



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT 2015

Hur påverkas VD:s ersättningsnivå av styrelsens egenskaper?

En studie på Nasdaq OMX Stockholm Small Cap

Författare:

Sara Hellström

Andreas Johansson Lagerstedt

Jennifer Jönsson

Oscar Ljunggren Westlundh

Handledare:

Tore Eriksson

Begreppslista

VD-ersättning

Avser den totala ersättning som en VD erhåller under ett räkenskapsår. I den totala ersättningen inkluderas fast ersättning, rörlig ersättning, övriga förmåner, pension och övrig ersättning.

Small Cap

Avser Nasdaq OMX Stockholm Small Cap.

Styrelsens egenskaper

Innefattar hur styrelsen är sammansatt såväl som olika attribut, exempelvis ålder och ämbets tid, hänförliga till respektive styrelseledamot.

Sammanfattning

Examensarbetets titel:	<i>Hur påverkas VD:s ersättningsnivå av styrelsens egenskaper?</i> - En studie på Nasdaq OMX Stockholm Small Cap
Seminariedatum:	2015-06-04
Ämne/kurs:	FEKH89, Examensarbete kandidatnivå i finansiering, 15 högskolepoäng
Författare:	Sara Hellström, Andreas Johansson Lagerstedt, Jennifer Jönsson, Oscar Ljunggren Westlundh
Handledare:	Tore Eriksson
Fem nyckelord:	VD-ersättning, styrelsens egenskaper, bolagsstyrning, Sverige, Small Cap
Syfte:	Studien syftar till att undersöka huruvida det föreligger några samband mellan styrelsens egenskaper och VD:ns ersättningsnivå, samt hur dessa eventuella samband ter sig.
Metod:	I studien tillämpas en kvantitativ metod med en deduktiv forskningsansats. I en tvärsnittsstudie studeras inkluderade variabler med hjälp av en multipel linjär regressionsanalys.
Teoretiska perspektiv:	Studiens teoretiska grund utgörs främst av agentteorin, managerial power-teorin och resursberoendeteorin. Dessa teorier kompletteras med tidigare forskning inom området.
Empiri:	Studien baseras på 103 företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm Small Cap år 2013. Information hämtas i första hand från bolagens årsredovisningar.
Resultat:	Studiens resultat påvisar att det finns tydliga samband mellan styrelsens egenskaper och VD:s ersättningsnivå. VD- ersättningen har ett positivt samband med styrelsens storlek, kvinnliga styrelseledamöter, styrelseledamöternas ersättning, arbetstagarrepresentanter och andelen beroende styrelseledamöter gentemot större aktieägare. Ett negativt samband konstateras mellan variabeln utländska ledamöter och VD-ersättning. Dessa samband medför att det finns skäl till att i större utsträckning, inkludera Small Cap-bolag och styrelsens roll i den svenska ersättningsdebatten.

Abstract

- Title:** *How is CEO compensation affected by board properties?*
- A study on Nasdaq OMX Stockholm Small Cap
- Seminar date:** 2015-06-04
- Course:** FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, 15 University Credits Points (15 ECTS)
- Authors:** Sara Hellström, Andreas Johansson Lagerstedt, Jennifer Jönsson, Oscar Ljunggren Westlundh
- Advisor:** Tore Eriksson
- Key words:** CEO compensation, board properties, corporate governance, Sweden, Small Cap
- Purpose:** The purpose of the study is to examine whether board properties affect the level of CEO compensation and how these possible relationships appear.
- Methodology:** The study applies a quantitative method with a deductive research approach. A cross-sectional study is performed on the included variables by using a multiple linear regression analysis.
- Theoretical perspectives:** The theoretical basis is composed of principal-agency theory, managerial power theory and resource dependency theory. The theories are complemented by previous research.
- Empirical foundation:** The study is based on 103 companies that were listed on Nasdaq OMX Stockholm Small Cap in year 2013. Information is obtained from the companies' annual reports.
- Conclusions:** The study's result illustrates that relationships between board properties and CEO compensation level exist. CEO compensation has a positive relationship with the following variables: board size, female directors, directors' remuneration, employee representatives and directors' dependence towards major shareholders. A negative relationship can be found between the variable foreign directors and the CEO's compensation. These relationships proves that there are reasons to include companies listed on Small Cap, as well as the impact boards have on CEO compensation in the debate regarding CEO remuneration in Sweden.

Förord

Vi vill först och främst tacka vår handledare Tore Eriksson för goda råd och stöd under kandidatuppsatsens gång. Vi vill även rikta ett tack till Simon Reese för vägledning vid genomförandet av studiens statistiska arbete. Slutligen vill vi tacka våra opponenter för konstruktiv kritik och övriga studenter i vår seminariegrupp vid Ekonomihögskolan i Lund för deras insiktsfulla kommentarer.

Sara Hellström

Jennifer Jönsson

Andreas Johansson Lagerstedt

Oscar Ljunggren Westlund

Lund den 1 juni 2015

Innehållsförteckning

Kapitel 1. Inledning.....	10
1.1 Bakgrund	10
1.2 Positionering.....	11
1.3 Problemdiskussion	12
1.4 Problemformulering	13
1.5 Studiens syfte	14
1.6 Avgränsningar	14
1.7 Målgrupp	14
1.8 Disposition	15
Kapitel 2. Praktisk referensram	16
2.1 Nasdaq OMX Stockholm	16
2.2 Svensk bolagsstyrning	16
2.2.1 Styrelsespecifika lagar och kompletterande regelverk	17
2.2.2 Ersättningspecifika lagar och kompletterande regelverk	18
2.3 Svensk bolagsstyrning ur ett internationellt perspektiv	18
Kapitel 3. Teoretisk referensram.....	20
3.1 Tidigare forskning på området	20
3.1.1 Boyd (1994)	20
3.1.2 Core, Holthausen & Larcker (1999).....	20
3.1.3 Randøy & Nielsen (2002).....	21
3.2 Teoretiska utgångspunkter	23
3.2.1 Agentteorin.....	23
3.2.2 Managerial power-teorin	24
3.2.3 Resursberoendeteorin	25
3.3 Ersättningar	26
3.3.1 Fast ersättning	26
3.3.2 Rörlig ersättning.....	27
3.3.3 Pensionsförmåner.....	27
3.3.4 Aktie- och optionsprogram.....	28
3.3.5 Övriga förmåner	28
3.4 Hypotesformulering	28
3.4.1 Styrelsens storlek.....	29
3.4.2 Arbetstagarrepresentanter.....	29
3.4.3 Ersättningsutskott	30
3.4.4 Oberoende gentemot bolagsledningen	30
3.4.5 Beroende gentemot större aktieägare	31
3.4.6 VD i styrelsen.....	32
3.4.7 Styrelseledamöternas ämbetsid	32
3.4.8 Styrelseledamöternas ålder.....	33
3.4.9 Busy board	33

3.4.10	Mötesfrekvens	34
3.4.11	Styrelseledamöternas aktieinnehav	34
3.4.12	Kvinnliga styrelseledamöter	35
3.4.13	Utländska styrelseledamöter	36
3.4.14	Styrelsens ersättning	36
3.5	Kontrollvariabler	38
3.5.1	Kvinnlig VD	39
3.5.2	VD:s ålder	39
3.5.3	VD:s ämbets tid	39
3.5.4	Företagets storlek	39
3.5.5	Företagets kapitalstruktur	40
3.5.6	Företagets prestation	40
3.5.7	Bransch	40
3.5.8	Största ägare	41
Kapitel 4.	Metod	42
4.1	Forskningsansats	42
4.2	Dataurval	43
4.2.1	Tvärsnittsstudie	43
4.2.2	Kriterier för urval och bortfall	44
4.3	Datainsamling	44
4.3.1	Sekundärdata	44
4.3.2	Litteraturstudie	45
4.4	Kritik	46
4.4.1	Kritik mot vald metod	46
4.4.2	Kritik mot avgränsning och urval	46
4.4.3	Kritik mot bortfall	47
4.4.4	Kritik mot sekundärdata	47
4.4.5	Litteraturkritik	47
4.5	Reliabilitet, replikerbarhet och validitet	48
4.5.1	Reliabilitet	48
4.5.2	Replikerbarhet	49
4.5.3	Validitet	49
4.6	Multipel linjär regressionsanalys	50
4.6.1	Minsta kvadratmetoden	51
4.6.2	Multikollinjäritet	52
4.7	Operationalisering	53
4.7.1	Övergripande förklaringar	53
4.7.2	Beroende variabler	53
4.7.3	Oberoende variabler	54
4.7.4	Kontrollvariabler	56
4.8	Kritik mot regressionsmodellen	59
4.8.1	Övergripande kritik	59

4.8.2 Kritik mot behandling av variabler.....	60
Kapitel 5. Empiri	61
5.1 Validitetstester	61
5.2 Deskriptiv statistik	62
5.3 Regressionens utfall.....	64
5.4 Hypotesprövning.....	66
Kapitel 6. Analys	68
6.1 Analys av regressionsresultatet.....	68
6.2 Analys av studiens variabler	68
6.2.1 Beroende variabler	68
6.2.1.1 Total VD-ersättning	68
6.2.2 Oberoende variabler	69
6.2.2.1 Styrelsens storlek	69
6.2.2.2 Arbetstagarrepresentanter	69
6.2.2.3 Ersättningsutskott.....	70
6.2.2.4 Oberoende gentemot bolagsledningen.....	71
6.2.2.5 Beroende gentemot större aktieägare	71
6.2.2.6 VD i styrelsen	72
6.2.2.7 Styrelseledamöternas ämbets tid.....	73
6.2.2.8 Styrelseledamöternas ålder	73
6.2.2.9 Busy board	74
6.2.2.10 Mötesfrekvens.....	74
6.2.2.11 Styrelseledamöternas aktieinnehav	75
6.2.2.12 Kvinnliga styrelseledamöter	75
6.2.2.13 Utländska styrelseledamöter	76
6.2.2.14 Styrelseledamöternas- och styrelseordförandens ersättning.....	77
6.2.3 Kontrollvariabler	78
6.2.3.1 Kvinnlig VD	78
6.2.3.2 VD:s ålder	78
6.2.3.3 VD:s ämbets tid	79
6.2.3.4 Företagets storlek.....	79
6.2.3.5 Företagets kapitalstruktur.....	80
6.2.3.6 Företagets prestation	80
6.2.3.7 Största ägaren.....	81
6.2 Avslutande analys.....	82
Kapitel 7. Slutsatser	84
7.1 Förslag till framtida forskning	87
Referenser	89
Bilagor	98
Bilaga 1 – Bolag noterade på Small Cap år 2013	98
Bilaga 2 – Sammanställning av regressionens utfall.....	99
Bilaga 3 – Spridningsdiagram för regressionsmodellens residualer och förväntade värden.....	100

Bilaga 4 – Sammanställning över residualernas normalfördelning.....	101
Bilaga 5 – Histogram för normalfördelning.....	102
Bilaga 6 – Korrelationsmatris	103
Bilaga 7 – Statistik för regressionsmodellen.....	104

Kapitel 1. Inledning

I det inledande kapitlet presenteras forskningsämnets bakgrund med utgångspunkt i aktuella och omdiskuterade händelser. Därefter redogörs för studiens positionering och vidare förs en problemdiskussion som leder till den forskningsfråga som studien ämnar till att besvara. Slutligen presenteras studiens syfte, avgränsningar, målgrupp och disposition.

1.1 Bakgrund

Ersättningar till verkställande direktörer och ledande befattningshavare är ett omdebatterat ämne med hög medial uppmärksamhet i Sverige såväl som internationellt. Ämnet hamnar kontinuerligt i hetluften i samband med företagens årsbokslut och bolagsstämmor.

Utgångspunkten i diskussionerna är ofta huruvida lönenivåerna är rimliga och om personerna i fråga har gjort sig förtjänta av ersättningarna.

Det finns åtskilliga exempel där verkställande direktörer erhållit miljonlöner trots att företaget uppvisat ett svagt resultat. I artikeln ”Kursras – då får vd bonus” skriver Svenska Dagbladet (2014) om hur flera storbolag delar ut miljonbelopp trots stora börsfall. Enligt uppgifter från Dagens Industri beskrivs bland annat hur den verkställande direktören för Tele2 erhöll en rörlig ersättning på 8,3 miljoner kronor, en ökning på mer än 60 procent, trots att bolagets aktie backade med 11 procent under år 2013. Under samma år fick även VD:n för Lundin Petroleum en bonus på fem miljoner kronor trots ett kursras på 16 procent (Svenska Dagbladet, 2014). LO-ordföranden Karl-Petter Thorwaldsson säger i en intervju: ”De här nivåerna som har nåtts är helt otillständiga. All forskning visar att man inte får ut mer av en person bara för att man sätter de här fantasilöner. Det finns inte en enda fördel med de här lönenivåerna” (Svenska Dagbladet, 2015). Albin Rännar, chef för marknadsbevakning på Aktiespararna, uttrycker i samma artikel kritik till bolagens diffusa riktlinjer avseende VD-löner. Rännar säger ”Tyvärr är deras ersättningspolicys bara blaha. Det är väldigt många tomma ord och generella skrivningar som kan tolkas lite hur som helst” (Svenska Dagbladet, 2015).

Svårigheten med att beskriva exakt vad som ligger till grund för ersättningen har orsakat debatt och sviktande förtroende bland allmänheten. Kritik har riktats mot åtskilliga bolag för deras hantering av löner och ersättningar till verkställande direktörer till följd av att ersättningarna i flera fall upplevts som höga och svårförklarliga (Svenskt Näringsliv, 2006).

Den svenska bolagsstyrningen har utvecklats under de senaste åren och under år 2005 tillkom Svensk Kod för Bolagsstyrning, även benämnt Koden, som syftar till att komplettera lagstiftning och verka vägledande vid frågor avseende bolagsstyrning (Svenskt Näringsliv, 2006). Enligt aktiebolagslagen följer det att styrelsen i publika aktiebolag ska ”varje år 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 § 1 st, SFS 2005:551). Styrelsen har således en avgörande roll vid utformningen av VD:ns ersättningsnivå.

Styrelsens centrala roll vid ersättningsfrågor resulterar i att det finns flertalet skäl till att närmare granska styrelserna och dess påverkan på VD-lönerna. I media syns rubriker som *“Skarp kritik från Aktiespararna mot Axis styrelse”*, *“Styrelsechef försvarar vd-lönen i Vätterhem”* och *“Kvotering till bolagsstyrelser får kritik”*, vilket illustrerar det mediala intresse som föreligger kring styrelsers roll och arbete. Styrelserelaterade frågor avser ofta styrelsens sammansättning, förekomsten av kvinnliga styrelseledamöter, hur VD:ns ersättning kan förklaras och vilken kontroll styrelsen innehar i bolaget.

Ovanstående faktorer medför att det föreligger såväl en aktualitet som ett intresse att undersöka hur VD-ersättningar ser ut i svenska börsnoterade bolag samt studera vilken möjlig påverkan styrelsens egenskaper kan ha på VD:ns ersättningsnivå.

1.2 Positionering

VD-ersättningsars aktualitet har resulterat i att åtskilliga studier har genomförts inom området. Flertalet uppsatser angriper VD-ersättningen ur olika perspektiv där somliga avser att försöka beskriva vilka generella faktorer som påverkar ersättningen, medan andra fokuserar på att undersöka vilken effekt en viss typ av faktorer har. Det är bland de uppsatser som valt en mer specifik utgångspunkt som denna studie positioneras. Nedan följer en redogörelse för ett antal relevanta och aktuella uppsatser inom området.

Vid Linnéuniversitetet skrevs under våren 2014 en magisteruppsats av Skenning och Nizic vars syfte var att förklara hur styrelsen och ersättningsutskottet påverkar nivån och strukturen på VD-ersättningar i svenska publika aktiebolag. Urvalet utgick från Nasdaq OMX Nordics tre storlekssegment vid slutet av år 2011. Författarna fann att styrelsestorlek och styrelsens

aktieinnehav är positivt relaterat till VD:s ersättningsnivå medan förekomsten av ersättningsutskott är negativt relaterat till VD:s ersättningsnivå. Ingen signifikans kunde påvisas mellan studiens oberoende variabler och VD:s rörliga ersättning. En slutsats i studien var att ersättningsutskotten i Sverige ej fyller sin funktion och de antas ha utsatts för institutionell press.

Samma år vid Lunds Universitet skrev Fogelmark och Lanker en magisteruppsats som syftade till att undersöka hur styrelsens sammansättning påverkar VD:ns ersättningsnivå. Urvalet bestod av bolag på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap under tidsperioden 2006-2012. Ett negativt samband påvisades mellan styrelsens storlek, utländska styrelseledamöter, kvinnliga styrelseledamöter och VD:ns ersättningsnivå. Inget signifikant samband kunde identifieras mellan ersättningsnivån och variablerna busy boards och styrelseledamöternas oberoende gentemot större aktieägare.

Ytterligare ett perspektiv på VD-ersättningar presenterades i en magisteruppsats skriven vid Lunds Universitet av Håkansta och Lindholm, våren 2011. Författarna analyserade möjliga samband mellan VD-ersättning och bolagens ägarstruktur. Uppsatsen avser bolag noterade på Nasdaq OMX Nordics Large- och Mid Cap mellan åren 2005-2009. Resultaten visade att bolag med lägre ägarkoncentration och ett större antal utländska styrelseledamöter har en högre VD-ersättning.

Trots att VD-ersättningar är ett omskrivet ämne har ej uppsatser som enbart behandlar Small Cap-bolag hittats. Flertalet författare poängterar den mediala uppmärksamhet som föreligger kring Large- och Mid Cap-bolag, vilket har legat till grund för deras urval av bolag. Detta resulterar i att Small Cap-bolag tenderar att förbises. För att erhålla en helhetsförståelse för styrelsens inverkan på VD-ersättningen samt täcka den kunskapslucka som föreligger inom forskningsområdet, finner vi det viktigt att undersöka dessa bolag.

