att majoriteten av de bolag som inkluderas i studien har ersättningskommittéer som arbetar med att fastställa VD:ns ersättning. Dessa kommittéer består av ett mindre antal ledamöter från bolagets styrelse varpå dess effektivitet inte bör påverkas av styrelsens storlek. Ett flertal av de forskningsstudier som ligger till grund för denna studie är genomförda före lagar och normer för bolagsstyrning skärptes i början på 2000-talet. Av denna anledning kan ersättningskommittéer ha varit mindre förekommande då tidigare forskningsstudier genomfördes när arbetet med att fastställa VD:ns ersättning istället utfördes av hela styrelsen. Kodens rekommendation om införandet av ersättningskommittéer kan ha bidragit till ökad effektivitet till följd av att arbetet utförs i mindre grupper med

²⁶ Svenska styrelser består i genomsnitt av 9 ledamöter medan amerikanska styrelser i genomsnitt består av 13 ledamöter (Tricker, 2012). I denna studie består en styrelse i genomsnitt av 9,5 ledamöter.

minskad risk för gruppdynamiska problem, så som free-riding. Då företagets VD, enligt punkt 9.2 i Koden, inte får ingå i ersättningskommittén minskar hans förmåga att påverka ersättningsnivån. Förekomsten av ersättningskommittéer kan därmed ha lett till att arbetet med att bestämma VD:ns ersättning sker effektivare och med minskad risk för att VD:n har möjlighet att förhandla sig till högre lön då hen inte är involverad i arbetet. Problemet med svaga och ineffektiva styrelser som ger VD:n möjlighet att utöva inflytande över styrelsen har därmed minskat. Dock har detta inte undersökts empiriskt i denna studie, på grund av att dummyvariabeln inte accepterades av Eviews 8, varpå ovanstående resonemang är spekulativt.

7.2.2 Busy boards

Att döma av regressionernas resultat tycks variabeln busy boards inte ha någon statistiskt säkerställd påverkan på VD:ns totala ersättningsnivå. Att styrelseledamöterna är aktiva i fler än tre styrelser förefaller därmed inte ha någon påverkan på dess arbete om att fastställa VD:ns ersättning. Core, Holthausen och Larcker (1999) fann i sin studie att busy boards har en positiv påverkan på VD:ns ersättning. Detta förklaras av att dessa styrelseledamöter anses vara mindre effektiva, delvis till följd av tidsbrist, vilket resulterar i att ledamöterna inte lägger lika mycket tid på att bestämma VD:ns ersättning. Till följd av minskat engagemang skulle det dessutom vara lättare för VD:n att påverka styrelsen i lönerelaterade frågor.

Resultatet av vår studie indikerar istället att variabeln busy boards har en negativ inverkan på VD:ns totala ersättning. Dock är detta resultat inte statistiskt säkerställt, med undantag för tidsperioden 2006 till 2008. Det signifikanta negativa samband som finns mellan total ersättning och busy boards åren 2006 till 2008 är anmärkningsvärd då det skiljer sig från det förväntade resultatet. Det finns därmed inget belägg för att styrelseledamöter aktiva i fler än tre styrelser skulle vara mindre effektiva i arbetet med att bestämma VD:ns ersättning för bolag registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista. Att sambandet är negativt istället för positivt beror troligtvis, likt resonemanget om styrelsens storleks påverkan på VD:ns ersättning, istället på att styrelseledamöterna försöker att undvika att bidra till att VD:n får oskäligt hög ersättning på grund av den ersättningskultur som finns i Sverige. En annan trolig förklaring kan vara att styrelseledamöter som arbetar i flera styrelser har bättre kunskap om skäliga ersättningsnivåer. Detta gör att ersättningsnivåerna inte kan påverkas lika lätt av VD:n.

Att variabeln busy boards inte lyckas förklara variationen i VD:ns totala ersättning för hela den valda tidsperioden kan även bero på att andra faktorer har starkare påverkan på VD:ns ersättning, exempelvis företagets storlek och ägarstruktur. Att Core, Holthausen och Larckers (1999) dataset bestod av ett större antal inkluderade bolag under en kortare tidsperiod, till skillnad från denna studie som baseras på ett dataset med en mindre mängd bolag under en längre tidsperiod, kan vara en ytterligare förklaring till skillnaden i resultat.

7.2.3 Internationella styrelseledamöter

I denna studie visar resultatet att en högre andel internationella styrelseledamöter har en negativ påverkan på VD:ns ersättning. Detta är motstridigt till de resultat Oxelheim och Randøy (2005) och Lundberg, Remfors och Strbâc (2007) fått vid liknande studier där författarna påvisat positiva samband mellan variablerna. Författarna förklarar detta positiva samband med att internationella styrelseledamöter tenderar att anamma den ersättningspraxis som råder i deras hemländer, vilket har en positiv påverkan på svenska VD-löner. Internationella styrelseledamöter kan därmed tänkas ha högre toleransnivå för ökad ersättning till VD:n då detta råder internationellt.

Denna studies påvisade negativa samband mellan andelen internationella styrelseledamöter och VD:ns ersättning kan istället förklaras av att andra faktorer så som ökad diversifiering och att internationella styrelseledamöter kan bidra med striktare bolagsstyrningskultur, vilket beskrivs i den teoretiska referensramen. Att internationella ledamöter ingår i styrelsen bidrar till ökad diversifiering och resulterar troligtvis i att styrelsens arbets- och tankesätt förändras då det anpassas efter de individer som ingår i styrelsen. Att VD:ns totala ersättning minskar vid ökad andel internationella styrelseledamöter är förenligt med Adam och Ferreiras (2009) resonemang om att diversifierade styrelser är effektivare i deras kontroll och övervakning av ledningen vilket resulterar i lägre ersättning till VD:n. Detta resonemang är även förenligt med agentteorins antagande om att ökad effektivitet och kontroll av ledningen resulterar i lägre ersättning. Internationella ledamöter är med större sannolikhet oberoende till företaget och dess ledning vilket kan öka deras motivation att övervaka och kritiskt granska ledningen då det inte finns lika starka band mellan dem. En ytterligare förklaring till resultatet är att internationella styrelseledamöter genom dess bidrag till ökad diversifiering, och eventuellt striktare arbetssätt, kan minska VD:ns möjlighet att förhandla sig till en högre lön. Detta resonemang finner stöd i Westphal och Zajacs (1995) konstaterande om att en VD har lättare

att utöva inflytande över en styrelse bestående av ledamöter med liknande bakgrund som hen själv.

Det är dock svårt att fastställa om det samband som finns i denna studie är ett resultat av effekterna av de faktorer som diskuteras ovan, eller om det är ett resultat av den svenska kulturen som förespråkar jämlikhet och minskat lönegap mellan ett företags VD och övriga anställda. Då endast 44,6 % av de styrelser som undersökts har haft internationella ledamöter är det möjligt att andra faktorer haft starkare påverkan på VD:ns ersättning. Till följd av ökad internationalisering kan andelen internationella styrelseledamöter dock väntas öka i framtiden varpå framtida studier skulle kunna komma fram till annorlunda resultat. Ökad internationalisering skulle troligtvis resultera i ökad VD-ersättning då VD:ns ersättning ytterligare skulle påverkas av internationella ersättningsnivåer. Effekten av internationalisering av företag har dock inte undersökts i denna studie varpå resonemanget är spekulativt.

7.2.4 Kvinnliga styrelseledamöter

Andelen kvinnliga styrelseledamöter har, att döma av resultatet, en signifikant negativ påverkan på VD:ns totala ersättning. Detta innebär att en högre andel kvinnliga styrelseledamöter resulterar i lägre ersättning till VD:n. Tidigare forskningsstudier har påvisat ett varierande resultat om kvinnliga styrelseledamöters påverkan på ersättningsnivån.

En trolig förklaring till resultatet är att kvinnor tros bidra till striktare bolagsstyrning. En högre andel kvinnliga styrelseledamöter kan, enligt Adams och Ferreira (2009), bidra till ökad övervakning och diversifiering som i sin tur kan förklara variabelernas negativa samband. Sverige har som tidigare nämnts en högre andel kvinnliga styrelseledamöter än vad som förekommer i många andra länder. Exempelvis hade 94 % av alla bolag inkluderade i denna studie kvinnliga styrelseledamöter. En styrelse bestod i genomsnitt av 22,7 % kvinnliga ledamöter²⁷. Detta kan jämföras med Adams och Ferrerias (2009) amerikanska undersökning där endast 14,8 % av styrelseledamöterna var kvinnor.