1.3 Problemdiskussion

Trots att VD-ersättningar är ett omdebatterat ämne, är det inte helt klargjort vilka faktorer som ligger till grund för ersättningsnivåerna. Åtskilliga faktorer antas påverka VD:ns lönenivå, däribland individens kompetens och erfarenhet samt företagets resultat och storlek. Ett företags prestation är en vedertagen utgångspunkt vid fastställande av ersättningsnivå, dock

finns det studier som visar att detta förhållande är svagt (Jensen & Murphy, 1990). När prestationen inte tycks vara det som avgör ersättningen återstår frågan om vilka faktorer som faktiskt har en betydelse.

Åtskilliga internationella studier och teorier menar att det finns en koppling mellan styrelsens egenskaper och VD-ersättningen. Däribland hävdar Bebchuk, Fried och Walker (2002) att VD:n ofta besitter ett stort inflytande över styrelseledamöterna och därmed över beslutsprocessen för den egna ersättningen. En VD antas ha större möjlighet att påverka ersättningen ju fler kopplingar denne har till styrelseledamöterna (Bebchuk & Fried, 2004). Genom att utöva inflytande har verkställande direktörer möjlighet att påverka styrelsen, vilket kan resultera i att VD:n erhåller en lön som är högre än vad som är optimalt ur ett aktieägarperspektiv (Bebchuk, Fried & Walker, 2002).

Tidigare forskning har kunnat påvisa samband mellan olika styrelserelaterade faktorer och ersättningsnivå till VD. Forskare har bland annat funnit samband mellan VD-ersättning och styrelsens storlek, utländska ledamöter samt aktieinnehav (Boyd, 1994; Randøy & Nielsen, 2002). Vidare har andra studier funnit kopplingar mellan VD-ersättning och styrelseledamöternas ålder, övriga styrelseuppdrag samt förhållande gentemot bolaget och större aktieägare (Core, Holthausen & Larcker (1999).

Till följd av att det är styrelsen som upprättar förslag och riktlinjer avseende VD-ersättning i svenska publika aktiebolag (ABL 8 kap. 51 § 1 st, SFS 2005:551), är det således av hög relevans att undersöka om styrelsens egenskaper har en inverkan på VD-ersättning, och hur dessa samband yttrar sig.

1.4 Problemformulering

Hur påverkas VD:s ersättningsnivå av styrelsens egenskaper?

1.5 Studiens syfte

Studien syftar till att undersöka huruvida det föreligger några samband mellan styrelsens egenskaper och VD:ns ersättningsnivå, samt hur dessa eventuella samband ter sig.

Undersökningen baseras på hypotesprövningar och avser bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm Small Cap år 2013.

1.6 Avgränsningar

Studien avser svenska publika aktiebolag då dessa faller under regelverken Svensk Kod för Bolagsstyrning samt aktiebolagslagen. Detta säkerställer att styrelsespecifika rekommendationer efterlevs och att en ökad tillgänglighet och kvalitet av information tillhandahålls. Studien är sedan avgränsad till att undersöka bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm Small Cap. Att genomföra en helundersökning på börsen där samtliga bolag studeras väljs bort till följd av att liknande studier redan har utförts och på grund av tidsrestriktioner. I syfte att erhålla största möjliga antal observationer och förmedla en representativ bild av Small Cap genomförs en tvärsnittsstudie. Studien undersöker år 2013 och data inhämtas för samtliga bolag registrerade på Small Cap under året.

1.7 Målgrupp

Uppsatsen är i första hand ämnad för studenter och forskare vid svenska universitet som besitter grundläggande kunskap inom finansiering och statistik, samt har ett intresse för bolagsstyrning.

1.8 Disposition

Dispositionen skildrar uppsatsens resterande kapitel.

Kapitel 2 - Praktisk referensram

Den praktiska referensramen inleds med en kortfattad beskrivning av Nasdaq OMX Stockholm. Därefter behandlar den praktiska referensramen svenska förhållanden och institutionell kontext. Avsnittet har utgångspunkt i aktiebolagslagen och Svensk Kod för Bolagsstyrning.

Kapitel 3 – Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras den teoretiska referensram som ligger till grund för val och analys av insamlat material. Här presenteras relevanta teorier och forskning som motiverar studiens hypoteser.

Kapitel 4 - Metod

I metodkapitlet redogörs studiens tillvägagångssätt. I kapitlet förs diskussion kring forskningsansats och urval samt ett kritiskt ställningstagande till studiens samtliga moment. I metoden presenteras även studiens regressionsmodell.

Kapitel 5 - Empiri

I empirikapitlet presenteras studiens resultat med utgångspunkt i regressionsmodellen. Hypoteser accepteras respektive förkastas i kapitlets avslutning.

Kapitel 6 - Analys

I analyskapitlet analyseras och tolkas studien empiriska resultat med utgångspunkt i teorin och formulerade hypoteser.

Kapitel 7 - Slutsatser

I kapitlet besvaras studiens forskningsfråga tillsammans med författarnas egna tankar och reflektioner kring resultaten. Avslutningsvis presenteras förslag till framtida forskning.

Kapitel 2. Praktisk referensram

I detta kapitel förs en kort redogörelse för Nasdaq OMX Stockholm. Därefter fokuserar kapitlet på svenska förhållanden och institutionell kontext. Fokus ligger på aktiebolagslagen och Svensk Kod för Bolagsstyrning där styrelsespecifika- och ersättningsrelaterade lagar redogörs.

2.1 Nasdaq OMX Stockholm

Nasdaq OMX Stockholm utgör den största reglerade marknaden för aktiehandel i Sverige. Noterade aktiebolag grupperas i storleksordningen Small, Mid och Large. Sorteringen baseras på bolagens börsvärde med kriterierna < 150 miljoner € för Small Cap, 150-1000 miljoner € för Mid Cap och > 1000 miljoner € för Large Cap (Aktiespararen, 2013).

2.2 Svensk bolagsstyrning

Den svenska bolagsstyrningen regleras av en kombination av lagar, regler och praxis. De två viktigaste dokumenten för bolagsstyrning i Sverige är aktiebolagslagen och Svensk Kod för Bolagsstyrning (Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, 2015a). Svensk Kod för Bolagsstyrning är en uppsättning riktlinjer avseende god bolagsstyrning som alla svenska börsnoterade bolag är förpliktade att tillämpa. Koden infördes den 1 juli 2005 och gäller för samtliga svenska aktiebolag registrerade för handel på reglerade marknader i Sverige; Nasdaq OMX Stockholm eller NGM Equity (Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, 2015b).

Koden syftar till att verka som ett led i självregleringen inom det svenska näringslivet. Syftet är bland annat att förbättra styrningen av svenska bolag samt höja kunskapen och förtroendet för svensk bolagsstyrning på den internationella kapitalmarknaden. Koden behandlar regler avseende bolagsstämma, styrelsens uppgifter, styrelsens sammansättning och ersättningar till ledande befattningshavare (Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, 2015b).

God bolagsstyrning avser att säkerställa att bolag drivs på ett för aktieägarna så effektivt sätt som möjligt. Genom att ange en norm som är högre än lagens minimikrav kompletterar Koden offentlig reglering så som aktiebolagslagen (2005:551). Den svenska koden bygger på principen "följ eller förklara". Denna princip innebär att ett företag kan välja att avvika från enskilda regler såvida de ger förklaringar där skäl till varje enskild avvikelse redovisas. Det är

denna tillämpning som har medfört att ambitionsnivån i Koden har kunnat läggas högre än vid tvingande regler (Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, 2015b).

2.2.1 Styrelsespecifika lagar och kompletterande regelverk

Enligt aktiebolagslagen ska det i bolaget finnas tre beslutsorgan med följande hierarkiska ordning; bolagsstämman, styrelse och verkställande direktör. Utöver detta ska bolagsstämman utse en revisor som ska verka som ett kontrollorgan inom bolaget (Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, 2015a). Styrelsens huvuduppgifter omfattar bland annat att ansvara för bolagets organisation, ekonomiska situation samt förvalta dess intressen (ABL 8 kap. 4 §, SFS 2005:551).

Till följd av att denna studie behandlar publika bolag med aktier upptagna till handel på Nasdaq OMX Stockholm, är det av relevans att nämna ett antal av de specifika lagar som rör publika aktiebolag. Enligt aktiebolagslagen 8 kap. 46 § måste styrelsen i ett publikt aktiebolag bestå av minst tre ledamöter. I dessa bolag ska även mer än hälften av ledamöterna utses av bolagsstämman och den verkställande direktören får inte vara styrelsens ordförande (ABL 8 kap. 47-48 § §, SFS 2005:551). I aktiebolagslagen framgår även att styrelsen i publika aktiebolag ska ”varje år 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 § 1 st, SFS 2005:551).

I Kodens tredje avsnitt finns en detaljerad beskrivning av styrelsens uppgifter där ett antal ansvarsområden listas, däribland att styrelsen ska tillsätta och avsätta VD (Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2010). I Kodens fjärde avsnitt framgår det att styrelsen ska ha en storlek och sammansättning som säkerställer styrelsens förmåga att förvalta bolaget med integritet och effektivitet. I punkt 4.1 framgår det även 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”.

Bland de av bolagsstämman utsedda styrelseledamöterna ska en majoritet vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. För att bedöma ledamöters oberoende, listas ett antal omständigheter under punkt 4.4 som ska vägas in i bedömningen. Enligt dessa omständigheter anses en styrelseledamot vara beroende i förhållande till bolaget eller

ledningen om denne exempelvis; är eller har varit VD under de fem senaste åren i bolaget eller i ett närstående bolag, är eller har varit anställd i bolaget under de tre senaste åren eller har nära släkt- eller familjeförhållanden till bolagsledningen. Vad gäller förhållandet mellan styrelseledamöter och bolagets större aktieägare ska minst två, till bolaget oberoende styrelseledamöter, även vara oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare. Vid en sådan bedömning vägs bland annat en ledamots direkta och indirekta relationer med den större ägaren in i bedömningen (Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2010).

2.2.2 Ersättnings specifika lagar och kompletterande regelverk

Beslut avseende ersättning till ledande befattningshavare ska fattas vid årsstämman (ABL 7 kap. 61 §, SFS 2005:551). VD-ersättningen ska specificeras och redovisas i bolagets årsredovisning (ÅRL kap 5. 20 §, SFS 1995:1554).

I Kodens nionde avsnitt framgår det att ”ersättningar och andra anställningsvillkor för ledande befattningshavare ska utformas med syfte att säkerställa bolagets tillgång till befattningshavare med den kompetens bolaget behöver till för bolaget anpassade kostnader och så att de får för verksamheten avsedda effekter” (Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2010). Ett ersättningsutskott ska inrättas av styrelsen där medlemmarna bör besitta erfarenhet och kunskap om ersättningsrelaterade frågor till VD och ledning. Vidare ska, med undantag av styrelseordförande, medlemmarna i utskottet vara oberoende gentemot bolaget och dess ledning (Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2010).

2.3 Svensk bolagsstyrning ur ett internationellt perspektiv

Vid jämförelse av den skandinaviska ersättningsnivån och ersättningen i övriga europeiska länder samt USA är den skandinaviska ersättningsnivån avsevärt lägre. Denna skillnad grundar sig delvis i den svenska lagstiftningen, men även i den jämställdhetskultur som råder i Sverige, vilket resulterar i en hög social press på bolagen (Randøy & Nielsen, 2002). Vidare menar Randøy och Nielsen (2002) att den höga ägarkoncentrationen i Sverige tillsammans med ett starkt skydd för minoritetsägare bidrar till en lägre lönenivå.

Vad gäller skillnader mellan svenska och amerikanska förhållanden framhåller Oxelheim och Randøy (2005) att Sverige har en annorlunda ägarstruktur jämfört med amerikanska bolag. Sverige har en hög ägarkoncentration som medför att flera svenska aktiebolag präglas av ett

kontrollägande¹. Många kontrollägare antar aktiva roller i bolaget, ofta som styrelseledamöter (Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2010; Oxelheim & Randøy, 2005). Den lägre ägarkoncentration som råder i USA antas enligt Oxelheim och Randøy (2005) leda till att amerikanska bolag lägger större vikt vid styrelseledamöternas oberoende. Detta i syfte att skapa en stark kontroll inom bolaget. Enligt författarna är det angloamerikanska bolagsstyrningssystemet även det mest strikta bolagsstyrningssystemet i världen (Oxelheim & Randøy, 2005).

Svenska bolagsstyrelser har generellt sett en hög grad av homogenitet avseende styrelsespecifika egenskaper, däribland ålder, kön och bakgrund (Söderström, Berglöf, Holmström, Högfeldt & Meyersson Milgrom, 2003). Bristen på mångfald i svenska styrelser är starkt kopplat till kontrollägandet, vilket möjliggör för ägarna att välja in likasinnade i styrelsen. Detta leder till en hög grad av homogenitet, vilket enligt Söderström *et al.* (2003) bidrar till ökad effektivitet samt minskad förekomst av konflikter. Nackdelar är bland annat att det föreligger en risk att ledamöterna är mindre objektiva i samband med beslutsfattande samt mindre mottagliga för nya tankar och idéer (Söderström *et al.*, 2003).

¹ Begreppet "kontrollägare" avser en ägare som innehar 20 % eller mer av företagets röster (Claessens, Djankov & Lang, 2000).

Kapitel 3. Teoretisk referensram

Kapitlet redogör för tidigare forskning och teorier inom området som berör studiens problemformulering. Ett antal relevanta teorier inom bolagsstyrning presenteras, vilka ligger till grund för hypoteserna och studien som helhet.

3.1 Tidigare forskning på området

Flertalet studier har gjorts inom området för styrelsens inverkan på VD:ns ersättningsnivå. Nedan presenteras tre forskningsstudier som ligger till grund för denna studie. Valet av forskningsstudier har motiverats utifrån de grundläggande bidrag de tillfört till forskningsfrågan samt deras relevans för studiens avgränsningar. I avsnitt 3.4 presenteras sedan ytterligare studier som har mer direkt anknytning till respektive hypotesformulering.

3.1.1 Boyd (1994)

Boyd (1994) studerade VD-ersättning och styrelsens kontrollförmåga i 193 amerikanska företag över flera branscher. Studien ämnade till att undersöka styrelsens kontrollförmåga över VD:n, vilket enligt tidigare studier påvisats vara negativt relaterat till VD-ersättning (Boyd, 1994). I enlighet med Eisenhardt (1989) utformades Boyds studie för att fånga ett vidare begrepp av styrelsekontroll genom att studera ett flertal olika variabler. Dessa variabler inkluderar VD som styrelseordförande, beroende styrelseledamöter till bolaget, styrelsens aktieinnehav, antalet ledamöter som representerar storägare² och ersättningsnivå för styrelsen (Boyd, 1994). Vidare inkluderades företagets storlek och lönsamhet som kontrollvariabler. Studien visade att styrelsens kontrollförmåga stod för en signifikant del av VD-ersättning i förhållande till företagets storlek och lönsamhet. Förekomsten av VD som styrelseordförande samt ersättningsnivån för styrelsen var negativt korrelerade till styrelsens kontrollförmåga. Däremot var styrelsens aktieinnehav, representation av storägare och beroende styrelseledamöter till bolaget positivt korrelerade till styrelsens kontrollförmåga (Boyd, 1994).

3.1.2 Core, Holthausen och Larcker (1999)

I linje med Boyd studerade Core, Holthausen och Larcker (1999) relationen mellan styrelsens kontrollförmåga, företagets ägarstruktur och VD-ersättning. Utöver detta valde författarna även att inkludera företagets prestation som en variabel i undersökningen. Studien omfattade

² Begreppet "storägare" syftar till ägare som innehar 5 % eller mer av rösterna i ett företag (Core, Holthausen & Larcker, 1999).

205 amerikanska publika bolag i olika branscher över en treårsperiod. Bland variablerna avseende styrelsernas kontrollförmåga var antal ledamöter beroende till företaget och representation av storägare i styrelsen negativt korrelerade till VD-ersättning. Positivt korrelerade var styrelsens storlek, ledamöter utvalda av VD:n, gråa ledamöter³, VD som styrelseordförande, ledamöter som innehar tre eller fler andra styrelseuppdrag, ledamöter över 69 år och ledamöter som är interlocked⁴ (Core, Holthausen & Larcker, 1999). I motsats till Boyd (1994) kunde inget signifikant samband mellan styrelsens aktieinnehav och VD-ersättning påvisas (Core, Holthausen & Larcker, 1999). Till följd av det negativa sambandet mellan ersättningsnivån till VD:n och styrelsens kontrollförmåga samt företagets prestation, argumenterade författarna att styrelsens kontrollförmåga är en starkare indikator på ett företags redovisningsmässiga prestation än vad aktieavkastning är (Core, Holthausen & Larcker, 1999).

3.1.3 Randøy och Nielsen (2002)

De generellt sett låga ersättningsnivåerna i Sverige, ställt i relation till övriga Europa och USA, resulterade i att Randøy och Nielsen (2002) genomförde en studie avseende samband mellan företagsprestation, VD-ersättning och bolagsstyrning. Studien omfattade 120 norska och 104 svenska företag över en treårsperiod för alla branscher, undantaget försäkring och bank. Forskarna fann ett starkt positivt samband mellan VD-ersättning och styrelsens storlek, andelen utländska ledamöter samt företagets storlek. Andelen utländska ledamöter hade dessutom en större inverkan på VD-ersättningen i de skandinaviska länderna. Bland negativt korrelerade variabler fanns ett signifikant samband mellan VD-ersättning och VD:ns ägarandel i företaget. I norska företag återfanns ett negativt samband mellan VD-ersättning och VD:ns ämbetsstid. Randøy och Nielsen fann inget signifikant samband mellan VD-ersättning och företagets prestation i något av länderna, vilket enligt författarna förklaras av socialdemokratiska influenser samt ett starkt förhållningssätt till jämlikhet (Randøy & Nielsen, 2002).

³ Begreppet "gråa ledamöter" syftar till ledamöter som har mottagit ersättningar utöver styrelsearvodet. Begreppet innefattar även situationer där ledamotens arbetsgivare mottagit sådana ersättningar (Core, Holthausen & Larcker, 1999).

⁴ Begreppet "interlocked" syftar till när verkställande direktörer innehar styrelseuppdrag i varandras styrelser (Core, Holthausen & Larcker, 1999).

Titel på undersökning	Författare och år	Tidsperiod och land	Antal undersökta bolag	Undersökningens syfte	Resultat
Board Control and CEO Compensation	Boyd B. K. (1994)	1980, USA	193 publika bolag i 12 industrier	Studien syftade till att mäta styrelsens kontrollförmåga och att relatera denna till fastställandet av VD:ns ersättningsnivå.	Styrelsens kontrollförmåga hade en signifikant inverkan på VD-ersättning. Styrelsens kontrollförmåga hade ett positivt samband gentemot styrelsens aktieinnehav, representation av storägare och beroende styrelseledamöter. Ett negativt samband påvisades mellan styrelsens kontrollförmåga och förekomsten av VD som styrelseordförande.
Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance	Core, J. E., Holthausen, R. W. & Larcker, D. F. (1999)	1982-1984, USA	205 publika bolag	Undersökningens syfte var att studera huruvida det förelåg ett samband mellan VD:ns ersättningsnivå och bolagsstyrning. Studien undersökte även eventuella samband mellan bolagsstyrningsstruktur och prestation.	Följande variabler var positivt relaterade till VD-ersättning: styrelsens storlek, ledamöter utvalda av VD:n, gråa ledamöter, VD som styrelseordförande, busy boards, ledamöter över 69 år och interlocking. Följande variabler var negativt relaterade till VD-ersättning: ledamöter beroende till bolaget och representation av storägare.
Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden	Randøy, T. & Nielsen, J. (2002)	1996-1998, Norge och Sverige	224 publika bolag, varav 120 norska bolag och 104 svenska bolag	Studien syftade till att undersöka relationen mellan företagsprestation, bolagsstyrning och VD-ersättning i Norge och Sverige.	Ett positivt samband påvisades mellan VD-ersättning och styrelsens storlek, andel utländska ledamöter samt företagets storlek. Negativa samband kunde hittas mellan VD-ersättning och VD:ns ägarandel i företaget. Inget signifikant samband återfanns mellan VD-ersättning och företagets prestation i länderna.

Tabell 1. Sammanställning av tidigare forskning som ligger till grund för denna studie.

3.2 Teoretiska utgångspunkter

I Svensk Kod för Bolagsstyrning anges det att "God bolagsstyrning handlar om att säkerställa att bolag sköts på ett för aktieägarna så effektivt sätt som möjligt". Med utgångspunkt i Kodens föreskrifter och den problematik som kan förekomma vid separationen mellan ägare och ledning (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010), uppkommer en intressekonflikt avseende hur bolaget ska drivas. Agentteorin kommer att utgöra den teoretiska grunden i studien då teorin omfattar två av studiens viktigaste komponenter; styrelsens uppgifter och ersättningar (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). För att i studien beakta ytterligare faktorer, har agentteorin kompletterats med teorier som diskuterar relationen mellan styrelsen och VD:n och dess effekter på ersättningsnivån. Detta komplement utgörs av managerial power-teorin som avser VD:ns möjlighet att utöva makt över styrelsen (Bebchuk, Fried & Walker, 2002), samt resursberoendeteorin som behandlar styrelsens sammansättning och dess bidrag till bolaget (Pfeffer & Salancik, 1978).

3.2.1 Agentteorin

Agentteorin belyser den problematik som uppkommer ur separationen mellan ägande och kontroll (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Detta problem diskuterades redan 1932 av Berle och Means som belyste att företag höll på att växa till en storlek som gjorde det svårt att undvika en sådan separation (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Agentproblematiken kan uppstå i alla situationer där en person, agent, ska agera i en annan persons, principals, intresse (Jensen & Meckling, 1976). Vidare avser agentteorin de mekanismer som kan användas för att hantera intressekonflikten mellan agenten och principalen (Tosi, Werner, Katz & Gomez-Meija, 2000).

Inom företagsvärlden uppstår agentproblematiken ofta på grund av att företagsägare sällan har tid eller kunskap att sköta företagets operativa verksamhet. Följaktligen behövs en företagsledning med uppgift att driva bolaget utifrån ägarnas intresse. Denna relation beskriver Jensen och Meckling (1976) som ett kontrakt där ansvaret för bolaget överförs från ägarna till ledningen. Jensen och Meckling (1976) menar att om en person både varit VD och ägt bolaget själv, hade personen agerat på ett sätt som maximerar bolagets, och därmed sin egen, nytta. Till följd av att detta sällan är fallet, krävs en separat företagsledning (Jensen & Meckling, 1976).

Enligt Tosi *et al.* (2000) är agenten riskavert och egocentrisk med intressen som kan skilja sig från principalens intressen. Detta resulterar i att VD:n kan agera på ett sätt som inte är maximalt ur aktieägarnas perspektiv. VD:n kan exempelvis välja att på bolagets bekostnad, slösa pengar på extravaganta vanor som ett lyxigt kontor och resor med privatplan. Eisenhardt (1989) benämner detta beteende som moral hazard, vilket avser situationer där VD:n prioriterar andra intressen högre än aktieägarnas.

När VD:n fattar beslut som avviker från ägarnas intressen uppstår agentkostnader (Jensen & Meckling, 1976). För att minimera agentkostnaderna och för att få VD:n att agera i ägarnas intressen, talar Kim, Nofsinger och Mohr (2010) om två olika tillvägagångssätt; övervakning och incitament. Med övervakning framhåller författarna behovet av en oberoende styrelse som kontrollerar ledningen i bolaget för att säkerställa att beslut fattas i ägarnas intresse. Det andra tillvägagångssättet är att skapa incitament som motiverar VD:n att agera i ägarnas intressen. Dessa incitament uppstår genom att knyta VD:ns förmögenhet till aktieägarnas förmögenhet med hjälp av exempelvis optionsprogram, aktieinnehav och rörlig ersättning. Incitamentet ska vara kopplat till företagets resultat på ett sådant vis att VD:ns ersättning ökar när företagets resultat och avkastning förbättras (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

3.2.2 Managerial power-teorin

Forskning har visat att VD-ersättning sällan till fullo kan förklaras av dennes prestation, vilket har föranlett framväxten av managerial power-teorin (Bebchuk, Fried & Walker, 2002).

Teorin menar att VD:n ofta har ett stort inflytande över processen för fastställandet av den egna lönen. Bebchuk och Fried (2004) anger två huvudsakliga förklaringar till VD:ns möjlighet att inneha makt och påverka sin ersättning; bolagets ägarstruktur och styrelsens sammansättning. Enligt teorin kan VD:n via maktmissbruk påverka styrelsens ledamöter (Bebchuk & Fried, 2004), vilka ansvarar för att ge löneförslag till ledande befattningshavare (Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2010). I förlängningen resulterar detta till att VD:n lyckas erhålla en högre ersättning än vad som anses optimalt ur ett aktieägarperspektiv (Bebchuk, Fried & Walker, 2002).

Managerial power-teorin menar även att ju fler kopplingar och relationer som finns mellan styrelsens ledamöter och VD:n, desto större makt innehar VD:n. Fler kopplingar innebär således en större möjlighet för VD:n att påverka den egna ersättningen (Bebchuk & Fried, 2004). De sociala och psykologiska faktorer som uppstår ur relationerna gör att ledamöterna

av olika skäl, exempelvis lojalitet, finner motiv till att favorisera VD:n och höja dennes lön. Även förekomsten av interlocking, att VD:s har styrelseuppdrag i varandras styrelser, ökar VD:ns ersättning då de ömsesidigt kan höja varandras lönenivåer (Bebchuk & Fried, 2004).

Bebchuk och Fried (2004) förklarar vikten av att inte tilldela VD:n en alltför hög ersättning, detta för att aktieägarnas och allmänhetens uppfattning om ersättningen är betydelsefull. Risken finns att en ersättning som är högre än vad allmänheten anser vara befogad, resulterar i negativ medial uppmärksamhet där såväl skandaler som oönskade uppköpsförsök är möjliga påföljder (Bebchuk & Fried, 2004). Sådana scenarier kan resultera i såväl ekonomiska som sociala kostnader för företaget. Enligt författarna kan företag som vill undvika negativ publicitet och dölja att "överflödig" ersättning betalas ut, designa ersättningspaketen på sådana vis att den extra ersättningen kamoufleras. En sådan kamouflering kan få lönekontraktet att verka optimalt ur ett aktieägarperspektiv när det i själva verket inte är det. Författarna diskuterar även styrelsers tendens till att vilja erbjuda en ersättningsnivå till de ledande befattningshavarna som är högre än konkurrenternas. Fenomenet benämns som "ratcheting" och resulterar i ständigt stigande lönenivåer (Bebchuk & Fried, 2004).

3.2.3 Resursberoendeteorin

I resursberoendeteorin diskuteras styrelsens sammansättning och vilka fördelar styrelsen kan tillföra företaget. Styrelsen har en central roll i teorin och dess viktigaste funktion är att tillhandahålla företaget resurser (Pfeffer & Salancik, 1978). Resursberoendeteorin belyser hur externa styrelseledamöter ger tillgång till nätverk och kunskap som är fördelaktiga för företaget. Vilka personer företaget lyckas attrahera till styrelsen är således betydelsefullt för företagets framgång (Hillman, Withers & Collins, 2009). Även Muth och Donaldson (1998) beskriver hur styrelser kan verka som en mekanism för att forma länkar med den externa företagsmiljön och att nätverk kan hjälpa företag att prestera bättre. En viktig komponent är styrelsekapitalet som omfattar styrelsens humankapital och relationskapital. Styrelsekapitalet ökar bolagets tillgång till resurser vilket i sin tur ökar företagets prestationer (Hillman & Dalziel, 2003).

I resursberoendeteorin verkar styrelsen som partners till företagsledningen och dess uppgift i relationen är att hjälpa ledningen erhålla resurser så att implementering av företagets strategier blir möjlig (Pfeffer & Salancik, 1978). En del av denna uppgift innefattar att rekrytera talangfulla ledare till företaget (Hermanson, Tompkins, Veliyath & Ye, 2012). Det

enskilda företaget är däremot inte det enda som vill rekrytera kompetenta och talangfulla ledare. Detta medför att företagen tvingas ta hänsyn till de ersättningsnivåer andra företag erbjuder för att själva ha möjlighet att erbjuda en konkurrenskraftig ersättning (Ogden & Watson, 2012). Finkelstein och Hambrick (1988) menar att ju fler talangfulla ledare företaget har, desto mer bör företaget vara villiga att betala då sådana ledare har en förväntan om att få en ersättning som motsvarar den kompetens de besitter.

3.3 Ersättningar

Svenskt Näringsliv (2012) menar att VD-löner sätts individuellt och att flera olika aspekter ligger till grund för ersättningsnivån. Ofta är det komplexiteten i VD:ns arbete som utgör utgångspunkten för ersättningen. Även VD:ns personliga egenskaper, marknaden och tillgängligheten på bra kandidater till VD-posten har inverkan på ersättningen (Svenskt Näringsliv, 2012). Kim, Nofsinger och Mohr (2010) menar även att benchmarking är ett väl utbrett fenomen vid VD-löner. Författarna framhåller att det i högre grad är företagets egenskaper, exempelvis storlek och industri, som har inverkan på lönesättningen än vad VD:ns personliga egenskaper, exempelvis ålder och erfarenhet, har.

Utifrån agentteorins perspektiv ska ersättningen bero på företagets resultat och därför baseras på hur väl VD:n har presterat. Jensen och Murphy (1990) kunde i sin studie påvisa att förhållandet mellan VD:ns ersättning och dess prestation var mycket svag. I Sverige finns tydliga bevis på detta då cirka 80 procent av lönen för svenska VD:ar utgörs av fast lön (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

3.3.1 Fast ersättning

Generellt sett fastställs den fasta lönedelen till stor del utifrån benchmarking (Kim, Nofsinger och Mohr, 2010). Vidare menar författarna att företagets storlek, bransch och andra företagskaraktäristika spelar en avgörande roll för VD:ns fasta ersättning. Enligt Tosi och Gomez-Meija (1989) är en VD mer benägen att agera i egenintresse om den största kompensationsdelen utgörs av fast lön. Enligt författarna kan således en större andel fast lön öka agentproblematiken. Den fasta lönen är intressant att undersöka av tre skäl. Först och främst utgör den fasta delen generellt sett en majoritet av den totala ersättningen. För det andra antas VD:n vara riskavert och således föredra mer fast lön i förhållande till rörlig. Slutligen fungerar den fasta ersättningsdelen ofta som en referenspunkt för annan ersättning som rörlig lön och pensionsförmåner (Murphy, 1999).

3.3.2 Rörlig ersättning

I Sverige såväl som internationellt har rörliga ersättningar på senare år börjat utgöra en allt större del av den totala ersättningen till ledande befattningshavare (Bång & Waldenström, 2009). Den rörliga ersättningen är baserad på hur väl företaget har presterat under året och utgår ofta från redovisningsbaserade mått så som vinst per aktie och rörelseresultat (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Den centrala utgångspunkten för förekomsten av rörlig ersättning är att den kan begränsa agent-principalproblematiken eftersom VD:ns förmögenhet knyts till företagets värde (Bång & Waldenström, 2009; Jensen & Meckling, 1976). Bång och Waldenström (2009) diskuterar ett antal för- och nackdelar med att tilldela VD:n rörlig ersättning. Bland fördelarna nämns att rörlig ersättning kan motivera VD:n till att arbeta hårdare och att en ökad lojalitet lättare uppstår mellan ägarna och VD:n. Incitament som rörlig ersättning kan fungera som ett verktyg att locka till sig rätt befattningshavare då enbart personer som tror sig kunna uppnå ett resultat som genererar bonus kommer att söka jobbet (Bång & Waldenström, 2009). Trots flertalet positiva aspekter av rörlig ersättning poängterar författarna att incitamentslöner är dyra då en riskpremie krävs.

Kim, Nofsinger och Mohr (2010) belyser även att rörlig ersättning kan resultera i manipulering av räkenskaperna samt en ökad risk för kortsiktiga beslutsfattanden från VD:ns sida. Den kamouflering som Bebchuk, Fried och Walker (2002) diskuterade i sin studie förekommer som mest frekvent vid rörlig ersättning. Bång och Waldenström (2009) menar att ju mer komplicerade kompensationsprogrammen är och ju mindre detaljer som redovisas i årsredovisningarna, desto större kompensationspaket kan utformas utan att riskera någon större reaktion från anställda, media och aktieägare. Tendensen till kamouflering ökar när VD:n har inflytande över styrelsen. Således kan den rörliga ersättningen bli ett symptom snarare än en lösning på agentproblemet (Bång & Waldenström, 2009).

3.3.3 Pensionsförmåner

Bland svenska VD:s utgör pensionen generellt sett en relativt stor del av den totala ersättningen. Bång och Waldenström (2009) menar att pensionen ofta utformas så att VD:n får en andel av sin lön efter en viss uppnådd ålder och därefter livet ut. Vidare poängterar de att incitamentsprogram med fördröjd ersättning kan hjälpa ett företag att locka till sig rätt personer som ledande befattningshavare (Bång & Waldenström, 2009).

3.3.4 Aktie- och optionsprogram

Aktie- och optionsprogram är vanligt förekommande i länder som exempelvis USA, men i Sverige utgör de enligt Bång (2006) i genomsnitt enbart fem procent av den totala VD-ersättningen. Eftersom optionsprogram är en form av incitamentsbaserad ersättning, med syfte att få VD:n att aktivt arbeta för att höja företagets aktiekurs, ses optionsprogram som en form av lösning på separationen av ägande och kontroll (Jensen & Meckling, 1976). Det föreligger dock en problematik med optionsprogram, däribland risk för manipulation av redovisningen och ökat risktagande hos VD:n (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Även yttre faktorer inverkan på aktiepriser, exempelvis generella upp- och nedgångar på marknaden, skapar problem kring optionsprogram och kan orsaka att ersättningen inte korrelerar med VD:ns prestation (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

3.3.5 Övriga förmåner

Övriga förmåner består generellt sett av icke-monetära privilegier som exempelvis medlemskap i en golfklubb eller möjlighet till tjänstebil (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

3.4 Hypotesformulering

För att få en förståelse för hur studiens hypoteser är utformade är det centralt med kunskap om styrelsens roll i företag och den problematik som föreligger avseende ersättningsrelaterade frågor. Styrelsen verkar som ett bolags högsta interna kontrollorgan med huvudsaklig uppgift att övervaka företagsledningen så att de agerar i ägarnas intressen (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Sker inte detta kan ett flertal problem uppstå, däribland att VD:n sätter sitt eget intresse framför aktieägarnas (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

Flertalet forskare har påvisat ett svagt samband mellan VD:ns lön, VD:ns prestation och företagets resultat (Randøy & Nielsen, 2002; Jensen & Murphy, 1990; Tosi *et al.*, 2000). Till följd av att endast ett svagt samband identifierats, finns det även andra aspekter som påverkar VD:ns ersättning. Problematiken kring att VD:n enligt managerial power-teorin kan utöva inflytande över styrelsen (Bebchuk, Fried & Walker, 2002) lägger grunden till varför styrelserelaterade egenskaper kan ha en stor inverkan på ersättningsnivån. Nedan följer hypotesformuleringar som skildrar de styrelserelaterade egenskaper som kommer undersökas i studien.