En ökad andel kvinnliga styrelseledamöter resulterar, liksom internationella styrelseledamöter, i ökad diversifiering inom styrelsen vilket tros försvåra VD:ns förmåga att påverka styrelsen i ersättningsfrågor. Detta då det är lättare att påverka ledamöter av liknande bakgrund, som

²⁷ Se Tabell 6.1

enligt AllBrights (2013) rapport ”lika barn leka bäst” i Sverige utgörs av högutbildade män i övre medelåldern. En tänkbar förklaring till att VD:ns ersättning minskar är att det blir svårare för VD:n att få styrelsen att agera i hans intresse om styrelsen inte är homogen. Mångfald i styrelsen kan alltså tänkas effektivisera styrelsens arbete som övervakare och på så sätt bidra till lägre ersättning. Då andelen kvinnliga ledamöter historiskt följt en ökande trend, som väntas hålla i sig, vore det intressant att i framtiden studera deras inverkan på VD:ns ersättning för att säkerställa ifall ökad diversifiering verkligen är en bidragande orsak till lägre ersättningsnivåer.

Diversifierade styrelser kan dock, enligt Adams och Ferreira (2009), resultera i att företag presterar sämre då författarna finner stöd för att diversifierade styrelser exempelvis är mer benägna att låta VD:n ansvara för företagets resultat. Författarnas resonemang skulle därmed kunna vara hänförligt till resultatet av vår studie till följd av kvinnliga ledamöters negativa påverkan på VD:ns totala rörliga ersättning. Om ett företag presterar sämre på grund av en diversifierad styrelse så sjunker företags resultat, vilket i sin tur leder till att den rörliga ersättningen sjunker då den i sin tur beror på företagets prestationer.

7.2.5 Styrelseledamöter som representerar en storägare

Studiens resultat visar att andelen styrelseledamöter som representerar en storägare inte har någon statistiskt säkerställd påverkan på VD:ns totala ersättning. Detta resultat skiljer sig från tidigare studier som presenterats vid utformandet av hypotes 5 där Boyd (1994) fann ett negativt samband mellan variablerna. Storägares effekt på VD:ns ersättning har undersökts i betydligt större utsträckning än enbart ägarrepresentanters påverkan. Studier på detta har bland annat gjorts av Core, Holthausen och Larcker (1999) och Bebchuk och Fried (2004) som fann ett negativt samband mellan storägare och VD:ns ersättning. Deras studier är dock gjorda på amerikanska företag där ägarstrukturen är mer diversifierad än i Sverige. Då det inte är lika vanligt med storägare i länder med en mer diversifierad ägarstruktur bör det därmed inte heller finnas lika många styrelseledamöter som representerar en storägare, i exempelvis USA. I denna studie var det endast 65 av 420 styrelser som saknade ägarrepresentant. Detta belyser Sveriges speciella ägarstruktur där det är vanligt att det existerar minst en storägare som oftast finns representerad med en ägarrepresentant i styrelsen som kan tillgodose ägarens intresse.

Förkortas undersökningsperioden till att endast omfatta år 2009 till 2012 har dock variabeln ägarrepresentanter en signifikant negativ påverkan på samtliga komponenter av VD:ns ersättning, vilket är förenligt med tidigare forskares resultat²⁸.

Storägare som representeras i styrelsen väntas ge minskad VD-ersättning då de bidrar med ökad kontroll av företagets ledning. Ägarrepresentanters påverkan på ersättningsnivån kan kopplas till stewardshipteorins resonemang om att beroende ledamöter, i detta fall beroende till de största ägarna, är gynnsamt för företaget då de bidrar till ökad övervakning och kontroll av ledningen. Ökad övervakning och kontroll tenderar enligt managerial power teorin resultera i att VD:n inte kan utöva lika stor makt över styrelsen vilket kan vara en förklaring till att ersättningen minskar. Regressionsanalysens resultat för åren 2009 till 2012 innebär att både styrelsens sammansättning och bolagets ägarstruktur har påverkat resultatet, som managerial power teorin förespråkar.

Förekomsten av ägarrepresentanter i bolagens styrelser kan även tänkas påverka hur stor del av VD:ns ersättning som är fast respektive rörlig. Det är, att döma av agentteorin, troligt att ersättningen i högre utsträckning skulle vara rörlig och bero på företagets resultat då storägare finns representerade i styrelsen. Storägare representerade i styrelsen skulle därmed kunna hjälpa till att minska agentproblematiken. Denna förklaring fann Boyd (1994) stämma överens med vad som, i hans studie, påverkade VD:ns ersättningsnivå. Korrelationsmatrisen i bilaga 7, bild 7.2, visar en negativ korrelation mellan variabelerna ägarrepresentant och total fast ersättning. Detta kan delvis förklara att den fasta ersättningen minskar och att en större del av ersättningen beror på företagets resultat. Även den totala rörliga ersättningen kan påverkas negativt av ägarrepresentanter då den rörliga ersättningsnivån kontrolleras effektivare.

7.2.6 Företagets storlek

Företagets storlek har, likt tidigare studier, en signifikant positiv påverkan på VD:ns ersättning. Ett flertal troliga förklaringar till detta resultat kan ges. Att en VD i ett större företag har högre ersättning kan förklaras av att arbetstid och arbetets komplexitet ökar i samband med att bolaget är större och med största sannolikhet internationellt verksamt. En VD i ett stort företag har troligtvis dessutom mer arbetslivserfarenhet än en VD i mindre bolag vilket också bör tas i beaktning då ersättningsnivån fastställs. Då Sverige är ett litet land

²⁸ Se Bilaga 3, bild 3.2.

med, i förhållande till sin storlek, en stor mängd framstående internationella stora företag krävs att VD:n är mycket kompetent. Till följd av detta är det troligt att större företag erbjuder högre ersättning för att locka till sig de mest kompetenta kandidaterna som finns på marknaden, speciellt om utbudet är begränsat. Ersättningen påverkas därmed av humankapital och VD:ns personliga meriter.

7.2.7 Företagets resultat

Företagets resultat, mätt som ROE, har en signifikant positiv påverkan på VD:ns ersättning. Tidigare forskning har dock visat ett varierande resultat. Boyd (1994) lyckades inte finna något signifikant samband mellan variablerna ROE och VD:ns ersättning medan Tosi et al. (2000) och Randøy och Nielsen (2002) lyckades finna ett svagt positivt samband.

I denna studie finner vi stöd för agentteorins resonemang om att VD:ns ersättning bör kopplas till företagets resultat då det finns ett signifikant positivt samband mellan VD:ns ersättning och företagets resultat. Att tidigare forskningsstudier inte alltid lyckats finna någon koppling mellan variablerna kan, enligt managerial power teorin, bero på att VD:n utnyttjat sin maktposition för att exempelvis få högre ersättning än vad som är motiverat sett till hens prestation.

Det är dock förvånande att vi inte finner något signifikant samband mellan företagets resultat och VD:ns totala rörliga ersättning, vilken borde bero på företagets resultat. Randøy och Nielsen (2002) förklarar att den svaga kopplingen kan påverkas av den svenska uppfattningen om att en VD bör kompenseras för ett stressfullt och krävande arbete istället för att bero på företagets resultat. Att företagets resultat inte har någon påverkan på VD:ns totala rörliga ersättning, medan ett samband med VD:ns totala ersättning kan påvisas, kan förklaras av att den rörliga ersättningen endast utgör 14 % av VD:ns ersättning. I flera fall, 27 %, erhöll dessutom VD:n inte någon rörlig ersättning alls vilket ytterligare kan bidra till att det inte går att påvisa något signifikant samband. Ett stödjande resonemang finns i Boyds studie (1994) som menar att VD:ar försöker minska sin egen risk och vill därav ha en stor del av lönen i fast ersättning.

Bebchuk och Fried (2004) förklarar dessutom att vissa företag har en gräns för hur stor den totala rörliga ersättningen får vara. Som tidigare nämnts existerar det ett socialt accepterat tak i Sverige för en VD:s ersättningsnivå, vilket kan leda till att den totala rörliga ersättningen

begränsas och inte enbart beror på resultatet. Enligt Kodan, punkt 9.5, finns det ett maxbelopp för ”rörliga ersättningar som utgår kontant” som ska specificeras i företagets årsredovisning, vilket också kan påverka dess koppling till företagets resultat.

7.2.8 Storägare

Storägare har, som förväntat, en negativ påverkan på VD:ns ersättning för hela den undersökta tidsperioden. Detta resultat stämmer överens med resultaten från tidigare studier av Core, Holthausen och Larcker (1999), Randøy och Nielsen (2002) och Bebchuk och Fried (2004). Resultatet kan förklaras av att storägare tenderar bidra med ökad övervakning och kontroll av ledningen vilket kan tänkas ha en negativ effekt på VD:ns förmåga att förhandla sig till en högre lön. Effekten av storägare kan väntas vara extra påtaglig i Sverige då den svenska ägarstrukturen, som kännetecknas av hög ägarkoncentration, särskiljer sig från andra länder där ägarstrukturen är mer diversifierad. I 86 % av de företag som inkluderas i studien finns en storägare.

Trots att storägare bidrar med ökad kontroll och håller nere VD:ns ersättning är det viktigt att vara medveten om de potentiella nackdelar som finns med hög ägarkoncentration. Enligt Söderström et al. (2003) kan en storägare, genom maktmissbruk, se till att ledamöter som delar deras åsikter väljs in i bolagets styrelse varpå de mindre ägarnas intresse riskerar förbises. Förklaringen till detta är att storägare kan utnyttja sin maktposition, genom att välja in likasinnade personer som representanter i företagets styrelse, och på så sätt påverka ersättningsnivåerna.

7.3 Avslutande analys

Managerial power teorin har i flera tidigare forskningsstudier använts för att förklara sambandet mellan styrelsens sammansättning och VD:ns ersättningsnivå. Enligt managerial power teorin påverkas VD:ns förhandlingsförmåga av styrelsens sammansättning och bolagets ägarstruktur. Att döma av studiens resultat tycks VD:ns möjlighet att förhandla sig till en högre ersättningsnivå dock vara begränsad i Sverige då variablerna som relateras till styrelsens storlek har negativ påverkan på ersättningsnivån. Enligt managerial power teorin ska, utöver styrelsens sammansättning, även bolagets ägarstruktur påverka VD:ns ersättningsnivå. Belägg för detta finns i denna studie då storägare sänker VD:ns ersättningsnivå och tycks hjälpa styrelsen att bidra med ökad kontroll över VD:n, vilket tycks minska hans möjlighet att påverka ersättningen. Styrelseledamöter som representerar en

storägare antyder också negativ påverkan på ersättningen. Dock är detta samband inte statistiskt säkerställt. Då VD:ns förhandlingsförmåga inte tycks ge en fulltäckande förklaring till VD:ns ersättningsnivå finns det i Sverige andra faktorer som är av större betydelse.

Studiens resultat ger även delvis stöd till agentteorin, som beskriver två tillvägagångssätt för hur intressekonflikten som kan uppstå mellan ägare och ledning kan minskas. Genom att inrätta oberoende styrelser som övervakar ledningen och genom att låta VD:ns ersättningsnivå bero på företagets resultat. I denna studie finner vi att VD:n får högre ersättning då företagets resultat förbättras. På grund av att Sverige har en stor andel storägare som kontrollerar ledningen är det inte heller av lika stor vikt att styrelserna består av en lika hög andel oberoende ledamöter som agentteorin förespråkar för att hålla ersättningsnivåerna på en rimlig nivå.

Ett komplement till agentteorin är stewardshipteorin. Enligt denna teori kan VD:n motiveras av icke monetära incitament, så som att företaget blir framgångsrikt. Då ersättningsnivån i Sverige är låg borde VD:n även motiveras av icke-monetära incitament och inte enbart drivas av höga ersättningsnivåer som agentteorin förespråkar. VD:n kan exempelvis motiveras av att ha ett prestigefullt arbete som resulterar i värdefulla meriter för framtiden. Enligt humankapitalteorin kommer en VD med mer erfarenhet och bättre meriter troligtvis få en högre ersättningsnivå. Även VD:ns kompetens kan således vara en faktor som avgör vad hen får för ersättning.

Enligt Koden, punkt 9.2, är det viktigt att styrelseledamöter besitter rätt kompetens för att kunna bestämma VD:ns ersättningsnivå. Resource dependence teorin värdesätter och belyser vikten av styrelseledamöternas kompetens. Enligt denna teori kommer en styrelseledamot som har större erfarenhet av att exempelvis arbeta med ersättningsfrågor troligtvis bidra till att VD:n får en ersättningsnivå som avspeglar hans tidigare meriter, arbetsbördan och den lönenivå som är socialt accepterat i Sverige.

Empiriskt stöd åt stewardshipteorin, humankapitalteorin och resource dependence teorin saknas i denna studie, då teorierna endast används som diskussionsunderlag för att bredda studiens analys, varpå resonemanget är spekulativt. Att ha dessa teorier i beaktning anses dock viktigt då de ger en bidragande förklaring till svenska VD:ars ersättningsnivå.

Styrelsens sammansättning som beskrivs i ovan nämnda teorier tycks i viss mån kunna förklara VD:ns ersättning. Styrelsens sammansättning i form av styrelsens storlek, en högre andel av internationella ledamöter och en högre andel av kvinnliga styrelseledamöter tycks påverka ersättningsnivån negativt. Andel styrelseledamöter som är aktiva i fler än tre styrelser och andel styrelseledamöter som representerar en storägare tycks inte vara avgörande för vad VD:n får för ersättning. Vi tror dessutom att den svenska samhällskulturen, regelverk, humankapital och ägarstruktur är avgörande för VD:ns ersättningsnivå.

8. Slutsatser

I detta kapitel presenteras de slutsatser författarna drar av studiens resultat som används för att besvara examensarbetets forskningsfråga. Avslutningsvis ges förslag till framtida forskning.

Syftet med denna uppsats är att undersöka vilka samband som finns mellan styrelsens sammansättning och VD:ns ersättningsnivå i svenska storföretag. Detta har undersökts genom att olika styrelserelaterade variablers relation till VD:ns ersättning testas empiriskt. Resultatet visar att styrelsens sammansättning i viss mån tycks kunna förklara VD:ns ersättningsnivå. Styrelsens storlek, en högre andel internationella styrelseledamöter och en högre andel kvinnliga styrelseledamöter påverkar ersättningsnivån negativt till följd av ökad kontroll över ledningen och att VD:ns förhandlingsförmåga minskar. Resultaten visar också att ökad diversifiering minskar VD:ns förhandlingsförmåga och har en negativ påverkan på VD:s ersättning. En förklaring till detta är att en VD generellt har svårare att påverka ledamöter med olika demografiska bakgrunder och olika kön, då de är effektivare i deras kontroll och övervakning av styrelsen. Diversifierade styrelser bör därför, med stöd från denna studie, leda till lägre ersättning till VD:n. Andel styrelseledamöter som är aktiva i fler än tre styrelser och andel styrelseledamöter som representerar en storägare tycks dock inte vara avgörande för vad VD:n får för ersättning. Förklaringen till varför studien inte finner något samband mellan dessa variabler och VD:ns ersättning kan bero på att andra variabler har större inverkan på studiens resultat.

Resultatet från denna studie skiljer sig dessutom delvis från tidigare forskningsstudier. Skillnaderna kan bland annat förklaras av att olika tidsperioder och regressionsvariabler har använts samt att regler och kompletterande regelverk skiljer sig åt mellan olika länder. I examensarbetets dataset är tidsperioden längre än vad den vanligtvis varit i tidigare forskningsstudier medan urvalet företag istället är mindre. I denna studie är det därav möjligt att se hur en VD:s ersättningsnivå har påverkats av styrelsens sammansättning över tid. Dataurvalet gör dock att effekten av skillnader mellan olika företag blir mindre, vilket också kan vara en trolig förklaring till skillnaderna i resultaten från tidigare studier. Styrelsens sammansättning och bolagets ägarstruktur påverkar hur väl en VD lyckas påverka styrelsen i ersättningsfrågor. En ytterligare skillnad mellan Sverige och USA är att storägare och arbetstagarrepresentanter ofta är representerade i svenska styrelser då Sverige har högre andel

koncentrerat ägande och de flesta aktiebolag har storägare. Dessa skillnader påverkar lönenivån då mindre styrelser och storägare påverkar ersättningsnivån negativt. Detta tros även arbetstagarrepresentanter göra.

Resultatet från denna studie visar även att andra faktorer än styrelsens sammansättning påverkar ersättningsnivån. Förutom företagets storlek, företagets resultat och storägare har även den svenska samhällskulturen påverkan på VD:ns ersättningsnivå. Detta beror troligtvis på att studiens resultat influeras negativt av den svenska samhällskulturen. Den svenska samhällskulturen karaktäriseras av en generell uppfattning om att det bör råda större jämlikhet mellan chefer och ”vanliga anställdas” lönenivåer, varpå VD:ns lön är lägre än vad som är vanligt förekommande internationellt (Randøy & Nielsen, 2002). Kompenseras en VD med oskäligt hög ersättning är det stor risk att hen möter negativ medial uppmärksamhet vilket under 2000-talet bland annat skedde i Skandia, Elektrolux och Nokia. Negativ medial uppmärksamhet kan i sådana fall även riktas till styrelseledamöterna som bestämt VD:ns ersättning. Denna negativa mediala uppmärksamhet är troligtvis inte önskvärd hos varken VD:ar eller styrelseledamöter då de till följd av detta kan förlora förtroendet hos både kollegor och allmänhet. Aktiebolagslagen tillsammans med koden utgör tydliga riktlinjer för företagen i Sverige. Den höga transparens som råder vid redovisandet av VD-löner i Sverige kan också tänkas vara en bidragande orsak till att lönenivåerna hålls lägre för att inte skapa uppmärksamhet.

Det är viktigt att ha i åtanke att ett flertal faktorer påverkar VD:ns ersättningsnivå och att en VD faktiskt ska kompenseras för hans arbete som är krävande och ansvarsfullt. Lönen är därav en viktig motivationsfaktor och är nödvändig för att locka till sig rätt kompetens, vilket är mycket viktigt för att svenska företag ska vara fortsatt internationellt framgångsrika.