3.4.1 Styrelsens storlek

I Svensk Kod för Bolagsstyrning (2010) framgår att “Styrelsen ska ha en storlek och sammansättning som säkerställer dess förmåga att förvalta bolagets angelägenheter med integritet och effektivitet”. Flertalet studiers resultat har påvisat att ju större styrelsen är, desto högre blir ersättningsnivån till VD:n (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Randøy & Nielsen, 2002). Utöver detta har forskare även funnit att mindre styrelser är mer effektiva (Huther, 1997) och bidrar till ett högre företagsvärde (Yermack, 1996). Resultatet härstammar från problematiken kring free-riders⁵ (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Författarna menar även att det blir svårare att komma överens och fatta beslut i en större styrelse. Utifrån tidigare studier kring styrelsens storlek, undersöks följande hypotes:

Hypotes 1: Styrelsens storlek är positivt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.2 Arbetstagarrepresentanter

Regler avseende styrelserepresentation för anställda återfinns i Sveriges Rikes Lag. I lagen anges att arbetstagarrepresentanternas syfte är att “genom styrelserepresentation ge de anställda insyn i och inflytande på företagets verksamhet” (1 §, SFS 1987:1245). I företag som i genomsnitt sysselsatt 25 anställda det senaste räkenskapsåret, har de anställda rätt till två arbetstagarledamöter i styrelsen (4 §, SFS 1987:1245). Vidare bör dessa arbetstagarrepresentanter utses bland de anställda i bolaget eller koncernen (9 §, SFS 1987:1245). Otten och Heugens (2008) genomförde en studie med utgångspunkt i managerial power-teorin, där bland annat arbetstagarrepresentation i styrelsen undersöktes. Författarnas hypotes var att förekomsten av arbetstagarrepresentanter skulle sänka VD:ns ersättning. Hypotesen grundades i resonemanget att representation för de anställda i styrelsen borde begränsa VD:ns makt över ledamöterna och således medföra en lägre ersättningsnivå. I studien fann dock Otten och Heugens (2008) att det snarare förelåg ett positivt samband mellan VD:ns ersättningsnivå och förekomsten av arbetstagarrepresentanter i styrelsen. Denna studie utgår från Otten och Heugens (2008) ursprungliga hypotes då den ligger i linje med managerial power-teorin:

Hypotes 2: Andelen arbetstagarrepresentanter är negativt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

⁵ Begreppet “free-riders” syftar till ledamöter vars ansvarskänsla och engagemang i styrelsearbetet minskar i takt med att styrelsens storlek ökar (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

3.4.3 Ersättningsutskott

Enligt Svensk Kod för Bolagsstyrning (2010) ska ett ersättningsutskott inrättas. Enligt Koden får styrelsens ordförande inte vara ordförande i ersättningsutskottet, vidare ska resterande medlemmar vara oberoende gentemot bolaget och bolagsledningen. Styrelsen har möjlighet att som helhet utgöra ersättningsutskottet, med undantag för de ledamöter som är beroende gentemot bolagsledningen. Syftet med att införa ett utskott som ansvarar för ersättningar är att minimera VD:ns inflytande över den egna ersättningen och att säkerställa att ersättningar i bolaget är i linje med vad aktieägarna anser rimligt. Conyon och Peck (1998) undersökte om VD:ns ersättningsnivå var negativt relaterad till förekomsten av ett ersättningsutskott, en hypotes som ligger i linje med agentteoretiska antaganden (Jensen & Meckling, 1976). Trots detta fann Conyon och Peck (1998) ett positivt förhållande mellan förekomsten av ersättningsutskott och VD:ns ersättningsnivå. Även Bebchuk och Fried (2004) diskuterar detta och menar att det positiva sambandet ökar om utskottets ordförande blivit invald i utskottet under den nuvarande VD:ns tid. Författarna poängterar även att ju större aktieinnehav medlemmarna i ersättningsutskottet har, desto större incitament finns det att agera i ägarnas intresse. Följden blir således en lägre ersättning till VD:n. Till följd av att teorin talar för att ett negativt samband borde föreligga kommer följande hypotes att undersökas:

Hypotes 3: Förekomsten av ersättningsutskott är negativt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.4 Oberoende gentemot bolagsledningen

Betydelsen av ledamöter som är oberoende i förhållande till företagsledningen framhålls ofta. Enligt Svensk Kod för Bolagsstyrning ska majoriteten av de bolagsstämموالدا styrelseledamöterna vara oberoende gentemot bolagsledningen. Flera kriterier för oberoendet ställs upp, exempelvis nära släkt- och familjerelationer, anställning i bolaget och involvering i dotterbolag (Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2010).

Boyd (1994) konstaterar att det föreligger ett negativt samband mellan styrelsekontroll och andelen beroende styrelseledamöter. Utifrån agentteoretiska antaganden innebär detta att ju fler styrelseledamöter som är oberoende gentemot bolagsledningen, desto mer effektiv blir övervakningen. Följaktligen får VD:n mindre inflytande över sin egen ersättning (Boyd, 1994), vilket resulterar i en lägre ersättningsnivå. Även Randøy och Jenssen (2004) poängterar att det är, med utgångspunkt i agentteorin, gynnsamt för företagets ägare och

bolagsvärdet att ha utomstående ledamöter. Oberoende ledamöter är betydelsefullt för goda bolagsstyrningssystem och Core, Holthausen och Larcker (1999) belyser även att en god bolagsstyrningsstruktur leder till minskade agentproblem som i sin tur leder till lägre ersättning till VD:n. Enligt resursberoendeteorin bidrar även externa ledamöter med goda nätverk, vilket ses som fördelaktigt för företaget (Hillman, Withers & Collins, 2009).

Flertalet studier påvisar dock att det föreligger ett positivt samband mellan VD:ns ersättningsnivå och andelen oberoende ledamöter (Boyd, 1994; Core, Holthausen & Larcker, 1999), vilket motsäger det agentteoretiska perspektivet. Trots delade meningar om oberoende ledamöters effekt kommer hypotesen, likt ovanstående empirisk forskning, utgå från agentteorin. Följande hypotes kommer därmed att undersökas:

Hypotes 4: Andelen oberoende styrelseledamöter gentemot bolagsledningen är negativt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.5 Beroende gentemot större aktieägare

Svensk Kod för Bolagsstyrning (2010) redogör för den höga ägarkoncentrationen i Sverige, som resulterar i att många aktiva ägare gärna tar plats i styrelser. Med utgångspunkt i agentteorin kan styrelseledamöter som är beroende till större aktieägare betraktas som principaler (Jensen & Meckling, 1976). Som principaler förväntas ledamöterna utföra effektiv övervakning av företagsledningen och vara restriktiva gällande VD:ns ersättningsnivå (Dalton, Daily, Trevis Certo & Roengpitya, 2003; Lin, 2005). Boyd (1994) belyser att en VD erhåller en högre ersättning om styrelsekontrollen är lägre och mindre effektiv. I studien finner Boyd (1994) att det föreligger ett positivt förhållande mellan ledamöters beroende i förhållande till större aktieägare och dess kontroll över företagsledningen. Även Core, Holthausen och Larcker (1999) finner i en studie att stark bolagsstyrningsstruktur är kopplad till lägre agentproblematik och följaktligen en lägre ersättning till VD:n. Ju större styrelsens beroende gentemot aktieägarna är, desto lägre bör VD:ns ersättningsnivå vara. Följande hypotes kommer därmed att undersökas:

Hypotes 5: Andelen styrelseledamöter som är beroende gentemot större aktieägare är negativt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.6 VD i styrelsen

Vilken effekt en VD i styrelsen har på ersättningsnivån kan delvis förklaras av managerial power-teorin, som menar att VD:n har makt över styrelsen och därmed möjlighet till inflytande över den egna ersättningen (Bebchuk, Fried & Walker, 2002). Sven-Erik Sjöstrand, professor vid Handelshögskolan i Stockholm, framhåller att det finns en risk att styrelsen och VD:n växer ihop, vilket leder till att styrelsen blir mindre benägen att utöva kontroll (VD-tidningen, 2011). Styrelsen har till uppgift att utvärdera VD:n och dennes prestationer vilket gör att det ej är fördelaktigt att ha VD:n i styrelsen (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). De sociala relationer som enkelt kan uppstå mellan VD:n och styrelsen resulterar i att VD:n får större inflytande och möjlighet till en högre ersättning (Bebchuk, Fried & Walker, 2002). Även internationella aspekter kan ha inverkan på VD:ns möjlighet till inflytande i styrelsen. I USA är det exempelvis tillåtet för VD:n att vara styrelseordförande, något som ej är tillåtet för bolag omfattade av Svensk Kod för Bolagsstyrning (2010). I de fall VD:n är styrelseordförande, kan dennes inflytande över den egna ersättningen stärkas avsevärt då styrelseordföranden innehar privilegier som exempelvis utslagsröst. I Sverige kan således inte VD:ns makt bli lika stor som i exempelvis USA, men sociala relationer kvarstår, vilket resulterar i att följande hypotes kommer att undersökas:

Hypotes 6: Förekomst av VD:n i styrelsen är positivt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.7 Styrelseledamöternas ämbets tid

Att inneha en styrelseposition under en längre tid i samma bolag resulterar enligt Vafeas (2003) till att ledamöterna erhåller mer erfarenhet, engagemang och kompetens då de förvärvat stor kunskap om bolaget och dess miljö. Det är dock möjligt att argumentera för att en längre ämbets tid lättare ger upphov till sociala relationer mellan styrelsen och företagsledningen. Relationerna påverkar styrelseledamöternas oberoende och kan resultera i att styrelsen finner det svårt att konfrontera och kritisera VD:n (VD-tidningen, 2011). Vafeas (2003) såväl som Sapp (2008) finner ett positivt samband mellan styrelsens ämbets tid och VD:ns ersättning. Vafeas (2003) konstaterar att varaktiga styrelser resulterar i högre VD-ersättning till följd av att VD:n innehar mer makt över styrelsen. Vidare poängterar Sapp (2008) att en lång ämbets tid kan förknippas med svaghet hos styrelsen, något som enligt såväl Sapp (2008) som Core, Holthausen och Larcker (1999) resulterar i en högre VD-ersättning. Utifrån ovanstående teori och sannolikheten att mer omfattande sociala kopplingar mellan styrelsen och VD:n uppstår vid längre ämbets tid, kommer följande hypotes att undersökas:

Hypotes 7: Styrelseledamöternas ämbets tid är positivt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.8 Styrelseledamöternas ålder

Ålder kan tolkas som en del av en persons humankapital, vilket inom resursberoendeteorin benämns som en viktig komponent inom styrelsekapitalet (Hillman & Dalziel, 2003). I takt med en ökad ålder samlar styrelseledamöter på sig fler erfarenheter (Taylor, 1975) och de ackumulerade erfarenheterna gör att personen bidrar till förbättrad övervakning och rådgivning i styrelsen (Khanna, Jones & Boivie, 2014). En bättre övervakning av företagsledningen borde således kunna begränsa VD:ns inflytande, vilket diskuteras i managerial power-teorin (Bebchuk, Fried & Walker, 2002). Med utgångspunkt i ovanstående resonemang och agentteorin kan styrelseledamöternas ålder även tänkas främja en bättre förening mellan styrelsen och aktieägarnas intressen, vilket borde resultera i en lägre ersättning till VD:n. Trots detta har den amerikanska studien av Core, Holthausen och Larcker (1999) påvisat ett positivt samband mellan utomstående ledamöters ålder och VD:ns ersättningsnivå. I en studie utförd i Schweiz identifierade Waelchli och Zeller (2013) ett tydligt negativt förhållande mellan styrelseordförandens ålder och företagets prestation. Detta kan förklaras av att med stigande ålder försämras både den kognitiva förmågan och motivationen (Waelchli & Zeller, 2013). Styrelsen borde utifrån detta perspektiv ha en mindre effektiv övervakning och således medge en högre ersättning till VD:n. Trots att empiriska bevis illustrerar ett positivt samband, utgår hypotesen från teoretiska antaganden om att övervakningen förbättras i takt med åldern:

Hypotes 8: Styrelseledamöternas ålder är negativt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.9 Busy board

Definitionen av en busy board är att majoriteten av styrelseledamöterna är verksamma i fler än tre styrelser vardera (Core, Holthausen & Larcker, 1999). Diskussionen kring busy boards avser ofta huruvida övervakningen är effektiv när ledamöterna är involverade i flera olika uppdrag. Fitch och Shivdasani (2006) fann ett positivt samband mellan busy boards och svag bolagsstyrning. Busy boards anses resultera i såväl sämre market-to-book ratios som sämre lönsamhet. Det anses även föreligga positiva aspekter med busy boards (Fitch & Shivdasani, 2006). Ledamöter som är verksamma i flera styrelser anses besitta mer erfarenhet och kompetens vilket är fördelaktigt för det enskilda bolaget. Den övervägande uppfattningen är dock att busy boards har en negativ inverkan i bolag. Fitch och Shivdasani (2006) menar att

förmågan att övervaka företagsledningen i varje enskilt bolag försämras avsevärt när styrelsen klassificeras som en busy board. Vidare fann Core, Holthausen och Larcker (1999) att svagare bolagsstyrningsstruktur leder till större agentproblem, vilket i sin tur resulterar i högre ersättning till VD:n. Med stöd i ovanstående teori kommer således följande hypotes att undersökas:

Hypotes 9: Förekomsten av en busy board är positivt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.10 Mötesfrekvens

Mötesfrekvens kan tänkas vara ett mått på styrelseledamöternas engagemang och utifrån agentteorin kan en högre mötesfrekvens ligga i linje med en ökad övervakning av styrelsen (Jensen & Meckling, 1976). Detta kan i sin tur resultera i en lägre ersättning till VD:n (Core, Holthausen & Larcker, 1999). Vidare menar Laksmana (2008) att en högre mötesfrekvens leder till ökad öppenhet mot aktieägarna tack vare en ökad transparens i styrelsens arbete. Den kamouflering som diskuteras i managerial power-teorin kan utifrån Vafeas (1999) antaganden minska vid ökad transparens. Detta kan således resultera i en minskad ersättning till VD:n då medial uppmärksamhet vill undvikas (Bebchuk & Fried, 2004). I kontrast till ovanstående argument menar Vafeas (1999) att en högre mötesfrekvens sällan är en proaktiv åtgärd, utan snarare ett resultat av att det i någon aspekt går dåligt för företaget vilket tvingar styrelsen till att sammanträda oftare. Högre mötesfrekvens kan därmed tolkas som en räddningsaktion. Utifrån såväl agentteoretiska perspektiv som managerial power-teorin undersöks följande hypotes:

Hypotes 10: Styrelsens mötesfrekvens är negativt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.11 Styrelseledamöternas aktieinnehav

Agentteorin diskuterar mekanismer som kan få agenten att agera i principalens intresse. Detta förhållande skulle även kunna appliceras på relationen mellan styrelsen och ägarna (Dalton *et al.*, 2003; Jensen, 1993). Dalton *et al.* (2003) beskriver att aktieinnehav begränsar intressekonflikten mellan agenten och principalen. Utifrån detta borde aktieinnehav hos styrelsen resultera i att styrelsen medger en lägre ersättning till VD:n, precis som aktieägarna hade gjort.

Jensen (1993) belyser den problematik som uppstår när styrelsen inte besitter tillräckligt

mycket aktier för att motiveras till att agera i ägarnas intresse. Jensen menar att det är vanligt att styrelseledamöterna innehar en för liten andel av de totala aktierna för att ett riktigt incitament ska skapas. Lin (2005) utförde en studie i Taiwan som påvisade att i takt med att aktieinnehavet ökade, så ökade övervakningen från styrelsens sida. Detta resulterade i en mer effektiv styrelse och en lägre ersättningsnivå till VD:n.

Den höga ägarkoncentration som råder i Sverige med aktiva och engagerade ägare (Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2010) kan tänkas medföra att svenska bolag har mindre problem med att styrelseledamöter besitter ett förhållandevis litet aktieinnehav. Med utgångspunkt i agentteorin och svenska förhållanden kommer följande hypotes att undersökas:

Hypotes 11: Styrelsens aktieinnehav är negativt relaterat till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.12 Kvinnliga styrelseledamöter

Utifrån Svensk Kod för Bolagsstyrning (2010) ska en jämn könsfördelning eftersträvas i styrelser. År 2015 uppgick andelen kvinnliga styrelseledamöter i svenska börsbolag noterade på Small- och Mid Cap till 23,9 % och i bolag noterade på Large Cap till 29,5 % (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2015c). I Westphal och Zajacs (1995) studie påvisas att vid demografisk samstämmighet mellan VD:n och styrelsen, har VD:n en större möjlighet att påverka styrelseledamöterna. Virtanen (2012) menar dock att en ökad könsdiversifiering leder till att beslutsprocessen präglas av flera olika perspektiv, vilket kan stärka beslutsfattandet. Kvinnor tenderar till att ha en bättre mötesnärvaro och ett mer frekvent deltagande i övervakande utskott och därför menar Adams och Ferreira (2009) att ett ökat kvinnligt deltagande i styrelser resulterar i en mer effektiv övervakning. Utifrån detta resonemang är det möjligt att göra ett antagande om att en ökad diversifiering avseende kön borde resultera i en lägre VD-ersättning. Adams och Ferreira (2009) finner dock inget tydligt samband mellan VD:ns ersättningsnivå och kvinnligt styrelsedeltagande. En förklaring till detta är enligt författarna att kvinnor sällan sitter med i ersättningsutskottet och därmed inte har något större inflytande i ersättningsfrågorna. Utöver detta poängterar Randøy, Thomsen och Oxelheim (2006) att ökad mångfald även kan leda till mer konflikter och mer tidsåtgång i beslutsfattandet. Trots avsaknad av tydliga empiriska bevis, talar den övervägande delen av tidigare studier för ett negativt samband. Därmed kommer följande hypotes att undersökas:

Hypotes 12: Andelen kvinnor i styrelsen är negativt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.13 Utländska styrelseledamöter

Forskningen kring utländska styrelseledamöters inverkan på VD:ns ersättningsnivå är begränsad. Dock har Oxelheim och Randøy (2005) bidragit med forskning ur ett skandinaviskt perspektiv, med fokus på Sverige och Norge. I studien undersöktes angloamerikanska styrelseledamöters inverkan på VD:ns ersättning i skandinaviska bolag. Detta då det är vanligt förekommande med ledamöter som har angloamerikansk bakgrund i skandinaviska styrelser och att en del skandinaviska storbolag är listade på amerikanska börser. Oxelheim och Randøy (2005) fann ett positivt samband mellan angloamerikanska styrelsemedlemmar och VD:ns ersättning, vilket antogs bero på den generellt sett högre ersättningsnivå som råder i USA. I Sverige var effekten mer framträdande jämfört med Norge, dock mildras denna effekt något på grund av det svenska socialdemokratiska inflytandet med starka värderingar kring jämlikhet (Randøy & Nielsen, 2002).

Likt resonemanget för kvinnliga styrelseledamöter, finns det anledning att tro att utländska ledamöter kan medföra ökade konflikter inom styrelsen och således höja ersättningsnivån. Med utgångspunkt i de resonemang som förs kring kvinnor och diversifiering, kan det även tänkas att en ökad diversifiering avseende utländska styrelseledamöter leder till en mer effektiv övervakning och således en lägre VD-ersättning. Även den minskade demografiska samstämmigheten mellan styrelsen och VD:n, som kan tänkas uppstå till följd av utländska ledamöter, bör leda till en lägre ersättningsnivå då VD:n ej kan influera styrelsen lika mycket (Westphal & Zajac, 1995). De empiriska bevisen anses mycket starka, då de grundar sig i skandinaviska förhållanden, och därmed görs antagandet att det föreligger ett positivt samband mellan utländska styrelsemedlemmar och VD:ns ersättning.

Hypotes 13: Andelen utländska styrelseledamöter är positivt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

3.4.14 Styrelsens ersättning

Baserat på Fama och Jensens (1983) resonemang samt ett agentteoretiskt ställningstagande, argumenterar Boyd (1999) för att ett negativt samband mellan styrelsekontroll och styrelsens ersättning föreligger. Fama och Jensen (1983) menar att det egentliga värdet i att vara styrelseledamot är möjligheten att utveckla ett rykte som en bra beslutsfattare med god kontroll. Ett sådant rykte anses vara mer trovärdigt när styrelseledamotens ersättning är låg.

Således borde en lägre ersättning till styrelsen resultera i att styrelseledamöterna utför sitt uppdrag mer effektivt. En förbättrad effektivitet och övervakning av VD:n förväntas resultera i en lägre VD-ersättning. Hypoteserna som prövas är uppdelade i styrelseordförandens ersättning respektive styrelseledamöternas ersättning (exklusive styrelseordförandens ersättning). Följande hypoteser kommer därmed att undersökas:

Hypotes 14: Styrelseordförandens ersättning är positivt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

Hypotes 15: Styrelseledamöternas ersättning är positivt relaterad till VD:ns ersättningsnivå.

Variabel	Anknyttande teori	Teoretisk förväntning	Tidigare empiriska utfall	Hypotesformulering
Styrelsens storlek	Agentteorin	+	+	+
Arbetsstagarrepresentanter	Managerial power-teorin	-	+	-
Ersättningsutskott	Agentteorin och managerial power-teorin	-	+	-
Oberoende gentemot bolagsledningen	Agentteorin	-	+	-
Beroende gentemot större aktieägare	Agentteorin	-	-	-
VD i styrelsen	Managerial power-teorin	+	+	+
Styrelseledamöternas ämbetsid	Managerial power-teorin	+/-	+	+
Styrelseledamöternas ålder	Managerial power-teorin, agentteorin och resursberoendeteorin	-	+/-	-
Busy board	Agentteorin	+	+	+
Mötesfrekvens	Agentteorin och managerial power-teorin	-	+/-	-
Styrelseledamöternas aktieinnehav	Agentteorin	-	-	-
Kvinnliga styrelseledamöter	Agentteorin och managerial power-teorin	+/-	+/-	-
Utländska styrelseledamöter	Agentteorin, managerial power-teorin	+/-	+	+
Styrelseordförandens ersättning	Agentteorin	+	+	+
Styrelseledamöternas ersättning	Agentteorin	+	+	+

Tabell 2. Sammanställning av variabelers anknyttande teori, teoretiska förväntningar och tidigare empiriska utfall samt denna studies hypotesformuleringar.

3.5 Kontrollvariabler

En VD:s ersättning förväntas bero på mer än bara styrelsens egenskaper. I studiens hypoteser inkluderas enbart variabler som är knutna till någon aspekt av hur styrelsen är sammansatt och

vilka egenskaper ledamöterna besitter. Ett antal kontrollvariabler kommer därför att ingå i den statistiska modell som kommer att ligga till grund för studiens resultat. Kontrollvariablerna avser aspekter som utifrån tidigare forskning har någon form av effekt på ersättningsnivån, men som ej avser styrelsens egenskaper. Kontrollvariablerna används för att rensa bort deras eventuella effekt på de samband som kommer att analyseras i studien. Utan kontrollvariabler hade det funnits en risk att samband förefallit som mer positiva, negativa eller signifikanta än vad de egentligen är (Bryman & Bell, 2011).

3.5.1 Kvinnlig VD

I svenska bolag uppgick år 2013 medianlönen för manliga verkställande direktörer till 68 400 kronor och för kvinnliga verkställande direktörer till 48 100 kronor (Ledarna, 2013). Till följd av att det föreligger löneskillnader mellan män och kvinnor är det av intresse att inkludera variabeln i studien.

3.5.2 VD:s ålder

Med åldern kan en individ samla på sig fler erfarenheter och öka sitt humankapital (Taylor, 1975), vilket därmed bör öka ersättningsnivån. Likt Collin, Gustafsson, Petersson och Smith (2014) inkluderas VD:ns ålder som kontrollvariabel, med en förväntad positiv relation till total ersättning.

3.5.3 VD:s ämbetstid

Den tidsperiod som en VD har innehaft sin position har rimligtvis en inverkan på dennes kunskap om företaget. Således förs resonemanget att ju längre VD:n innehaft sin tjänst, desto bättre förmåga har denne att prestera väl i företaget. I linje med tidigare gjorda studier, inkluderas VD:ns ämbetstid som en kontrollvariabel i studien (Oxelheim & Randøy, 2001; Gomez-Meija, Larraza-Kintana & Makri, 2003). Resonemanget kring VD:ns ämbetstid i förhållande till ersättning ligger i linje med Vafeas (2003) resonemang om att individer samlar på sig mer erfarenhet och kunskap med tiden. Således kan företag antas vara mer benägna att betala ut högre ersättningar till VD:s som innehaft sin chefsposition under en längre tidsperiod.

3.5.4 Företagets storlek

Kim, Nofsinger och Mohr (2010) framhåller att företagsstorlek har en betydande inverkan på VD:ns ersättningsnivå. När företagets storlek inkluderas som en variabel används vanligen

företagens nettoomsättning (Murphy, 1999). Nettoomsättningen är ett redovisningsbaserat mått som inte är tillämpligt för alla branscher, exempelvis för bolag inom fastighetsbranschen och investmentbolag. För att möjliggöra en inkludering av branscher och bolag på Small Cap, tillämpas ett marknadsbaserat mått i studien. Enligt Murphy (1999) är börsvärdet ett alltmör förekommande mått på ett företags storlek och det är även det storleksmått som används i denna studie.

3.5.5 Företagets kapitalstruktur

Kapitalstruktur anses ha en inverkan på bolagsstyrning (Collin *et al.*, 2014). Tidigare svenska studier har därför inkluderat bolagens kapitalstruktur som en variabel vid undersökning av ersättning till VD (Collin *et al.*, 2014; Randøy & Nielsen, 2002). Collin *et al.* (2014) argumenterar för att företag med högre skuldsättning ställer högre krav på bolagsstyrningen, vilket resulterar i en mer restriktiv VD-ersättning. Detta samband gör det relevant att inkludera kapitalstrukturen som en kontrollvariabel.

3.5.6 Företagets prestation

Utifrån det agentteoretiska perspektivet bör VD:ns ersättning vara kopplad till företagets resultat (Jensen & Meckling, 1976). Kopplingen mellan företagets prestation och VD:ns ersättning har empiriskt sett varit väldigt svag (Tosi *et al.*, 2000; Randøy & Nielsen, 2002). Tosi *et al.* (2000) fann i sin studie att enbart fem procent av VD:ns ersättning kunde förklaras av företagets prestation. Randøy och Nielsen (2002) kunde däremot inte finna något signifikant samband. Till följd av att det dock finns studier som påvisar att företagets prestation har en signifikant inverkan på VD-ersättningen, inkluderas företagets prestation som en kontrollvariabel i studien.

3.5.7 Bransch

Inom Stockholmsbörsens Small Cap-segment förekommer flera olika typer av bolag sett till verksamhetsområde. I andra studier har branscher varit en förekommande variabel vid ersättningsfrågor (Collin *et al.*, 2014; Randøy & Nielsen, 2002; Core, Holthausen & Larcker, 1999) då det kan förekomma traditioner som skapar samstämmighet inom branscher.

Möjligheten att branscher har en inverkan på VD-ersättning gör att variabeln inkluderas i studien.

3.5.8 Största ägare

Sverige är ett land med hög ägarkoncentration (Svensk Kod för Bolagsstyrning, 2010), vilket enligt managerial power-teorin resulterar i att VD:ns inflytande och möjlighet att påverka styrelsen begränsas (Bebchuk & Fried, 2004). Detta har i sin tur en negativ effekt på VD:ns ersättningsnivå. Det är således av intresse att kontrollera vilken inverkan respektive bolags största ägare har på VD:ns ersättningsnivå.

Kapitel 4. Metod

I detta kapitel presenteras studiens tillvägagångssätt. Forskningsansats och urval motiveras samt kritik gentemot studiens samtliga moment diskuteras. I kapitlet redogörs även för studiens regressionsmodell.

4.1 Forskningsansats

Studien antar en deduktiv forskningsansats, vilket innebär att befintlig teori och forskning har använts för att härleda hypoteser (Bryman & Bell, 2011). Följaktligen har den breda teori och forskning som finns inom bolagsstyrning legat till grund för hypotesformuleringen. Studiens arbetsgång följer den deduktiva forskningsprocessen enligt nedan (Bryman & Bell, 2011).

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

Till följd av att tidigare forskning och teorier utgör grunden för hypoteserna, och inte egna tolkningar, möjliggör den deduktiva ansatsen en hög grad av objektivitet i studien (Patel & Davidsson, 2011). Däremot föreligger det en risk att information förbises då enbart faktorer som presenteras i etablerade teorier undersöks (Jacobsen, 2002). Detta medför att det finns en risk att faktorer som inte är ytligt observerbara, men som möjligen påverkar VD:ns ersättning, ej undersöks. Trots eventuella brister motiveras valet av att tillämpa en deduktiv ansats av den omfattande forskning som finns inom ämnet samt möjligheten att erhålla ett objektiva och generaliserbart resultat för populationen. Uppsatsen utgår från den positivistiska kunskapssynen, ett perspektiv som ofta förknippas med den deduktiva forskningsansatsen. Positivism förespråkar användandet av naturvetenskapliga metoder och syftar till att formulera hypoteser som kan testas och ge förklaringar till den sociala verkligheten (Bryman & Bell, 2011).

En kvantitativ metod kommer att tillämpas då den, jämfört med en kvalitativ metod, bättre lämpar sig för studien. Detta för att studiens problemformulering syftar till att mäta och

analysera en stor mängd numerisk data. En kvalitativ studie anses inte vara lämplig då en sådan metod snarare syftar till att kartlägga individens uppfattningar om en särskild händelse istället för att dra generella slutsatser utifrån kvantitativ data (Lundahl & Skärvad, 1999). Liknande forskningsstudier har tillämpat den kvantitativa metoden och metoden anses således vara lämplig för denna studie. Den kvantitativa metoden gör sig även väl i samband med en deduktiv forskningsansats och den positivistiska kunskapssynen (Bryman & Bell, 2011).

4.2 Dataurval

4.2.1 Tvärsnittsstudie

För att utifrån insamlad data framställa ett generaliserbart resultat som speglar Small Cap vid en viss tidpunkt har en tvärsnittsstudie genomförts. En tvärsnittsstudie beskriver en population vid en viss tidpunkt eller ett kort tidsintervall (Körner & Wahlgren, 2012). Skälet till att genomföra en tvärsnittsstudie framför en studie över tid grundar sig i ett antal faktorer. Studien syftar till att spegla Small Cap så väl som möjligt och detta genom att inkludera största möjliga antal noterade Small Cap-bolag. En tidsserieanalys hade gjort det möjligt att studera och analysera förändringar i variablerna över tid, dock hade en analys över en längre tidsperiod även medfört ett större bortfall. Detta för att det på Small Cap, relativt Stockholmsbörsens andra storlekssegment, generellt sett förekommer större rörelser i form av bland annat börsintroduktioner, uppköp och avnoteringar. Ett stort bortfall hade gjort det svårt att erhålla ett generaliserbart resultat representativt för hela Small Cap. Utöver detta hade en tidsserieanalys för samtliga Small Cap-bolag även varit svår att genomföra med hänsyn till den tid som funnits till hand för att genomföra studien. Följaktligen har en tvärsnittsstudie bedömts vara det bästa tillvägagångssättet.

Studien har för avsikt att presentera en så aktuell bild av Small Cap som möjligt. När datainsamlingen påbörjades hade enbart ett fåtal bolag publicerat årsredovisningar för år 2014, vilket innebär att en sådan studie inte hade omfattat tillräckligt många företag för att vara representativ för hela Small Cap. Detta medförde att år 2013 blev studiens undersökningsår. I ett fåtal fall, 5 av 103 bolag⁶, har bolagen redovisat i brutna räkenskapsår. För att presentera så aktuell information som möjligt, har i dessa fall årsredovisningarna för år 2013/2014 studerats.

⁶ Se bilaga 1

4.2.2 Kriterier för urval och bortfall

Studiens urval består av samtliga publika bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm Small Cap år 2013⁷. Urvalet av bolag baseras på januari månads utgåva av affärstidningen Aktiespararen, där en lista omfattande alla bolag registrerade på Small Cap under år 2013 finns publicerad (Aktiespararen, 2013). Till följd av att urvalet består av alla Small Cap-bolag, kan urvalet klassificeras som ett gruppurval, även kallat klusterurval (Bryman & Bell, 2011). För att ingå i undersökningen behövde respektive bolag uppfylla följande kriterier:

- Företaget ska ha varit noterat på Nasdaq OMX Small Cap mellan 2013-01-01 och 2013-12-31.
- Det ska ha varit möjligt att samla information om samtliga variabler som undersöks i studien. Detta genom att i första hand hämta information från bolagens årsredovisningar och i andra hand från kompletterande finansiella databaser.

Under 2013 var totalt 126 bolag noterade på Small Cap och av dessa har 23 bolag uteslutits från studien⁸. Bortfallet på 23 bolag resulterar i ett totalt databortfall på 18,3 %. Majoriteten av bortfallet, 13 bolag, utgörs av bolag som ej haft en komplett årsredovisning på grund av olika affärshändelser så som konkurs, avnotering från börser, uppköp eller sammanslagning med annat bolag. Det övriga bortfallet, 10 bolag, utgörs av bolag med ofullständig data. Med ofullständig data åsyftas avsaknad av tillräcklig information avseende de variabler som avses att undersökas i den multipla regressionsmodellen.

4.3 Datainsamling

4.3.1 Sekundärdata

Studien utgörs av data hämtad från bolagens årsredovisningar vilket innebär att den information som använts är av sekundär karaktär. Detta innebär således att ingen ny data, primärdata, har genererats och använts i studien (Lundahl & Skärvad, 1999). Valet av att tillämpa sekundärdata i studien framför primärdata beror framförallt på den tidsbesparing det medför vid datainsamlingen. Det innebär även att färre egna tolkningar av information behöver göras. Att konsekvent samla in data på samma sätt för varje enskilt bolag, vilket har

⁷ Se bilaga 1

⁸ Se bilaga 1

gjorts i denna studie, kallas för komparativ design. Det möjliggör en jämförelse mellan bolagen så att skillnader och likheter kan förklaras (Bryman & Bell, 2011). I de fall där årsredovisningar och ersättningar angetts i utländsk valuta, har beloppen omvandlats till SEK. Den historiska växelkursen för år 2013 inhämtades från Riksbankens hemsida. Genomsnittlig växelkurs användes för ersättningar och poster i resultaträkningen då dessa påverkas kontinuerligt under året. För poster i balansräkningen tillämpades istället balansdagens växelkurs.

Det är av vikt att poängtera att studien ej ämnar förklara hela variansen i VD:ns ersättning, utan fokuserar på hur styrelserelaterade egenskaper påverkar ersättningsnivån. Valet av vilka styrelserelaterade egenskaper som ska undersökas har baserats på svenska förhållanden samt tidigare forskning. Den information som erhållits från årsredovisningarna avser således VD:ns ersättning, olika aspekter kring VD:n samt information avseende styrelsens egenskaper. Ur årsredovisningarna kunde nästintill all nödvändig information inhämtas. I de fall där viss data saknades, kompletterades informationen från årsredovisningarna med information från databaserna Orbis, Thomson Reuters, Nasdaq OMX Nordic och Avanza.

4.3.2 Litteraturstudie

För att erhålla en god förståelse inom det studerade området har en kritisk genomgång av det relevanta forskningsområdet genomförts. Genom att i ett tidigt stadie utföra en noggrann litteraturstudie har en uppfattning bildats avseende vilka variabler som är väsentliga att inkludera i studien. Merparten av teorin är hämtad från ett stort antal vetenskapliga artiklar, vilka i stor utsträckning publicerats i vetenskapliga tidskrifter som exempelvis *Journal of Finance* och *Journal of Management*. Vid granskning av artiklar har en regel varit att alltid undersöka de primära källor som presenterats. För att finna artiklar har de två främsta sökmotorerna varit Lunds Universitets databas LUBSearch och Google Scholar. Vanliga sökord har varit *CEO compensation*, *board*, *board control*, *agency theory*, *managerial power*, *resource dependence*, *corporate governance*.

Utöver ovannämnda ekonomiska tidsskrifter och journaler har även svenska lagar och elektroniska källor använts, däribland Sveriges Rikes Lag och Svensk Kod för Bolagsstyrning.