Sammanfattningsvis konstateras att styrelsens sammansättning påverkar VD:ns ersättningsnivå. VD:ns förhandlingsförmåga, och ersättningsnivå, minskar när styrelsen inte är homogen. Även större styrelser är i denna studie en bidragande faktor till lägre lön. Trots att busy boards och ägarrepresentanter inte tycks påverka VD:ns ersättningsnivå kan dessa styrelseledamöter vara en mycket bra kunskapskälla och en viktig resurs för företagets ledning då de ofta har insikt i andra stora bolag i Sverige. Med tidigare forskningsresultat i åtanke konstateras att styrelsens sammansättning är ett komplext forskningsområde varpå ett kritiskt förhållningssätt bör hållas till teorier om hur en styrelse är optimalt sammansatt.

8.1 Förslag till framtida forskning

Under examensarbetets gång har tankar och idéer väckts om ytterligare forskning som kan genomföras på området för att utveckla denna studie. Dessa idéer har vi själva inte kunnat genomföra till följd av tidsbrist eller till följd av att de ligger utanför ramarna av denna studies specifika vinkling mot att analysera sambandet mellan styrelsens sammansättning och VD:ns ersättning.

Utöka mängden data

För att säkerställa att resultaten av denna studie är konsistenta vore det av intresse att utföra studien på en större mängd företag och på så sätt inkludera en större mängd oberoende variabler. Förslagsvis skulle studien även kunna utföras på företag registrerade på Stockholmsbörsens Mid- och Small Cap-lista för att se ifall resultaten blir desamma då dessa företag inkluderas. Studien kan även utvecklas till att inkludera privata aktiebolag, som dock faller under något annorlunda regelverk än de bolag som inkluderas i denna studie. Vid en ökad mängd data skulle förhoppningsvis de tre dummyvariablerna, som föll bort i denna studie, kunna inkluderas till följd av att variabelernas spridning ökar.

Helnordisk studie

Det vore även intressant att utöka mängden data genom att genomföra en undersökning som inkluderar bolag som är registrerade på hela Nasdaq OMX Nordics lista för att se om en sådan utökad studie genererar samma resultat som vår studie. Detta då många studier, framförallt studentuppsatser, i första hand enbart genomförs på svenska företag.

Företags internationalisering

I samband med att internationella styrelseledamöters påverkan på VD:ns ersättning undersöktes väcktes intresse av att genomföra en studie där kopplingen mellan bolags internationalisering och VD:ns ersättning undersöks. Detta är intressant att undersöka då bolag ständigt internationaliseras och studier om kopplingen mellan internationalisering och VD:ns ersättningsnivå är begränsad.

Stewardshipteorin, humankapitalteorin och resource dependence teorin

Då studiens resultat analyserades upptäcktes även att dessa teorier troligtvis påverkar vad som bestämmer en VD:s ersättning. Att vidare undersöka dessa teorier empiriskt vore intressant för att kunna statistiskt säkerställa dess påverkan på VD:ns ersättningsnivå.

Referenser

- Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance, *Journal of Financial Economics*, no. 94, s. 291-309
- Adams, R. B., Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2008). The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey, NBER Working paper serie, no. 14486, Cambridge
- AllBright. (2013). Lika barn leka bäst [pdf] Tillgänglig online: <http://allbright.se/wp-content/uploads/2013/11/Lika-barn-leka-b%C3%A4st.pdf> [Hämtad 28 april 2014]
- Almgren, J. (2010). Miljonregn över ny vd, *Svenska Dagbladet Näringsliv*, 26 november, Tillgänglig online: http://www.svd.se/naringsliv/miljonregn-over-ny-vd_5737821.svd [Hämtad 3 mars 2014]
- Avanza. (n.d) Tillgänglig online: <https://www.avanza.se/aktier/lista.html> [Hämtad 6 mars 2014]
- Bebchuk, L. A. & Fried, J. M. (2004). Pay Without Performance: Overview of the Issues, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, no. 4
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M. & Walker, D. I. (2002). Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation: Nation Bureau of Economic Research, working paper, no. 9068
- Bergström, J. & Eld, A. (2014). Makteliten – i en klass för sig, Stockholm: LO-Tryckeriet
- Bolagsverket (2012). Publika aktiebolag: <http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/starta/privat/publika-1.3237> [Hämtad 14 februari 2014]
- Boyd, B. K. (1994). Board control and CEO compensation, *Strategic Management Journal*, vol. 15, s. 335-344
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Bryman, A. & Bell, E. (2013) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Malmö: Liber
- Bång, J. & Waldenström, D. (2009). Rörlig ersättning till vd – vad säger forskningen? *Ekonomisk Debatt*, vol. 37, no. 5
- Core, J. E., Holthausen, R. W. & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, no. 51, s. 371-406
- Dagens industri (2013). Så tjänar fackhögjdarna, *Dagens industri*, Tillgänglig online: <http://www.di.se/artiklar/2014/2/17/sa-tjanar-fackhojdarna/> [Hämtad 19 februari 2013]

- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review*, vol. 2, no. 1, s. 20-47
- De Lima Fagerlind, A. (2013). Färre kvinnor i börsbolagen, *DN Ekonomi*, 11 juni, Tillgänglig online: <http://www.dn.se/ekonomi/farre-kvinnor-i-borsbolagen/> [Hämtad 14 februari 2014]
- Donaldson, L. & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns, *Australian Journal of Management*, vol. 16, no. 1, s. 49-64
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review, *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 1, s. 57-74
- Essen, M., Otten, J. & Carberry, E. J. (2012). Assessing Managerial Power Theory: A Meta-Analytic Approach to Understanding the Determinants of CEO Compensation, *Journal of Management [e-journal]*, Tillgänglig online: <http://jom.sagepub.com/content/early/2012/03/06/0149206311429378> [Hämtad 1 mars 2014]
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, s. 301-325
- Gomez-Mejia, L R. & Balkin, D. B. (1992). Determinants of faculty pay: An agency theory perspective, *Academy of Management Journal*, vol. 35, no. 5, s. 921-955
- Grundeit, J. (2007). Are managers' agents or stewards of their principals? *Journal für Betriebswirtschaft*, vol. 58, Nr. 3. s 141-166
- Hermalin, B & Weisbach, M. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature, *FRBNY Economic Policy Review*
- Hillman, A. J., Withers, M. C. & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review, *Journal of Management*, vol. 35, no. 6, s. 1404-1427
- Isacsson, T. (2013). Grotiska vd-löner är styrelsernas fel, *Svenska Dagbladet Näringsliv*, 3 oktober, Tillgänglig online: http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/varlden/grotiska-vd-loner-ar-styrelsernas-fel_8574138.svd [Hämtad 3 mars 2014]
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, s. 831-880
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, s. 305-360
- Kim, K. A., Nofsinger, J. R. & Mohr, D.J. (2010). Corporate Governance, Pearson: Prentice Hall
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2010). Svensk kod för bolagsstyrning, Stockholm.
- Konjunkturinstitutet (2007). Stark arbetsmarknad och högre avtal ökar trycket på löner och inflation. Tillgänglig online: http://www.konj.se/removed_782.html [Hämtad 23 april 2014]

Konjunkturinstitutet (2011). Återhämtningen i ekonomin tar en paus. Tillgänglig online: <http://www.konj.se/347.html> [Hämtad 23 april 2014]

Lundberg, K., Remfors, O. & Strbâc, S. (2007). Ersättningskommittéer och VD-löner, Magisteruppsats, Företagsekonomiska institutionen, Lunds Universitet, Tillgänglig online: <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordOId=1351894&fileOId=2434975> [Hämtad 25 februari 2014]

Malmström, M. (2010). Bruzelius om Electrolux-vd:ns lön: En normal lön, *Dagens Industri*, 26 november, Tillgänglig online: <http://www.di.se/artiklar/2010/11/26/bruzelius-om-electrolux-vdns-lon-en-normal-lon/?flik=popularast> [Hämtad 3 mars 2014]

Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, no. 38, s. 163-184

Muth, M. & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: a contingency approach, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 6, no. 1, s. 5-28

Nordiska värdepappersregistret (n.d). Syfte med aktiebolagslagen: <https://www.nvr.se/se/syfte-med-aktiebolagslagen.php> [Hämtad 14 februari 2014]

Ogden, J. P., Jen, F. C. & O'Connor, P. F. (2003). *Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies*, Pearson: Prentice Hall

O'Reilly, C. A. & Main, B. G. M. (2010). Economic and psychological perspectives on CEO compensation: a review and synthesis, *Industrial and Corporate Change*, vol. 19, no. 3, s.675-712

Oreland, C. (2007). CEO Cash Compensation and Ownership Structure: The Effect of Family Control on the Pay-Performance Relationship, Department of Economics, Uppsala University

Otten, J. (2007). Theories on executive pay: A literature overview and critical assessment, working paper, Rotterdam School of Management: Erasmus University

Oxelheim, L. & Randøy, T. (2005). The Anglo-American Financial Influence on CEO Compensation in Non-Anglo-American Firms, *Journal of International Business Studies*, vol. 36, no. 4, s. 470-483

Oxelheim, L. & Wihlborg, C. (2003). Recognizing macroeconomic fluctuations in value based management, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 15, no. 4, s. 104-110