4.4 Kritik

Bryman och Bell (2011) talar om objektivitet, vilket innebär att en studie är oberoende och verklighetsförankrad. Att upprätthålla objektivitet är av stor vikt för att kunna skapa ett generaliserbart resultat. Såväl Bryman och Bell (2011) som Ejvegård (2002) framhåller svårigheten att genomföra forskningsstudier helt fria från subjektivitet. I denna studie kan subjektivitet ha förekommit i samband med val av vetenskapliga artiklar och teorier samt vid informationsbearbetning. För att i högsta möjliga grad motverka subjektivitet i studien har historisk data från årsredovisningar använts. För att ytterligare motverka subjektivitet och spegla olika perspektiv har studien baserats på flertalet forskningsartiklar, studier och teorier.

4.4.1 Kritik mot vald metod

Den kritik som brukar riktas mot kvantitativa studier avser ofta att metoden ej tar hänsyn till skillnader mellan samhället och naturen. Kvantitativa studier tillåter undersökning baserad på mätningar och statistisk data, utan hänsyn till åsikter och andra sociala företeelser (Bryman & Bell, 2011). Till följd av att studien ej kompletterar statistisk data med kvalitativa egenskaper finns det således utrymme för att kritisera de samband som identifieras i studien. Trots detta lämpar sig den kvantitativa metoden bäst då studien har för avsikt att studera samband mellan olika kvantifierbara variabler.

Även precisionen och exaktheten vid användandet av kvantitativa metoder kan ifrågasättas (Bryman & Bell, 2011). Risken för detta minimeras då datainsamlingen bygger på historisk data från årsredovisningar, kontrollerade av auktoriserade revisorer. Stickprov och kontroller har även genomförts för att minimera felaktigheter vid datainsamlingen.

4.4.2 Kritik mot avgränsning och urval

Till följd av att studien enbart innefattar Small Cap-bolagen, utesluts en stor del av Stockholmsbörsen. Urvalet innebär att det föreligger en risk att resultatet inte är generaliserbart för alla storlekssegment på Stockholmsbörsen, vilket dock inte är studiens syfte. Eftersom studien enbart undersöker Small Cap under ett år begränsas möjligheterna att analysera och studera samband över tid. Dessutom föreligger en risk att studiens undersökningsår är ett avvikande år, vilket gör studiens resultat mindre representativt för Small Cap.

4.4.3 Kritik mot bortfall

Hur stort ett bortfall får vara kan ej generaliseras, utan beror främst på skillnaderna i bortfallet och det undersökta materialet. Om företagen som ingår i bortfallet skiljer sig avsevärt gentemot de företag som slutligen undersöks, riskerar undersökningen att bli missvisande och resultatet snedvridet (Japac, Ahtiainen, Hörngren, Lindén, Lyber & Nilsson, 1997). En avvägning gjordes mellan att acceptera ett större bortfall eller att exkludera variabler som utifrån tidigare teori visat sig ha en effekt på VD:ns ersättning. I studien gjordes valet att exkludera de företag vars information var otillgänglig. Detta medför att inte alla bolag noterade på Small Cap under år 2013 ingår i studien men att samtliga utvalda variabler kunnat studeras.

4.4.4 Kritik mot sekundärdata

Till följd av att studien är baserad på sekundärdata föreligger vissa begränsningar i att kontrollera kvaliteten på informationen som inhämtats. Vid all datainsamling finns det även risk för feltolkningar. Dessa brister anses dock vara begränsade då informationen är hämtad från källor som blivit granskade innan publicering och för att informationen är av tydlig karaktär, i stor utsträckning numerisk. Nästintill all information är hämtad från bolagens årsredovisningar och i aktiebolagslagen återfinns regler och riktlinjer kring publika aktiebolags redogörelser för ersättningar till VD. Dessa regelverk och formkrav medför att informationen som återges i årsredovisningarna är av viss standard och kvalitet. Samtliga årsredovisningar har blivit godkända av auktoriserade revisorer vilket ökar dess tillförlitlighet och trovärdighet. Trots sådana kontroller återstår en risk att revisorns omdöme och objektivitet färgats av relationen till bolaget, vilket kan ha påverkat informationen i årsredovisningarna. Det föreligger även risk för att den granskning som utförs av revisorer, inte upptäcker eventuell manipulering eller undanhållning av information från företagets sida.

4.4.5 Litteraturkritik

Den största delen av litteraturen är hämtad från Lunds Universitets databas, LUBSearch, vilken anses vara tillförlitlig. Tillförlitligheten baseras på att artiklarna genomgått granskning och opponering innan publikation i tidskrifter eller journaler. Trots granskningar föreligger det fortfarande en risk att författarna låtit egna tankar och åsikter färga innehållet i artiklarna. Med detta i beaktning har innehållet i artiklarna jämförts och eventuella motsägelser har diskuterats i samband med härledningen av hypoteserna. Flertalet besläktade sökord användes

för att minimera risken att information relevant för studiens problemformulering förbisågs. Utöver detta har en bred bas av litteratur, som spänner över flera årtionden och nationer, använts i syfte att skildra det undersökta området ur olika perspektiv. Detta kan också utgöra en risk för studien, då resultaten inte blir helt jämförbara. En sådan risk är däremot ofrånkomlig vid jämförelse med tidigare studier. Därmed är det av vikt att beakta hur omfattande skillnaderna är mellan studierna.

4.5 Reliabilitet, replikerbarhet och validitet

Reliabilitet, replikerbarhet och validitet är tre viktiga kriterier som bör uppfyllas för att uppnå en trovärdig studie (Bryman & Bell, 2011).

4.5.1 Reliabilitet

Huruvida en studie uppfyller kriteriet kring reliabilitet beror på studiens trovärdighet och möjlighet att replikeras. För att resultaten ska bli detsamma om någon annan utför studien, krävs det att studien är opartiskt utförd och inte påverkad av tillfälligheter. God reliabilitet kännetecknas av att mätningen ej blivit påverkad av personen som utför mätningen eller av andra omständigheter kring mätningen (Bryman & Bell, 2011).

Reliabiliteten i årsredovisningarna anses vara hög då dokumenten granskats av auktoriserade revisorer. Som nämnt i kritikavsnitt 4.4.4, är det viktigt att vara medveten om att en revisors omdöme kan försämrats på grund av dennes relation till företaget. Risken för att revisorn skapar en relation till företaget som kan påverka dess granskning på ett negativt sätt, begränsas dock av lagstiftning som innebär att en revisor inte får inneha uppdrag för en och samma klient mer än sju år i följd (ABL 9 kap. 21a §, SFS: 2005:551). Vidare finns även en risk att företag redovisar räkenskaperna på ett sätt som är fördelaktigt för bolaget. En sådan anpassning kan exempelvis innefatta manipulation av siffror, ändrade redovisningsprinciper eller förfiningar som minskar materialets tillförlitlighet (Bryman & Bell, 2011).

Avseende trovärdigheten i de vetenskapliga artiklar och den litteratur som använts i studien, anses den vara hög till följd av den granskning som genomförs innan publicering i vetenskapliga sammanhang. Då denna studie bygger på empiriska studier och publicerade artiklar, utgår studien från metoder och tillvägagångssätt som kan anses pålitliga (Bryman & Bell, 2011).

4.5.2 Replikerbarhet

Replikerbarhet avser att andra forskare ska kunna replikera studien och således generera samma resultat (Bryman & Bell, 2011). Genom att utförligt beskriva tillvägagångssättet för studien, vilka kriterier som använts vid datainsamlingen samt hur variablerna har hanterats, kan replikerbarheten i studien anses vara hög.

4.5.3 Validitet

För att uppnå validitet i studien, ska studien mäta det som studien avser att mäta (Bryman & Bell, 2011). Begreppet kan delas in i såväl intern som extern validitet (Lundahl & Skärvad, 1999).

En studies interna validitet avser hur väl studien överensstämmer med verkligheten (Mälardalens Högskola, 2014). För att generera ett forskningsresultat som överensstämmer med verkligheten är det således av stor vikt att variablerna i regressionsanalysen representerar de egenskaper vars effekt på VD-ersättning studien avser att undersöka. Ett antal av de variabler som inkluderats i studien är inte direkt hänförliga till styrelsens egenskaper, exempelvis företagets prestation och storlek. Däremot har dessa variabler påvisats ha en inverkan på VD-ersättningen i tidigare studier, vilket har gjort att de verkat som kontrollvariabler i denna studie. Införandet av dessa kontrollvariabler har möjliggjort en högre validitet i studien. Majoriteten av variablerna som undersöks i studien är baserade på vad andra forskare tidigare undersökt för att förklara VD:ns ersättningsnivå. Det förekommer dock ett antal variabler i studien som inte är lika väl undersökta, exempelvis utländska ledamöter. Bristen på forskning inom dessa områden kan föranleda att validiteten blir något lägre. Trots att studiens interna validitet anses vara hög, är det viktigt att poängtera att inte all relevant forskning inom området legat till grund för studien. Den teori och de vetenskapliga artiklar som har varit mest återkommande är de som inkluderats i den teoretiska referensramen. Utöver detta har även teori som är direkt relevant för de svenska förhållandena inkluderats för att resultatet bättre ska spegla det verkliga förhållandet.

Den externa validiteten grundar sig i hur väl studien är representativ och möjlig att generalisera till hela populationen, i detta avseende Small Cap. Kritik mot den externa validiteten kan utgå från studiens bortfall. Detta för att bortfallet kan innefatta bolag med karaktäristika som inte delas av övriga företag i populationen, vilket i sådana fall skulle

minska studiens generaliserbarhet. Till följd av att de analyserade observationerna utgör 81,7 % av populationen anses den externa validiteten vara relativt hög.

Då svenska förhållanden i form av exempelvis lagstiftning har påverkat somliga hypotesformuleringar, begränsas studiens generaliserbarhet i en internationell kontext. Emellertid har en avsevärd mängd internationella studier och forskning legat till grund för hypoteserna, vilket medför att studien i viss utsträckning kan ses som internationellt generaliserbar.

4.6 Multipel linjär regressionsanalys

Multipel regressionsanalys är en statistisk metod som används i syfte att undersöka hur en beroende kvotvariabel beror på flera oberoende variabler. Detta med syfte att kunna predicera den beroende variabeln (Hair & Black, 2010). En multipel linjär regressionsanalys kommer således tillämpas för att undersöka eventuella samband mellan den beroende variabeln, VD:s totala ersättning, och de förklarande variablerna som avser styrelsens egenskaper. I studien används regressionsmodellen främst för hypotesprövning.

För att fastställa huruvida undersökningsresultatet ger stöd för studiens hypoteser, utan att bero på slumpen, tillämpas en signifikansnivå. I studien tillämpas en signifikansnivå på 5 % vilket är en vanligt förekommande nivå vid hypotesprövning. Detta innebär att det i studien godtas en risk på 5 % att felaktigt acceptera uppställda hypoteser som egentligen är orsakade av slumpen (Körner & Wahlgren, 2006).

Regressionsmodellen har utförts i det statistiska programmet IBM SPSS Statistics 22. Inga större bearbetningar av variablerna i regressionsmodellen har krävts för att erhålla statistiskt signifikanta resultat. Vidare har inga uteliggare eller extremvärden behövt uteslutas ur modellen. Variablerna total VD-ersättning, styrelseledamöternas ersättning, styrelseordförandens ersättning och företagets storlek transformerades genom att logaritmera dessa med basen tio. Denna logaritmering har genomförts i syfte att uppnå normalfördelning för modellens residualer. Utöver detta har variabeln bransch uteslutits ur regressionsmodellen på grund av att det inom ett antal branscher förekom ett väldigt litet antal observationer. Inom exempelvis branscherna "Kraftförsörjning" och "Energi" förekom det enbart en observation vardera. Att sammanfoga branscher hade ökat storleken på jämförelsegrupperna, men det

hade inte genererat ett meningsfullt resultat då möjligheten att analysera skillnader mellan branscher gått förlorad.

Nedan följer regressionsmodellens ekvation:

$$Y_{\text{total VD-ersättning}} = \alpha + \beta_{\text{styrelsens storlek}} + \beta_{\text{arbetstagarrepresentanter}} + \beta_{\text{ersättningsutskott}} + \beta_{\text{oberoende gentemot bolagsledningen}} + \beta_{\text{beroende gentemot större aktieägare}} + \beta_{\text{VD i styrelsen}} + \beta_{\text{ämbetstid}} + \beta_{\text{ålder}} + \beta_{\text{busy board}} + \beta_{\text{mötesfrekvens}} + \beta_{\text{aktieinnehav}} + \beta_{\text{kvinnliga styrelseledamöter}} + \beta_{\text{utländska styrelseledamöter}} + \beta_{\text{styrelseordförandens ersättning}} + \beta_{\text{styrelseledamöternas ersättning}} + \beta_{\text{kvinnlig VD}} + \beta_{\text{VD ålder}} + \beta_{\text{VD ämbetstid}} + \beta_{\text{storlek}} + \beta_{\text{kapitalstruktur}} + \beta_{\text{prestation}} + \beta_{\text{största ägare}}$$

α = konstant term, även benämnt intercept

β = koefficienter för regressionsmodellen

4.6.1 Minsta kvadratmetoden

Den linjära regressionen använder minsta kvadratmetoden vid beräkning av de predicerade värdena för modellen. Minsta kvadratmetoden viktar regressionens komponenter så att differensen mellan de predicerade och de verkliga värdena blir så liten som möjligt (Hair & Black, 2010). Denna differens benämns som residualer, alternativt felterm (Brooks, 2014). För att säkerställa validiteten för de hypotestester som studien ämnar undersöka, är det nödvändigt att fyra olika statistiska antaganden avseende den minsta kvadratmetoden uppfylls. De fyra antaganden utgörs av; linjärt förhållande, homoskedasticitet, oberoende felterm och normalfördelad felterm (Hair & Black, 2010; Brooks, 2014).

Linjärt förhållande mellan beroende och oberoende variabler

Antagandet innebär att det ska finnas ett linjärt samband mellan den beroende och de oberoende variablerna. Omskrivet innebär detta att medelvärdet av feltermen ska vara lika med noll. Ett möjligt test för att avgöra om ett linjärt förhållande föreligger, är att studera huruvida regressionsmodellen har genererat en konstant term för ekvationen. Enligt Brooks (2014) säkerställer en sådan konstant term antagandet om ett linjärt förhållande.

Homoskedasticitet för feltermerna

I de fall residualerna från regressionsmodellen inte uppfyller kravet om homoskedasticitet, konstant varians, benämns det heteroskedasticitet. Problem med heteroskedasticitet hör ofta

samma med problem med icke-linjära samband, vilket resulterar i att åtgärder för exempelvis icke-linjärt samband samtidigt åtgärdar heteroskedasticitet. Detta kan testas genom att visuellt studera residualerna, vilka ska uppfylla ett linjärt samband, från regressionsmodellen. Det är även möjligt att genomföra ett statistiskt test, exempelvis ett Levene-test i SPSS (Hair & Black, 2010).

Oberoende felterm

Antagandet om oberoende felterm innebär att varje förutspått värde från regressionsmodellen är oberoende i förhållande till varandra. Uppfylls inte detta antagande benämns det som autokorrelation. För att säkerställa att feltermerna är oberoende i förhållande till varandra kan modellens residualer studeras gentemot de oberoende variablerna (Hair & Black, 2010). En annan möjlighet är att genomföra ett statistiskt test, exempelvis ett Durbin-Watson test. I en tvärsnittsstudie likt denna kan det ej förekomma autokorrelation och ett sådant test kommer därmed inte att utföras (Brooks, 2014).

Normalfördelning av feltermerna

Ett vanligt förekommande problem är att regressionsmodellen inte uppfyller antagandet om normalfördelning för residualerna i regressionen (Brooks, 2014). Detta är möjligt att undersöka visuellt genom histogram eller normalfördelningsplottning. Normalfördelningen kan också säkerställas genom statistiska test som Shapiro-Wilks, vilket lämpar sig för observationsantal under 2000 (Hair & Black, 2010).

4.6.2 Multikollinjaritet

De oberoende variablerna får inte vara starkt korrelerade till en eller flera andra oberoende variabler. Detta för att det blir svårt att urskilja i vilken utsträckning de enskilda variablerna påverkar den beroende variabeln. Det finns ofta en viss grad av korrelation mellan de oberoende variablerna men det påverkar inte modellens precision nämnvärt så länge korrelationen är låg. När denna korrelation är hög kallas det för multikollinjaritet (Brooks, 2014). Det är möjligt att upptäcka multikollinjaritet genom att studera variablernas korrelation i en korrelationsmatris eller genom att genomföra ett statistiskt test, exempelvis VIF-test (Brooks, 2014).

4.7 Operationalisering

Nedan beskrivs hur rådata har hanterats och hur variabler har operationaliserats i studiens regressionsmodell.

4.7.1 Övergripande förklaringar

Data för bolagen i studien har sin utgångspunkt i årsredovisningarna för år 2013, respektive 2013/2014 för de fem bolag med brutna räkenskapsår. Alla variabler gällande styrelsen och VD:n avser situationen vid räkenskapsårets slut. Vid beräkning av ämbetstid och ålder har år 2014 verkat som referenspunkt med följande beräkningsformler:

- Ämbetstid = År 2014 - Tillträdesår för posten
- Ålder = År 2014 - Födelseår

Oavsett om en styrelseledamot eller VD har haft sin post under hela räkenskapsåret eller inte, beräknas ämbetstiden i hela år. Har exempelvis en styrelseledamot tillträtt under mars månad år 2013 beräknas dennes ämbetstid som ett år, det vill säga år 2014 - år 2013 = 1 år.

I enlighet med Collin *et al.* (2012) inkluderas inte antalet arbetstagarrepresentanter och suppleanter i övriga variablers operationalisering. Detta för att arbetstagarrepresentanter vanligen inte erhåller ersättning eller innehar ett kapitaläggande.

I de fall där nominal- eller ordinalvariabler⁹ förekommer, har dessa kodats om till dikotoma dummyvariabler för att kunna användas i regressionsmodellen. Vid förekomst av dikotoma variabler¹⁰ har även dessa kodats till dummyvariabler med värdena 1 och 0 för att möjliggöra undersökning i regressionsmodellen.

4.7.2 Beroende variabler

Total VD-ersättning

Den beroende variabeln i regressionsmodellen utgörs av total ersättning till VD. I de fall där

⁹ Begreppet "nominal variabel" syftar till variabler som ingår i grupperingar vilka inte är möjliga att rangordna. Begreppet "ordinal variabel" syftar till variabler som är möjliga att rangordna där det inte är möjligt att kvantitativt avgöra den exakta skillnaden mellan variablerna (Körner & Wahlgren, 2013).

¹⁰ Begreppet "dikotom variabel" syftar till icke-numeriska variabler som enbart kan anta två olika värden (Körner & Wahlgren, 2013).

VD-byte¹¹ inträffat under årets gång har ersättningarna för samtliga VD:s under året summerats, med undantag för eventuella avgångsvederlag. Förekomst av optioner och aktieinnehav har inte inkluderats i den totala ersättningen till följd av osäkerhet vid värdering och otydlighet avseende i vilken utsträckning aktieägande utgörs av kompensation från företaget respektive personligt ägande.

Total VD-ersättning har operationaliserats som summan av ersättningarna för räkenskapsåret vilka utgörs av fast ersättning, rörlig ersättning, pension, övriga förmåner och övrig ersättning.

4.7.3 Oberoende variabler

Styrelsens storlek

Styrelsens storlek har operationaliserats som antal styrelseledamöter vid årets slut, exklusive eventuella arbetstagarrepresentanter.

Arbetstagarrepresentanter

Variabeln har operationaliserats som andel arbetstagarrepresentanter i förhållande till styrelsens storlek inklusive antalet arbetstagarrepresentanter.

Ersättningsutskott

I studien görs antagandet att när ett ersättningsutskott utgörs av samtliga styrelsemedlemmar, uppstår inte en tillräckligt stor separation mellan ersättningsutskottets och styrelsens uppgifter för att utskottet ska kunna ses som en separat enhet. I denna studie kommer följaktligen ersättningsutskott inte anses förekomma när samtliga medlemmar i styrelsen ingår i utskottet eller då bolaget helt saknar ett ersättningsutskott.

Ersättningsutskott har operationaliserats som en dummyvariabel med värdet 1 vid förekomst av ersättningsutskott, respektive 0 vid avsaknad av ersättningsutskott.

Oberoende gentemot bolagsledningen

Variabeln oberoende gentemot bolagsledningen har operationaliserats som andelen av styrelsen som utgörs av oberoende styrelseledamöter i förhållande till bolagsledningen.

¹¹ Se bilaga 1

Beroende gentemot större aktieägare

Variabeln beroende gentemot större aktieägare har operationaliserats som andelen ledamöter i styrelsen som är beroende i förhållande till större aktieägare.

VD i styrelsen

Eftersom variabeln är dikotom har den operationaliserats som en dummyvariabel med värdet 1 vid förekomst av VD:n i styrelsen, respektive 0 vid avsaknad av VD:n i styrelsen.

Styrelseledamöternas ämbets tid

Styrelseledamöternas ämbets tid har operationaliserats som den genomsnittliga tid styrelseledamöterna innehaft en styrelseposition, uttryckt i år.

Styrelseledamöternas ålder

Styrelseledamöternas ålder har operationaliserats som den genomsnittliga åldern för styrelseledamöterna, uttryckt i år.

Busy board

Core, Holthausen och Larckers (1999) definition av busy boards är styrelser där en majoritet av ledamöterna innehar tre eller fler övriga styrelseuppdrag. Ett styrelseuppdrag definieras som en ordinarie position som styrelseledamot eller styrelseordförande.

Busy board har således operationaliserats som styrelser där majoriteten av styrelseledamöterna har tre eller fler styrelseuppdrag utöver ledamotsposten i det undersökta bolaget.

Mötesfrekvens

Variabeln mötesfrekvens har operationaliserats som antalet protokollförda styrelsemöten under redovisningsåret.

Styrelseledamöternas aktieinnehav

Aktieinnehav har beräknats som det totala aktieinnehavet för en styrelseledamot som företaget redovisar. Detta inkluderar såväl personligt aktieäggande som aktieinnehav via närstående individer och bolag.

Styrelseledamöternas aktieinnehav har operationaliserats som det genomsnittliga aktieinnehavet per styrelseledamot som en andel av företagets totala antal utestående aktier.

Kvinnliga styrelseledamöter

Variabeln har operationaliserats som andelen kvinnor i styrelsen.

Utländska styrelseledamöter

I denna studie klassificeras utländska styrelseledamöter som ledamöter vilka härrör från utomnordiska länder. Valet grundar sig i att nordiska länder generellt sett har liknande regler kring aktiebolag (Skog, 1996) och att nordiska länder överlag har en lägre ersättningsnivå jämfört med övriga europeiska länder och USA (Pollard & Koranyi, 2013).

I de fall där information avseende styrelseledamöternas nationalitet inte återgetts i årsredovisningarna har information inhämtats från databasen Orbis. Vid total avsaknad av nationalitet i årsredovisningarna och i databasen Orbis, har övriga styrelseuppdrag och utbildningsort legat till grund för bedömning.

Variabeln utländska styrelseledamöter har operationaliserats som andelen utomnordiska ledamöter i styrelsen.

Styrelsens ersättning

Styrelsens ersättning mäts i studien som två variabler, både styrelseordförandens ersättning samt vad övriga styrelseledamöter i genomsnitt erhåller. Ersättningarna inkluderar kompensation för utskottsarbete. Sker byte av styrelseledamot eller ordförande under årets gång, har ersättningarna för båda ledamöterna, liksom VD-ersättning, summerats. En VD erhåller ingen ersättning för styrelsearbete i företaget. Därför har den genomsnittliga styrelseersättningen, när en VD innehaft en styrelseposition, beräknats genom att dividera ledamöternas totala ersättning med antalet styrelseledamöter minus VD:n.

Styrelsens ersättning har operationaliserats som den totala ersättningen för styrelseordföranden respektive den genomsnittliga ersättningen för en styrelseledamot.

4.7.4 Kontrollvariabler

Kvinnlig VD

Variabeln har operationaliserats som förekomsten av kvinnlig VD. Eftersom variabeln är av nominal karaktär, har den kodats som en dummyvariabel där ”kvinna” är lika med 1 och ”man” är lika med 0.

VD:s ålder

VD:s ålder anges i antal hela år.

VD:s ämbets tid

VD:s ämbets tid anges i antal år som VD:n har innehaft sin position. Vid de fåtal fall där ämbets tid ej angivits i årsredovisningen har databasen Thomson Reuters använts.

Företagets storlek

Företagets storlek, mätt som börsvärdet, har beräknats genom att multiplicera antalet börsnoterade aktier vid räkenskapsårets slut med aktiekursen på balansdagen. För att tillämpa ett konsekvent tillvägagångssätt har antalet börsnoterade aktier hämtats från företagens årsredovisningar och aktiekursen har inhämtats från Nasdaq OMX Nordics hemsida. Vid förekomst av flera aktietyper har ovanstående beräkning gjorts utifrån den eller de aktier som är börsnoterade, och sedan summerats. Denna metod har använts för att börsvärdet som anges i årsredovisningarna beräknas på olika sätt.

Företagets storlek har operationaliserats som börsvärdet i svenska kronor.

Kapitalstruktur

Företagets kapitalstruktur har i studien operationaliserats som företagets soliditet. Soliditeten har beräknats genom att dividera företagets egna kapital med företagets totala tillgångar.

Företagets prestation

Företagets prestation har operationaliserats som räntabilitet på eget kapital (ROE), vilket beräknats genom att dividera årets resultat med totalt eget kapital.

Bransch

Den bransch som respektive företag verkar inom utgår från branschklassificeringssystemet GICS och är inhämtat från Avanzas hemsida. Till följd av att variabeln är av nominal karaktär, har den kodats om till en dummyvariabel för varje enskild bransch.

Storägare

Variabeln storägare anges i studien som den största röstägarens röstandel i procent.

Beroende variabel	Definition	Hypotes	Mätenhet
Total ersättning	Summan av fast lön, rörlig lön, pension, övriga förmåner och övrig ersättning	N/A	Tkr
Förklaringsvariabler	Definition	Hypotes	Mätenhet
Styrelsens storlek	Antal styrelseledamöter, exklusive arbetstagarrepresentanter	+	Antal
Arbetstagarrepresentanter	Andel arbetstagarrepresentanter i förhållande till styrelsens storlek, inklusive arbetstagarrepresentanter	-	Procent
Ersättningsutskott	Förekomst av ersättningsutskott	-	0 (Nej), 1 (Ja)
Oberoende gentemot bolagsledningen	Andel styrelseledamöter som är oberoende i förhållande till bolagsledningen	-	Procent
Beroende gentemot större aktieägare	Andel styrelseledamöter som är beroende i förhållande till större aktieägare	-	Procent
VD i styrelsen	Förekomst av VD:n i styrelsen	+	0 (Nej), 1 (Ja)
Styrelseledamöternas ämbets tid	Genomsnittlig tid en styrelseledamot varit invald i styrelsen	+	År
Styrelseledamöternas ålder	Genomsnittlig ålder för styrelseledamöterna	-	År
Busy board	Styrelser där majoriteten av styrelseledamöterna har styrelseuppdrag i tre eller fler övriga bolag	+	0 (Nej), 1 (Ja)
Mötesfrekvens	Antal protokollförda styrelsemöten	-	Antal
Styrelseledamöternas aktieinnehav	Genomsnittligt aktieinnehav per styrelseledamot som en andel av företagets totala aktier	-	Procent
Kvinnliga styrelseledamöter	Andel kvinnliga styrelseledamöter	-	Procent
Utländska styrelseledamöter	Andel utomnordiska styrelseledamöter	+	Procent
Styrelseordförandens ersättning	Ersättningen styrelseordföranden erhåller	+	Tkr

Styrelseledamöternas ersättning	Den genomsnittliga ersättning styrelseledamöterna erhåller	+	Tkr
Kontrollvariabler	Definition	Hypotes	Mätenhet
Kvinnlig VD	Förekomst av kvinnlig VD	-	0 (Man), 1 (Kvinna)
VD:s ålder	VD:s ålder, uttryckt i hela år	+	År
VD:s ämbetstid	Antal år VD:n innehaft sin VD-post	+	År
Företagets storlek	Börsvärde	+	Mkr
Företagets kapitalstruktur	Soliditet	+	Procent
Företagets prestation	Räntabilitet på eget kapital (ROE)	+	Procent
Största ägare	Största röstägarens röstandel	-	Procent

Tabell 3. Operationalisering av studiens variabler.

4.8 Kritik mot regressionsmodellen

4.8.1 Övergripande kritik

Möjligheten att erhålla statistisk signifikans för variablerna beror delvis på förhållandet mellan antalet observationer och antalet oberoende variabler. Till följd av att urvalet, i relation till de förklarande variablerna, är relativt litet föreligger det en risk för överanpassning. En sådan överanpassning innebär att trots regressionsmodellens möjlighet att generera en god beskrivning av materialet, finns det en risk att sambanden är ett resultat av slumpen. Har slumpen påverkat resultatet blir modellen mindre lämplig för statistisk slutledning (Körner & Wahlgren, 2012). Med detta i åtanke består studien av ett relativt stort antal variabler i förhållande till antalet observationer. Hade enbart ett fåtal variabler inkluderats i studien hade det inte varit möjligt att utföra en lika omfattande undersökning av styrelsens inverkan på VD:ns ersättningsnivå. Att inkludera färre variabler hade medfört att variabler med en möjlig signifikant inverkan på VD-ersättningen förbisetts. Detta hade gjort det svårare att besvara problemformuleringen som syftar till att undersöka hur styrelsens egenskaper påverkar VD:s ersättning.

Det föreligger en risk att studiens resultat har blivit påverkat av att variabeln bransch har exkluderats ur regressionsmodellen. Detta för att branschvariabelns samband till övriga variabler i modellen inte framgår, vilket kan medföra att övriga variabelers samband till den beroende variabeln kan framstå som mer eller mindre signifikanta. Exempelvis skulle förekomsten av utländska styrelseledamöter kunna vara större inom vissa branscher och om dessa branscher har en högre ersättningsnivå på grund av branschkultur kan variabeln utländska ledamöter felaktigt komma att framstå som signifikant.

4.8.2 Kritik mot behandling av variabler

Kritik kan riktas mot variablerna utländska styrelseledamöter och ersättningsutskott då operationaliseringen av dessa variabler i viss mån skiljer sig från definitioner i tidigare forskning. Detta medför vissa begränsningar för direkta jämförelser med tidigare forskningsresultat.

I de fall (12 av 103 observationer) ett VD-byte inträffat under året har båda direktörers totala ersättning summerats, med undantag för eventuella avgångsvederlag. En sådan summering har gjorts för att i regressionsmodellen konsekvent inkludera den ersättning bolaget delat ut till VD:n under ett helt år. Den kritik som kan föras mot tillvägagångssättet är att VD:ns ersättningsnivå inte blir direkt hänförlig till den sittande direktören vid räkenskapsårets slut. Detta för att ersättningen dels består av den sittande VD:ns ersättningar samt ersättningen för VD:n som avgått under året. Således föreligger det i dessa fall en risk för ett missvisande resultat till följd av att VD-ersättningen jämförs med VD:ns personliga egenskaper, så som kön, ålder och ämbetstid. Ett alternativ hade varit att beräkna den genomsnittliga månadslönen utifrån den redovisade ersättningen och sedan applicera detta för hela året. Vid en sådan beräkning hade det dock varit svårt att inkludera den rörliga ersättningen eftersom den kan betalas ut vid olika tillfällen under året.

Som tidigare nämnt har aktie- och optionsprogram exkluderats till följd av värderingsvårigheter. En approximation av incitamentprogrammets värde hade kunnat genomföras men hade varit godtycklig. Genom att inte beakta alla aspekter av en VD-ersättning kan ett missvisande resultat förorsakas, dock anses denna risk vara förhållandevis låg till följd av en låg förekomst av optionsprogram vid undersökningstillfället.

Kapitel 5. Empiri

I empirikapitlet redogörs studiens empiriska resultat. Inledningsvis presenteras regressionsmodellens validitetstester och utfallen för dessa. Därefter följer en redogörelse av regressionsmodellen och de samband som kan utläsas ur resultatet. I anslutning till detta presenteras även huruvida tidigare uppställda hypoteser förkastas eller ej.

5.1 Validitetstester

Linjärt förhållande mellan beroende och oberoende variabler

Regressionsmodellen har genererat en konstant term för ekvationen¹², vilket innebär att antagandet om ett linjärt förhållande uppfylls (Brooks, 2014).

Homoskedasticitet för feltermerna

Genom att visuellt bedöma ett spridningsdiagram som illustrerar förhållandet mellan residualerna och de predicerade värdena (Hair & Black, 2010), bedöms modellen inte vara drabbad av heteroskedasticitet. Således föreligger homoskedasticitet då variansen hos feltermerna anses vara konstant¹³.

Normalfördelning av feltermerna

För att undersöka huruvida modellens residualer är normalfördelade genomfördes ett Shapiro Wilk-test. Utfallet för modellens första normalfördelningstest visade att residualerna inte var normalfördelade. Som nämnt i metoden, åtgärdades avsaknaden av normalfördelning med att logaritmera variablerna total VD-ersättning, styrelseledamöternas ersättning, styrelseordförandens ersättning och företagets storlek. Då en av observationerna för variabeln styrelseordförandens ersättning antog värdet noll, har konstanten 1 adderats till samtliga observationer för variabeln för att möjliggöra logaritmering. Efter logaritmeringen antog testet ett p-värde på 0,375¹⁴. Detta p-värde innebär att residualfördelningen inte signifikant skiljer sig från normalfördelningskurvan och att residualerna anses vara normalfördelade (Brooks, 2014)¹⁵.

¹² Se bilaga 2

¹³ Se bilaga 3

¹⁴ Se bilaga 4

¹⁵ Se bilaga 5

Multikollinjäritet

Det högsta värdet i korrelationsmatrisen uppgår till 0,472 och avser korrelationen mellan variablerna styrelseledamöternas ämbets tid och VD:s ämbets tid¹⁶. Baserat på Brooks (2014) angivna gränsvärde på 0,8 mellan variabler i regressionsmodellen, anses värdet 0,472 vara väl inom gränsen. Även ett VIF-test genomfördes för att undersöka graden av multikollinjäritet i modellen. Studiens VIF-test uppgick till 2,061¹⁷ och anses vara lågt då det understiger de vanligt förekommande gränsvärdena på 5 och 10 (Wahlgren, 2012). Utifrån såväl korrelationsmatrisen som VIF-testet är det därmed möjligt att konstatera att det inte föreligger multikollinjäritet i modellen.

5.2 Deskriptiv statistik

Studien omfattar observationer för 103 publika aktiebolag noterade på Stockholmsbörsens Small Cap-lista. I tabell 4 presenteras deskriptiv statistik för samtliga undersökta variabler.

Den genomsnittliga styrelsen uppgick till cirka sex ledamöter med en genomsnittsålder på drygt 57 år. En styrelseledamots genomsnittliga ämbets tid uppgick till drygt sex år. Bland styrelseledamöterna hade i genomsnitt 7 % utomnordisk härkomst och i var fjärde styrelse hade VD:n en styrelseposition. I styrelserna fanns bland styrelseledamöterna dessutom ett större oberoende gentemot bolaget än beroende gentemot större aktieägare, 86 % respektive 31 %. Vidare klassificerades drygt hälften av styrelserna i undersökningen som busy boards.

Vad gäller förekomsten av kvinnliga verkställande direktörer i Small Cap-bolag, uppgick antalet till åtta kvinnor, vilket innebär att det i mer än 90 % av bolagen förekom en manlig VD. I styrelser var förekomsten av kvinnor större och kvinnliga styrelseledamöter uppgick i genomsnitt till 20 % av styrelsen. Avseende VD:ns egenskaper förekom en genomsnittsålder på drygt 51 år och en ämbets tid på strax under sju år. Den genomsnittliga VD-ersättningen uppgick till cirka 3 500 Tkr där den främsta bestånds delen utgjordes av fast ersättning följt av pension.