Randøy, T. & Nielsen, J. (2002). Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden, *Journal of Management and Governance*, no. 6, s. 57-81

Regeringen (2011). Pensioner i Sverige. Tillgänglig online: <http://www.regeringen.se/sb/d/14816> [Hämtad 23 april 2014]

SFS 2005:551. Aktiebolagslag. Stockholm: Justitiedepartementet L1

SFS 1995:1554. Årsredovisningslag. Stockholm: Justitiedepartementet L1

SFS 1995:1559 Lag om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag. Stockholm: Finansdepartementet BF

Skog, R. (1996). Aktiebolagslagstiftning i förändring — not om pågående lagstiftningsarbete i de nordiska länderna, *Svensk Juristtidning*, häfte 1, s. 42-29

Stenberg, J. (2013). Kvoteringsförespråkare gör det lätt för sig, *Svenskt Näringsliv*, 22 november, Tillgänglig online: http://www.svensktnaringsliv.se/fragor/kvotering/kvoteringsforesprakare-gor-det-latt-for-sig_207688.html [Hämtad 14 februari 2014]

Stockholm TT. (2003): Girighet bakom Skandiaskandal, *Svenska Dagbladet Näringsliv*, 8 oktober, Tillgänglig online: http://www.svd.se/naringsliv/girighet-bakom-skandiaskandal_112945.svd [Hämtad 14 februari 2014]

Sundell, A. (2012). Guide: Kontrollvariabler i regressionsanalys, *SPSS akuten*, Tillgänglig online: <http://spssakuten.wordpress.com/2012/05/11/guide-kontrollvariabler-i-regressionsanalys/> [Hämtad 3 april 2014]

Söderström, H., Berglöf, E., Holmström, B., Högfeldt, P. & Meyersson Milgrom, E. (2003). Ägarmakt och omvandling – Den svenska modellen utmanad, Stockholm: SNS Förlag

Tosi, H. L. & Gomez-Mejia, L. R. (1989). The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective, *Administrative Science Quarterly*, no. 34, s. 169-189

Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P. & Gomez-Mejia, L. R. (2000). How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies, *Journal of Management*, vol. 26, no. 2, s. 301-339

Tricker, B. (2012). Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices, Oxford: University Press

Turnbull, S. (1997). Corporate governance: its scope, concerns and theories, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 5, no. 4, s. 180-205

Walsh, J. P. & Steward, J. K. (1990). On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms, *Academy of Management Review*, vol. 15, no. 3, s. 421-458

Westphal, J. & Zajacs, E. (1995). Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection, *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, s.60-83

Bilagor

Bilaga 1 – Lista över aktiebolag inkluderade i studien

Nedan listas de bolag som ingår i undersökningen. Samtliga är registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista.

AarhusKarlshamn	HEXPOL	Ratos
ABB	Holmen	SAAB
Alfa Laval	Hufvudstaden	Sandvik
ASSA ABLOY	Husqvarna	SCA
AstraZeneca	ICA Gruppen	Scania
Atlas Copco	Industrivärden	SEB
Atrium Ljungberg	Intrum Justitia	Securitas
Autoliv	Investor	SKF
Axfood	JM	SSAB
Axis	Kinnevik	Stora Enso
BillerudKorsnäs	Latour	Swedbank
Boliden	Lundbergföretagen	Swedish Match
Castellum	Lundin Petroleum	Swedish Orphan Biovitrum
Elektrolux	Meda A	Tele 2
Elekta	Millicom Int. Cellular SDB	Telia Sonera
Ericsson	MTG	Tieto
Fabege	NCC	Trelleborg
Getinge	Nibe	Volvo
Handelsbanken	Nordea Bank	Wallenstam
Hennes & Mauritz	Oriflame SDB	
Hexagon	Peab	

Bilaga 2 – Deskriptiv statistik utan logaritmerade variabler

Variabel	N	Medelvärde	Median	Maximum	Minimum	Std. Avvikelse
Total ersättning	415	16182,22	13866,00	75641,34	0,000000	12146,23
Total fast ersättning	415	7389,855	6771,312	27409,00	0,000000	4379,817
Total rörlig ersättning	415	4756,481	2382,000	53676,48	-219,0000	6782,738
Pension	415	3389,233	2286,835	48219,71	0,000000	4048,255
Styrelsens storlek	415	9,491566	9,000000	16,00000	5,000000	2,889144
Busy boards	415	0,598337	0,600000	1,000000	0,000000	0,201164
Internationella styrelseledamöter	415	0,142033	0,000000	0,909091	0,000000	0,217820
Kvinnliga styrelseledamöter	415	0,224052	0,222222	0,636364	0,000000	0,121689
Ägarrepresentant	415	0,222284	0,214286	0,714286	0,000000	0,152250
Nettoomsättning	415	46638691	22350000	3.10E+08	0,000000	62030572
ROE	415	0,153391	0,150000	3,498400	-6,495700	0,443753
Storägare	415	0,377325	0,342900	2,358200	0,000000	0,244656

Tabell 2.1 Deskriptiv statistik utan logaritmerade variabler

Bilaga 3 – Resultat uppdelat på åren 2006 till 2008 och 2009 till 2012

Regressionsutfall år 2006 till 2008

Variabel	Total ersättning	p-värde	Total fast ersättning	p-värde	Total rörlig ersättning	p-värde	Pension	p-värde
Styrelsens storlek	-0,812330**	0,0131	0,568939***	0,0035	-0,813048**	0,0446	-1,15***	0,0000
Busy boards	-0,33173***	0,0035	0,254345	0,2228	-0,056589	0,8919	0,040661	0,9035
Internationella styrelseledamöter	-0,342312	0,5900	1,068116***	0,0000	0,978272*	0,0537	0,874257	0,3591
Kvinnliga styrelseledamöter	-0,205760	0,1785	0,500968	0,1261	-0,154036	0,8224	-2,344**	0,0297
Ägarrepresentant	0,046839	0,5183	-0,075889	0,7897	-0,291272	0,6170	0,157338	0,7614
Nettoomsättning	0,098199	0,1113	0,096194***	0,0081	0,297705***	0,0006	0,053***	0,0049
ROE	0,186785*	0,0712	0,036514	0,6776	0,260432	0,1769	0,013137	0,7266
Storägare	0,806307***	0,0067	1,063950	0,7982	-0,883197	0,1107	1,449***	0,0001
R^2	0,918534		0,263635		0,206689		0,875096	
F -statistik	18,73385		7,428945		4,266342		10,83761	
p -värde	0,000000		0,000000		0,000140		0,000000	

***= signifikant på 1 % nivå

**= signifikant på 5 % nivå

*= signifikant på 10 % nivå

Tabell 3.1 Regressionsutfall år 2006 till 2008

Regressionsutfall år 2009 till 2012

Variabel	Total ersättning	p-värde	Total fast ersättning	p-värde	Total rörlig ersättning	p-värde	Pension	p-värde
Styrelsens storlek	-0,63443***	0,0051	-0,463270	0,3084	-0,66636	0,1336	0,130469	0,6349
Busy boards	0,084288	0,4090	-0,085977**	0,0182	0,719836	0,1274	0,53077**	0,0343
Internationella styrelseledamöter	-0,597297	0,4212	0,169589	0,7429	1,190389**	0,0121	-0,370616	0,2853
Kvinnliga styrelseledamöter	0,036046	0,8820	0,220070	0,1698	-1,514424	0,1032	0,095620	0,8423
Ägarrepresentant	-1,21133***	0,0000	-1,08821***	0,0001	-1,521905**	0,0259	-0,7897**	0,0338
Nettoomsättning	0,158366**	0,0225	0,105203*	0,0527	0,28004***	0,0004	0,1994***	0,0001
ROE	0,026501***	0,0000	-0,001212	0,7926	0,030322	0,7150	0,009010	0,8349
Storägare	-0,082767**	0,0252	-0,052899	0,1753	-0,085740	0,7723	-0,130078	0,4229
R^2	0,889848		0,917248		0,168052		0,115515	
F -statistik	19,21664		26,40682		4,620713		3,607881	
p -värde	0,000000		0,000000		0,000037		0,000581	

***= signifikant på 1 % nivå

**= signifikant på 5 % nivå

*= signifikant på 10 % nivå

Tabell 3.2 Regressionsutfall år 2009 till 2012

Bilaga 4 – Fixed- eller random effects

Total ersättning

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.911968	(60,331)	0.0000
Cross-section Chi-square	489.689535	60	0.0000
Period F	4.288273	(6,331)	0.0004
Period Chi-square	30.393082	6	0.0000
Cross-Section/Period F	11.910586	(66,331)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	493.846928	66	0.0000

Bild 4.1 Redundant fixed effects test – Total ersättning

Hausman test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	29.236355	8	0.0003

Bild 4.2 Hausman test – Total ersättning

Total fast ersättning

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.314523	(60,331)	0.0000
Cross-section Chi-square	476.309197	60	0.0000
Period F	4.002801	(6,331)	0.0007
Period Chi-square	28.438980	6	0.0001
Cross-Section/Period F	11.368508	(66,331)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	480.631263	66	0.0000

Bild 4.3 Redundant fixed effects test – Total fast ersättning

Hausman test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	34.176903	8	0.0000

*Bild 4.4 Hausman test – Total fast ersättning***Total rörlig ersättning****Redundant Fixed Effects Tests**

Equation: Untitled

Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	8.150368	(55,262)	0.0000
Cross-section Chi-square	331.103943	55	0.0000
Period F	1.550327	(6,262)	0.1621
Period Chi-square	11.582795	6	0.0720
Cross-Section/Period F	7.438482	(61,262)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	333.654287	61	0.0000

*Bild 4.5 Redundant fixed effects test – Total rörlig ersättning***Hausman test**

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	21.550212	8	0.0058

Bild 4.6 Hausman test – Total rörlig ersättning

Pension

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	19.453081	(60,319)	0.0000
Cross-section Chi-square	606.277950	60	0.0000
Period F	2.753362	(6,319)	0.0127
Period Chi-square	19.893442	6	0.0029
Cross-Section/Period F	17.775860	(66,319)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	607.871178	66	0.0000

Bild 4.7 Redundant fixed effects test – Pension

Hausman test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	18.423711	8	0.0183

Bild 4.8 Hausman test – Pension

Bilaga 5 – Test för heteroskedasticitet

Total ersättning

Dependent Variable: RESID02

Method: Panel Least Squares

Date: 05/07/14 Time: 12:32

Sample: 2006 2012

Periods included: 7

Cross-sections included: 60

Total panel (unbalanced) observations: 406

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.268962	0.421792	-0.637665	0.5241
LNSTORLEK	0.008929	0.110599	0.080730	0.9357
BUSYBOARDS	-0.107915	0.091884	-1.174464	0.2411
INTERNATIONELLA	0.106690	0.156653	0.681058	0.4963
KVINNOR	0.060273	0.173024	0.348351	0.7278
AGARREPRESENTANT	0.211813	0.140809	1.504257	0.1335
LNNETTOOMSATTNING	0.018490	0.021163	0.873696	0.3829
ROE	0.021195	0.019645	1.078891	0.2814
STORAGARE	0.011791	0.080373	0.146706	0.8835

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.320161	Mean dependent var	0.080689
Adjusted R-squared	0.168173	S.D. dependent var	0.182939
S.E. of regression	0.166848	Akaike info criterion	-0.578241
Sum squared resid	9.214491	Schwarz criterion	0.161849
Log likelihood	192.3828	Hannan-Quinn criter.	-0.285328
F-statistic	2.106490	Durbin-Watson stat	2.228401
Prob(F-statistic)	0.000004		

Bild 5.1 Heteroskedasticitetstest Total ersättning

Total fast ersättning

Heteroskedasticitetstest

Dependent Variable: RESID04

Method: Panel Least Squares

Date: 05/07/14 Time: 12:33

Sample: 2006 2012

Periods included: 7

Cross-sections included: 60

Total panel (unbalanced) observations: 406

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.831567	0.330361	-2.517145	0.0123
LNSTORLEK	-0.001108	0.086625	-0.012790	0.9898
BUSYBOARDS	-0.058619	0.071967	-0.814525	0.4159
INTERNATIONELLA	-0.058368	0.122696	-0.475712	0.6346
KVINNOR	0.192803	0.135518	1.422707	0.1558
AGARREPRESENTANT	0.100885	0.110286	0.914758	0.3610
LNNETTOOMSATTNING	0.051759	0.016575	3.122611	0.0020

ROE	0.003972	0.015387	0.258131	0.7965
STORAGARE	-0.009398	0.062951	-0.149286	0.8814

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.458917	Mean dependent var	0.054409
Adjusted R-squared	0.337950	S.D. dependent var	0.160608
S.E. of regression	0.130681	Akaike info criterion	-1.066890
Sum squared resid	5.652668	Schwarz criterion	-0.326800
Log likelihood	291.5787	Hannan-Quinn criter.	-0.773977
F-statistic	3.793729	Durbin-Watson stat	2.273803
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bild 5.2 Heteroskedasticitetstest Total fast ersättning

Total rörlig ersättning

Heteroskedasticitetstest

Dependent Variable: RESID06

Method: Panel Least Squares

Date: 05/07/14 Time: 12:35

Sample: 2006 2012

Periods included: 7

Cross-sections included: 55

Total panel (unbalanced) observations: 332

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.036204	1.631095	-0.635282	0.5258
LNSTORLEK	0.606626	0.375198	1.616816	0.1071
BUSYBOARDS	0.054763	0.331615	0.165139	0.8690
INTERNATIONELLA	0.083239	0.504987	0.164833	0.8692
KVINNOR	0.984201	0.594856	1.654521	0.0992
AGARREPRESENTANT	0.482763	0.502540	0.960645	0.3376
LNNETTOOMSATTNING	-0.025369	0.085004	-0.298440	0.7656
ROE	-0.026378	0.063099	-0.418049	0.6762
STORAGARE	0.035636	0.256923	0.138704	0.8898

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.276193	Mean dependent var	0.288801
Adjusted R-squared	0.106044	S.D. dependent var	0.559998
S.E. of regression	0.529474	Akaike info criterion	1.737529
Sum squared resid	75.13186	Schwarz criterion	2.471049
Log likelihood	-224.4298	Hannan-Quinn criter.	2.030056
F-statistic	1.623241	Durbin-Watson stat	1.944729
Prob(F-statistic)	0.004631		

Bild 5.3 Heteroskedasticitetstest Total rörlig ersättning

Pension

Heteroskedasticitetstest

Dependent Variable: RESID08

Method: Panel Least Squares

Date: 05/07/14 Time: 12:36

Sample: 2006 2012

Periods included: 7

Cross-sections included: 60

Total panel (unbalanced) observations: 394

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.754011	0.847349	0.889847	0.3742
LNSTORLEK	-0.030268	0.222806	-0.135851	0.8920
BUSYBOARDS	-0.139345	0.184030	-0.757188	0.4495
INTERNATIONELLA	0.367727	0.316066	1.163449	0.2455
KVINNOR	-0.732317	0.354982	-2.062967	0.0399
AGARREPRESENTANT	0.828230	0.287454	2.881260	0.0042
LNNETTOOMSATTNING	-0.030902	0.042209	-0.732122	0.4646
ROE	0.000462	0.038768	0.011905	0.9905
STORAGARE	-0.065277	0.159375	-0.409580	0.6824

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.408885	Mean dependent var	0.128000
Adjusted R-squared	0.271761	S.D. dependent var	0.385158
S.E. of regression	0.328682	Akaike info criterion	0.782101
Sum squared resid	34.46223	Schwarz criterion	1.539020
Log likelihood	-79.07383	Hannan-Quinn criter.	1.082028
F-statistic	2.981860	Durbin-Watson stat	1.710600
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bild 5.4 Heteroskedasticitetstest Pension

Bilaga 6 – Normalitetstest

Total ersättning

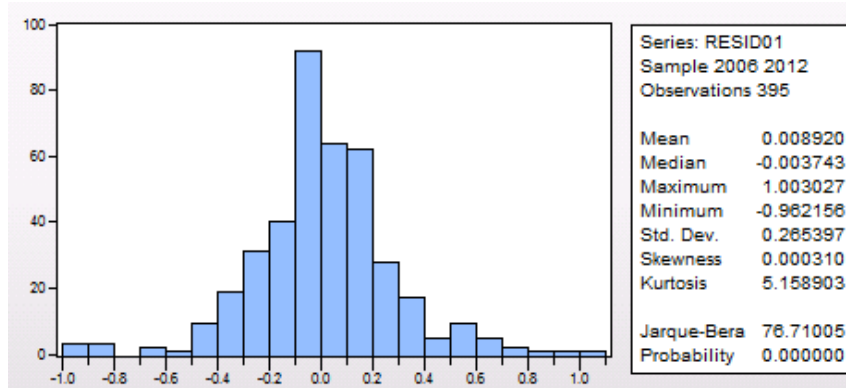


Bild 6.1 Normalitetstest Total ersättning

Total fast ersättning

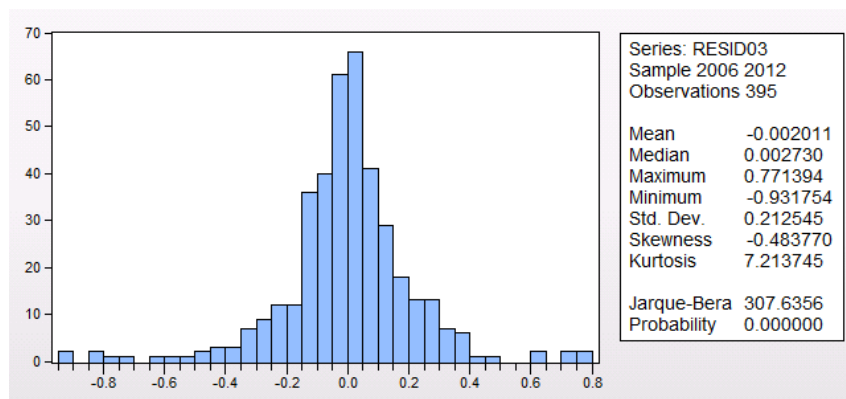


Bild 6.2 Normalitetstest Total fast ersättning

Total rörlig ersättning

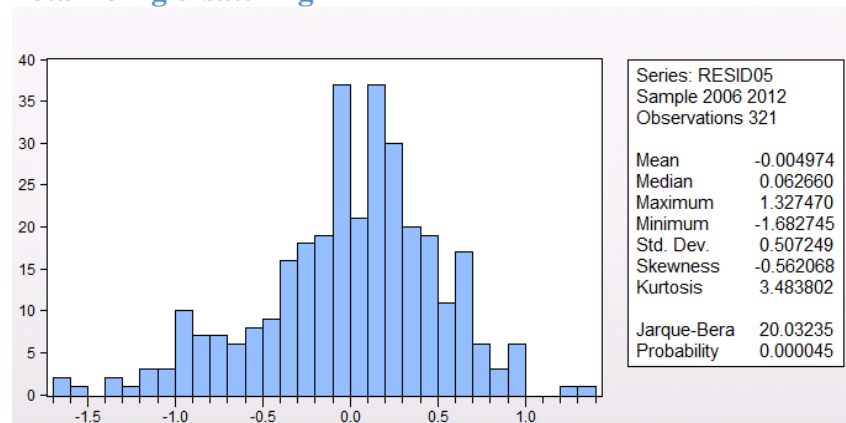


Bild 6.3 Normalitetstest Total rörlig ersättning

Pension

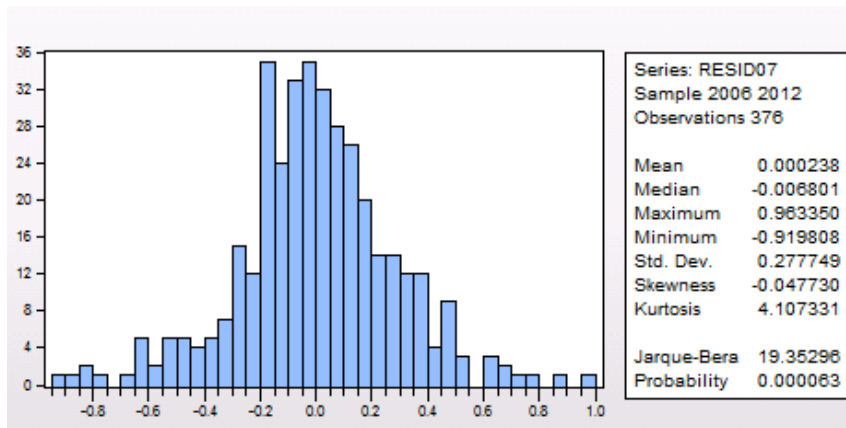


Bild 6.4 Normalitetstest Pension

Bilaga 7 – Korrelationsmatriser

Total fast ersättning

	AGARREPR...	BUSYBOARDS	INTERNATI...	KVINNOR	LNNETTOO...	LNSTORLEK	ROE	STORAGARE	LNTOTALFA...
AGARREPR...	1.000000	0.195727	-0.076324	-0.070481	-0.196429	-0.204102	0.014488	0.444223	-0.177431
BUSYBOARDS	0.195727	1.000000	-0.136185	0.051749	-0.153585	-0.255117	-0.066635	0.012146	-0.003318
INTERNATI...	-0.076324	-0.136185	1.000000	-0.152563	0.271209	0.077070	0.011200	-0.231245	0.481893
KVINNOR	-0.070481	0.051749	-0.152563	1.000000	0.004824	0.104221	0.021611	0.025808	0.023531
LNNETTOO...	-0.196429	-0.153585	0.271209	0.004824	1.000000	0.567483	0.044979	-0.189753	0.511390
LNSTORLEK	-0.204102	-0.255117	0.077070	0.104221	0.567483	1.000000	-0.005085	-0.167791	0.487827
ROE	0.014488	-0.066635	0.011200	0.021611	0.044979	-0.005085	1.000000	0.002765	0.030416
STORAGARE	0.444223	0.012146	-0.231245	0.025808	-0.189753	-0.167791	0.002765	1.000000	-0.312922
LNTOTALFA...	-0.177431	-0.003318	0.481893	0.023531	0.511390	0.487827	0.030416	-0.312922	1.000000

Bild 7.1 Korrelationsmatris Total fast ersättning

Total rörlig ersättning

	AGARREPR...	BUSYBOARDS	INTERNATI...	KVINNOR	LNNETTOO...	LNTOTALR...	ROE	STORAGARE	LNSTORLEK
AGARREPR...	1.000000	0.201852	-0.048762	-0.014077	-0.185249	-0.157978	0.007782	0.497578	-0.227546
BUSYBOARDS	0.201852	1.000000	-0.126208	0.054171	-0.131701	0.019052	-0.081891	0.028932	-0.266484
INTERNATI...	-0.048762	-0.126208	1.000000	-0.183895	0.261754	0.446620	0.011252	-0.218142	0.036772
KVINNOR	-0.014077	0.054171	-0.183895	1.000000	-0.091807	-0.156337	0.005448	0.142031	0.040925
LNNETTOO...	-0.185249	-0.131701	0.261754	-0.091807	1.000000	0.420479	0.035747	-0.205488	0.564725
LNTOTALR...	-0.157978	0.019052	0.446620	-0.156337	0.420479	1.000000	0.047507	-0.292457	0.085359
ROE	0.007782	-0.081891	0.011252	0.005448	0.035747	0.047507	1.000000	0.023732	-0.002468
STORAGARE	0.497578	0.028932	-0.218142	0.142031	-0.205488	-0.292457	0.023732	1.000000	-0.141597
LNSTORLEK	-0.227546	-0.266484	0.036772	0.040925	0.564725	0.085359	-0.002468	-0.141597	1.000000

Bild 7.2 Korrelationsmatris Total rörlig ersättning

Pension

	AGARREPR...	BUSYBOARDS	INTERNATI...	KVINNOR	LNNETTOO...	LNSTORLEK	LNPENSION	ROE	STORAGARE
AGARREPR...	1.000000	0.204840	-0.097705	-0.096058	-0.198389	-0.200721	-0.109857	0.012970	0.451113
BUSYBOARDS	0.204840	1.000000	-0.123058	0.056156	-0.150250	-0.262415	0.019274	-0.063894	0.008614
INTERNATI...	-0.097705	-0.123058	1.000000	-0.176681	0.277808	0.099019	0.014208	0.005610	-0.242827
KVINNOR	-0.096058	0.056156	-0.176681	1.000000	0.009489	0.124616	0.101278	0.019716	0.018122
LNNETTOO...	-0.198389	-0.150250	0.277808	0.009489	1.000000	0.568002	0.460496	0.044655	-0.188712
LNSTORLEK	-0.200721	-0.262415	0.099019	0.124616	0.568002	1.000000	0.475213	-0.000695	-0.170150
LNPENSION	-0.109857	0.019274	0.014208	0.101278	0.460496	0.475213	1.000000	0.024287	-0.126961
ROE	0.012970	-0.063894	0.005610	0.019716	0.044655	-0.000695	0.024287	1.000000	0.004396
STORAGARE	0.451113	0.008614	-0.242827	0.018122	-0.188712	-0.170150	-0.126961	0.004396	1.000000

Bild 7.3 Korrelationsmatris Pension

Bilaga 8 – Löneutveckling

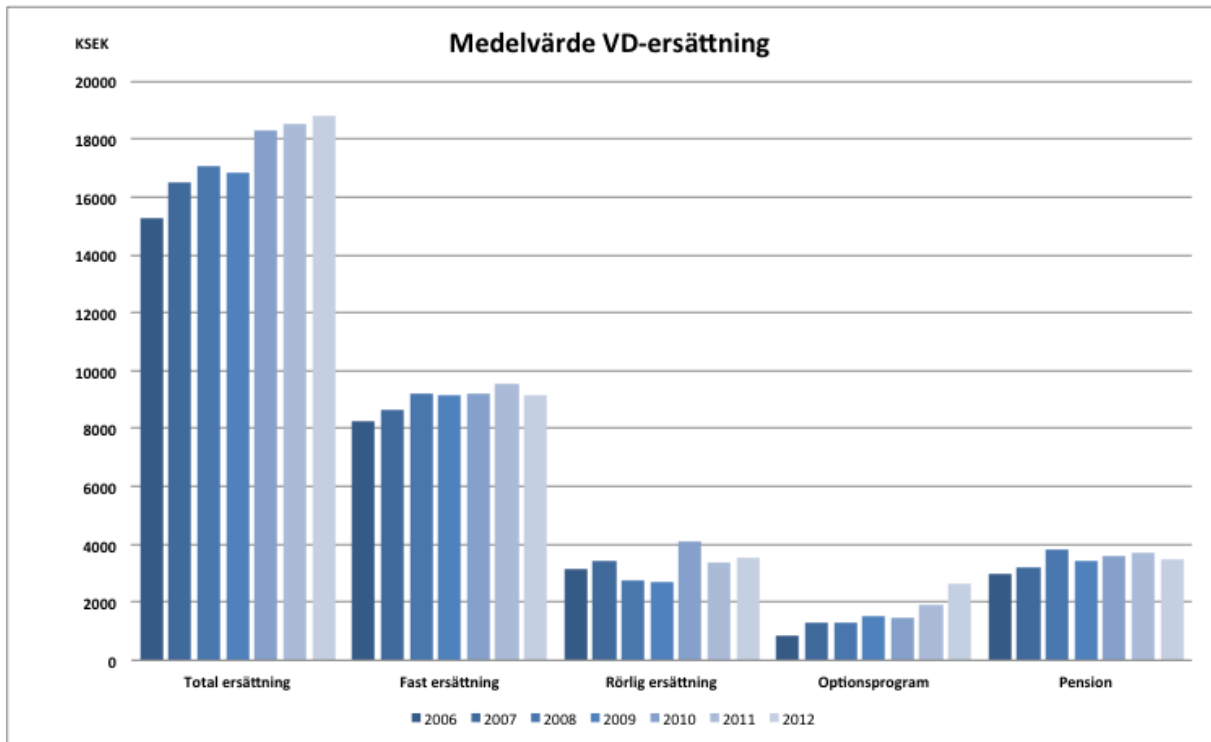


Bild 8.1 Medelvärde VD-ersättning

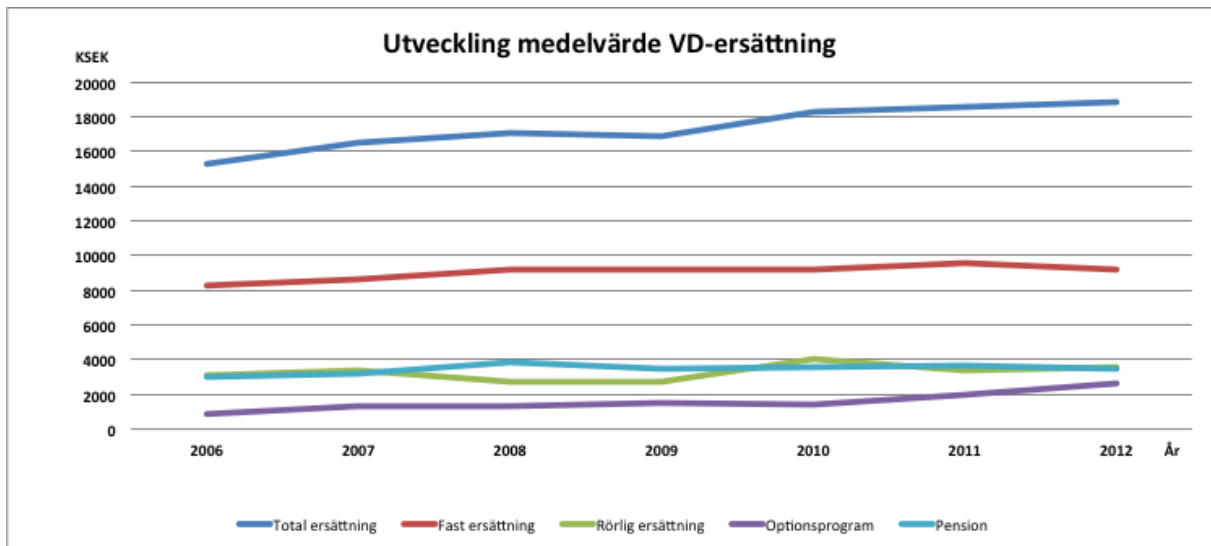


Bild 8.2 Utveckling medelvärde VD-ersättning

DETTA ÄR EN ARTIKEL BILAGD I EN STUDENTUPPSATS OCH ÄR DÄRMED INTE EN ARTIKEL PUBLICERAD I DAGENS INDUSTRI.



Andelen kvinnliga styrelseledamöter har ökat från 19 % till 26 % under åren 2006 till 2012. Samtidigt har andelen internationella styrelseledamöter ökat från 13 % till 16 %.

Svenska styrelser - ett pensionärshem för vd:ar

– ny studie genomförd vid Lunds Universitet belyser vikten av diversifierade styrelser

Ökad diversifiering i svenska styrelser sänker ersättningen till vd:n. Styrelser med fler kvinnliga och internationella styrelseledamöter bidrar till denna effekt genom ökad kontroll och högre aktivitet i styrelserummen.

Löneökning med 47 %

Det är allmänt ifrågasatt hur börsnoterade bolag kan betala ut hög ersättning till vd:n trots att företaget gått med förlust eller har tvingats göra stora nedskärningar. Ersättningsnivåerna för svenska vd:ar fortsätter dessutom att öka. I media skrivs det ständigt om nya rekordlöner. Rubriker så som "Miljonregn över ny vd", "46 arbetarlöner – på en vd lön" och "Svenska vd-löner

fortsätter stiga" är endast ett axplock av vad som skrivits om företagsledares ersättningar i svensk media. I en ny studie genomförd vid Lunds Universitet, som undersöker vilka samband som finns mellan styrelsens sammansättning och vd:s ersättningsnivå, konstateras att lönerna för verkställande direktörer i svenska Large Cap-bolag har ökat med 47 % under en sjuårsperiod.

"Lika barn leka bäst"

Under hösten år 2013 släppte organisationen AllBright rapporten "Lika barn leka bäst" som uppmärksammar homogenitet i svenska styrelser.

Homogena styrelser innebär att styrelseledamöterna är lika varandra. Att Sverige är känt för homogena styrelser kan ses som ett allvarligt problem. Svenska styrelseledamöter beskrivs av AllBright som medelålders män som oftast heter Anders, har bakgrund som ekonom eller ingenjör och har tidigare haft vd-poster i andra bolag. Styrelseledamöterna är ofta en kopia av vd:n och har samma värderingar. Liknande synsätt och starka vänskapsband mellan styrelseledamöter och vd har visat sig göra det lättare för vd:n att påverka sin ersättningsnivå.

Ur Svensk kod för bolagsstyrning, punkt 4.1.

"Styrelsen ska ha en med hänsyn till bolagets verksamhet, utvecklingsskede och förhållanden i övrigt ändamålsenlig sammansättning, präglad av mångsidighet och bredd avseende de bolagsstämvalda ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. En jämn könsfördelning ska eftersträvas".



Vd:s maktmissbruk

Vikten av diversifierade styrelser syns i resultatet av studien ”Hur påverkar styrelsens sammansättning vd:s ersättningsnivå” genomförd vid Lunds Universitet. Studien visar att diversifierade styrelser minskar vd:ns lön då det blir svårare för vd:n att påverka styrelsens beslut i ersättningsfrågor. Företag med internationella och kvinnliga ledamöter leder till ökad kontroll och aktivare styrelser som minskar vd:ns inflytande i ersättningsrelaterade frågor. Hur lätt vd:n kan påverka ersättningen beror alltså i hög utsträckning på hur styrelsen är sammansatt. Diversifierade styrelser innebär inte bara en jämnare könsfördelning utan även en större spridning av nationalitet. Trots detta är endast 2 av 10 ledamöter kvinnor och 1 av 10 ledamöter av internationell härkomst. Dock syns under studiens tidsperiod att diversifieringen av styrelser ökar.

Vikten av ökad diversifiering

Att döma av studiens resultat leder diversifierade styrelser till ökad kontroll där styrelseledamöterna är aktivare. Detta på grund av att en högre andel kvinnliga och internationella ledamöter bidrar till att tanke- och arbetssätt förändras då de färgas av ledamöterna. Internationella styrelseledamöter bidrar dessutom med värdefulla kontakter och insikter om marknader utomlands. Hanna Lanker ifrågasätter ”varför det i Sverige, där många företag livnär sig på export, inte finns fler internationella ledamöter som kan bidra med denna kunskap”. Då Sverige är ett litet land med, i förhållande till sin storlek, många framstående internationella stora företag krävs att bolagens styrelseledamöter är mycket kompetenta. En fortsatt ökad diversifiering av svenska styrelser är önskvärd, dock väntas förändringen i styrelserummen ta tid.

Di Fakta

Studien genomförd vid Lunds Universitet omfattar 60 publika aktieföretag registrerade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista under åren 2006 till 2012.

Fler resultat från studien:

- Större styrelser resulterar i lägre vd-ersättning.
- Större företag ger högre ersättning till vd:n.
- Vd:n kompenseras delvis för att företagets resultat förbättrats.
- Den svenska ägarstrukturen, med många storägare, bidrar till att hålla nere ersättningsnivåerna.

Malin Fogelmark
Hanna Lanker

Civilekonomexamen, Lunds Universitet



Seminarer med Dagens industri under Nordea Masters

Dagens industri finns på plats under Nordea Masters. Vi bjuder in till våra intervjuer! Lyssna och ta intryck av intressanta profiler och talare.

Läs mer på: www.dagensindustri.se/nordeamasters