I Small Cap-bolagen hade den största ägaren i genomsnitt ett aktieinnehav motsvarande drygt

¹⁶ Se bilaga 6

¹⁷ Se bilaga 1

30 % av företagets röster. Vidare hade det genomsnittliga företaget ett börsvärde på knappt 870 Mkr och en räntabilitet på eget kapital på -0,07 % samt en soliditet på 53 %.

Förklarande variabler	N	Förekomst	Andel företag	Medelvärde	Median	Max-värde	Min-värde	Std. Avvikelse
Styrelsens storlek	103			5,76	6,00	8,00	3,00	1,02
Arbetstagarrepresentanter	103	27	26%	0,07	0,00	0,44	0,00	0,12
Ersättningsutskott	103	65	63%					
Oberoende gentemot bolagsledningen	103			0,86	0,88	1,00	0,00	0,19
Beroende gentemot större aktieägare	103			0,31	0,29	1,00	0,00	0,21
VD i styrelsen	103	26	25%					
Styrelseledamöternas ämbets-tid	103			6,44	5,60	18,17	1,25	3,61
Styrelseledamöternas ålder	103			57,39	57,29	68,50	45,38	4,32
Busy board	103	56	54%					
Mötesfrekvens	103			10,66	10,00	24,00	4,00	3,90
Styrelseledamöternas aktieinnehav	103			0,05	0,02	0,20	0,00	0,05
Kvinnliga styrelseledamöter	103	79	77%	0,20	0,17	0,60	0,00	0,15
Utländska styrelseledamöter	103	20	19%	0,07	0,00	1,00	0,00	0,16
Styrelseordförandens ersättning (Tkr)	103			342,20	300,00	1028,45	0,00	180,65
Styrelseledamöternas ersättning (Tkr)	103			178,11	155,00	616,75	54,50	98,02

Kontrollvariabler								
Kvinnlig VD	103	8	8%					
VD:s ålder	103			51,45	52,00	67,00	34,00	6,77
VD:s ämbets-tid	103			6,84	5,00	33,00	1,00	6,71
Företagets storlek (börsvärde) (Mkr)	103			868,89	438,47	16038,48	19,33	1710,87
Företagets kapitalstruktur (soliditet)	103			0,53	0,50	1,00	-0,07	0,22
Företagets prestation (räntabilitet på eget kapital)	103			-0,07	0,05	1,37	-3,15	0,49
Största ägare	103			0,32	0,27	0,79	0,08	0,19

Beroende variabel								
VD Total ersättning (Tkr)	103			3491,74	3072,00	7645,00	500,00	1512,73
Fast ersättning (Tkr)	103	103	100%	2513,34	2400,00	6419,97	500,00	1120,06
Rörlig ersättning (Tkr)	103	46	45%	264,81	0,00	1915,00	0,00	412,15
Pension (Tkr)	103	50	49%	620,59	533,00	1900,00	0,00	404,53
Övriga förmåner (Tkr)	103	96	93%	68,70	0,00	1437,00	0,00	156,32
Övrig ersättning (Tkr)	103	13	13%	24,30	0,00	766,00	0,00	99,59

Övrigt								
Företag med negativt resultat	103	40	39%					

Tabell 4. Deskriptiv statistik.

Diagram 1 illustrerar sammansättningen av den totala VD-ersättningen för Small Cap-bolagen. Den största ersättningsdelen utgörs av fast ersättning på 72 %. Resterande ersättning fördelas enligt följande; pension 18 %, rörlig ersättning 7 %, övriga förmåner 2 % och övrig ersättning 1 %.

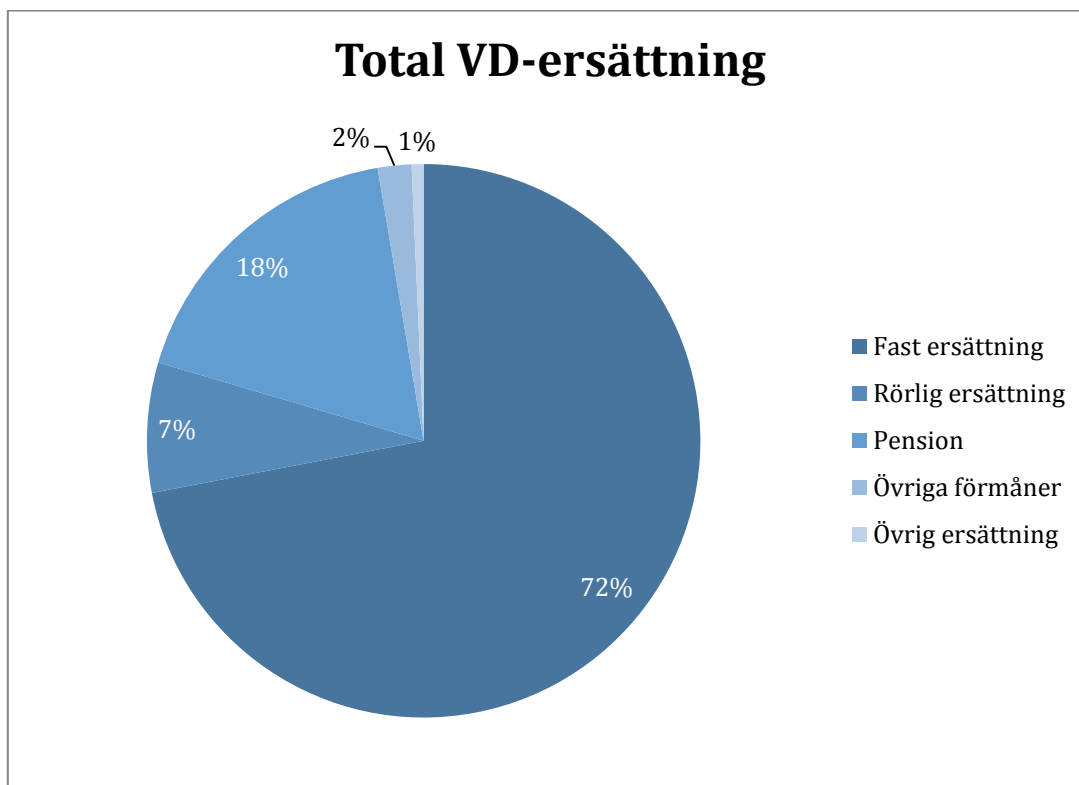


Diagram 1. VD-ersättningens sammansättning.

5.3 Regressionens utfall

Resultatet för den multipla linjära regressionsmodellen redovisas i tabell 5. Modellen förklarar 51,2 % av variansen för den beroende variabeln total VD-ersättning, vilket anges av R^2 -värdet¹⁸. Ett mer rättvisande och konservativt värde ges av det justerade R^2 -värdet, då det tar hänsyn till antalet variabler i modellen. Baserat på den justerade förklaringsgraden förklarar modellen 37,8 % av variansen i den beroende variabeln.

¹⁸ Se bilaga 7

Total ersättning (Log10)			
Förklaringsvariabler	B	Standardiserad B	P-värde
Styrelsens storlek	0,038	0,199	0,046*
Arbetstagarrepresentanter	0,368	0,228	0,011*
Ersättningsutskott	0,015	0,038	0,690
Oberoende gentemot bolagsledningen	0,000	0,036	0,739
Beroende gentemot större aktieägare	0,203	0,224	0,040*
VD i styrelsen	0,049	0,109	0,280
Styrelseledamöternas ämbetsid	0,000	0,004	0,975
Styrelseledamöternas ålder	-0,004	-0,083	0,398
Busy board	0,006	0,017	0,864
Mötesfrekvens	0,009	0,176	0,073
Styrelseledamöternas aktieinnehav	-0,006	-0,157	0,092
Kvinnliga styrelseledamöter	0,313	0,236	0,013*
Utländska styrelseledamöter	-0,302	-0,251	0,008**
Styrelseordförandens ersättning (Log10)	0,039	0,118	0,170
Styrelseledamöternas ersättning (Log10)	0,187	0,195	0,044*

Kontrollvariabler			
Kvinnlig VD	-0,007	-0,009	0,916
VD:ns ålder	-0,001	-0,038	0,677
VD:ns ämbetsid	-0,003	-0,086	0,430
Företagets storlek (Log10)	0,089	0,215	0,025*
Företagets kapitalstruktur	-0,055	-0,062	0,488
Företagets prestation	0,040	0,100	0,288
Största ägare	-0,028	-0,028	0,788

** Signifikant på 1%-nivån

* Signifikant på 5%-nivån

$n = 103$

Tabell 5. Regressionens utfall.

Enligt regressionen uppvisade sex förklaringsvariabler signifikanta samband med total ersättning till VD:n; styrelsens storlek, andel arbetstagarrepresentanter, andel beroende styrelseledamöter gentemot större aktieägare, andel kvinnliga styrelseledamöter, andel utländska styrelseledamöter och styrelseledamöternas ersättning. För resterande förklaringsvariabler kunde inget signifikant samband med total VD-ersättning påvisas. Avseende kontrollvariablerna uppvisade enbart företagets storlek, i form av börsvärde, ett signifikant samband gentemot VD:ns ersättningsnivå. För resterande kontrollvariabler kunde inget statistiskt säkerställt samband konstateras i förhållande till total VD-ersättning.

De standardiserade B-koefficienterna möjliggör en jämförelse av variablerna då de mäts enligt samma skala (Hair & Black, 2010). De signifikanta oberoende variablerna har vardera ungefär lika stor effekt på den beroende variabeln. Detta då alla variabel antar värden mellan +/- 0,195-0,251.

5.4 Hypotesprövning

För att en variabls hypotes ska kunna accepteras krävs det att variabeln är statistiskt signifikant (Körner & Wahlgren, 2006). Det krävs även att utfallet för variabeln och hypotesens riktning är lika. Hypotesen förkastas om dessa kriterier inte uppfylls. Tabell 6 sammanställer studiens hypotesprövningar och regressionens utfall.

För variablerna styrelsens storlek och styrelseledamöternas ersättning accepteras de formulerade hypoteserna om positiva samband, då positiva samband med total VD-ersättning kan påvisas. Till följd av att, till hypotesformuleringarna, motsatta signifikanta samband påvisas i regressionsmodellen, förkastas hypoteserna för följande variabler: andelen arbetstagarrepresentanter, ledamöter som är beroende gentemot större aktieägare, andel kvinnliga styrelseledamöter och andel utländska styrelseledamöter. Övriga förklaringsvariabler har inte påvisat signifikanta samband med den beroende variabeln och därmed förkastas hypoteserna för dessa (tabell 6).

Förklaringsvariabler	Definition	Hypotes	Samband	Hypotesprövning
Styrelsens storlek*	Antal styrelseledamöter, exklusive arbetstagarrepresentanter	+	+	Hypotesen accepteras
Arbetstagarrepresentanter**	Andel arbetstagarrepresentanter i förhållande till styrelsens storlek, inklusive arbetstagarrepresentanter	-	+	Hypotesen förkastas
Ersättningsutskott	Förekomst av ersättningsutskott	-	+	Hypotesen förkastas
Oberoende gentemot bolagsledningen	Andel styrelseledamöter som är oberoende i förhållande till bolagsledningen	-	N/A	Hypotesen förkastas
Beroende gentemot större aktieägare*	Andel styrelseledamöter som är beroende i förhållande till större aktieägare	-	+	Hypotesen förkastas
VD i styrelsen	Förekomst av VD:n i styrelsen	+	+	Hypotesen förkastas
Styrelseledamöternas ämbets tid	Genomsnittlig tid en styrelseledamot varit invald i styrelsen	+	N/A	Hypotesen förkastas
Styrelseledamöternas ålder	Genomsnittlig ålder för styrelseledamöterna	-	-	Hypotesen förkastas
Busy board	Styrelser där majoriteten av styrelseledamöterna har styrelseuppdrag i tre eller fler övriga bolag	+	+	Hypotesen förkastas
Mötesfrekvens	Antal protokollförda styrelsemöten	-	+	Hypotesen förkastas
Styrelseledamöternas aktieinnehav	Genomsnittligt aktieinnehav per styrelseledamot som en andel av företagets totala aktier	-	-	Hypotesen förkastas
Kvinnliga styrelseledamöter*	Andel kvinnliga styrelseledamöter	-	+	Hypotesen förkastas
Utländska styrelseledamöter**	Andel utomnordiska styrelseledamöter	+	-	Hypotesen förkastas
Styrelseordförandens ersättning	Ersättningen styrelseordföranden erhåller	+	+	Hypotesen förkastas
Styrelseledamöternas ersättning*	Den genomsnittliga ersättning styrelseledamöterna erhåller	+	+	Hypotesen accepteras

** Signifikant på 1 %-nivån

* Signifikant på 5 %-nivån

Tabell 6. Sammanställning av studiens hypotesprövningar.

Kapitel 6. Analys

I kapitlet analyseras och tolkas studiens resultat från den empiriska undersökningen. Analysen genomförs med utgångspunkt i såväl praktisk som teoretisk referensram och uppställda hypoteser. Inledningsvis analyseras regressionsresultatet i sin helhet för att sedan analysera varje enskild variabel separat. Slutligen presenteras en avslutande analys med grund i använda teorier.

6.1 Analys av regressionsresultatet

Som presenterats i empirin erhöll studiens regressionsmodell en förklaringsgrad på 51,2 % och en justerad förklaringsgrad på 37,8 %. Ställs detta i relation till tidigare forskning är förklaringsgraden avsevärt lägre än Boyds (1994) justerade förklaringsgrad på 63 % och Randøy och Nielsens (2002) studies justerade förklaringsgrader som varierar mellan 56,7-59,3 %. Dock överstiger denna studies justerade förklaringsgrad Core, Holthausen och Larckers (1999) resultat på 37,2 %. Möjliga skäl till att den justerade förklaringsgraden skiljer sig från andra studier är att sammansättningen och antalet variabler är olika.

Förklaringsgraden kan vidare förklaras av att en stor del av den totala VD-ersättningen beror på egenskaper som inte ingår i modellen.

Att studiens resultat i viss mån skiljer från tidigare studier kan bero på flertalet faktorer. Studierna skiljer sig i ett antal aspekter avseende exempelvis undersökt tidsperiod, geografiskt område och studerade variabler, vilket har en inverkan på resultaten. Trots sådana skillnader föreligger ett intresse att jämföra studierna, men det är däremot inte möjligt att göra direkta jämförelser och slutsatser.

6.2 Analys av studiens variabler

6.2.1 Beroende variabler

6.2.1.1 Total VD-ersättning

Regressionsanalysens resultat visar att den fasta ersättningen i genomsnitt utgör 72 % av den totala ersättningen. Detta resultat ligger i linje med Kim, Nofsinger och Mohrs (2010) tidigare studie som visade att 80 % av den totala ersättningen utgjordes av fast lön i Sverige. Orsaken till att denna studie uppvisar ett något lägre resultat på 72 % kan bero på att studien inte mäter

lönesammansättningen i alla publika aktiebolag på Nasdaq OMX Stockholm utan enbart för Small Cap-bolagen. Bång och Waldenström (2009) framhåller att rörlig ersättning har blivit ett allt mer förekommande fenomen. Trots detta förekom rörlig VD-ersättning enbart i 46 bolag. Detta resultat kan härröra från det faktum att den rörliga ersättningen vanligen baseras på redovisningsbaserade mått (Kim, Nofsinger och Mohr, 2010; Jensen & Meckling, 1976). I studien gick 40 bolag med förlust under 2013 vilket således kan ha föranlett den låga förekomsten av rörlig ersättning. Vidare utgjorde pension 18 %, övriga förmåner 2 % och övrig ersättning 1 % av den totala ersättningen, vilka inte ses som särskilt avvikande resultat ur ett svenskt perspektiv.

6.2.2 Oberoende variabler

6.2.2.1 Styrelsens storlek

I studien föreligger ett signifikant positivt samband mellan styrelsens storlek och VD:ns totala ersättning. Detta innebär att ju fler personer som styrelsen består av, desto högre ersättning medges till VD:n. Resultatet är i linje med teori och tidigare empiriska bevis. Enligt teorin beror det positiva sambandet på att mindre styrelser är mer effektiva (Huther, 1997) och därmed bättre på att utöva kontroll över VD och ledning. Detta resulterar i en lägre ersättning till verkställande direktör (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Randøy & Nielsen, 2002). Sambandet att mindre styrelser leder till lägre VD-ersättning kan grunda sig i free rider-problematiken. Det är möjligt att ledamöter i mindre styrelser upplever en större ansvarskänsla och därmed risk för att ställas till svars för generösa VD-ersättningar, vilket bör öka benägenheten att hålla ersättningarna på en lägre nivå. Detta argument stöds av Kim, Nofsinger och Mohr (2010) som menar att risken för free riders minskar i takt med att styrelsestorleken minskar.

Svensk Kod för Bolagsstyrning (2010) framhåller att styrelsestorleken ska vara sådan att den säkerställer ett effektivt arbete. Likt Boyds (1994) resonemang om att ett mer effektivt styrelsearbete resulterar i en lägre VD-ersättning, visar studiens resultat på att företag som strävar efter en ökad styrelsekontroll gynnas av en mindre styrelsestorlek.

6.2.2.2 Arbetstagarrepresentanter

Ett signifikant positivt samband mellan andelen arbetstagarrepresentanter och VD:ns ersättningsnivå identifieras i studien. Detta innebär att VD-ersättningen blir högre ju fler

arbetstagarrepresentanter som ingår i styrelsen. Det positiva sambandet går således emot den uppställda hypotesen samt teorin. Resonemanget om arbetstagarrepresentanternas effekt i styrelser grundar sig i managerial power-teorin som antar att representation för de anställda i styrelsen gör att VD:ns makt över styrelsen minskar, vilket i förlängningen påverkar ersättningsnivån negativt. Likt denna studie påträffade Otten och Heugens (2008) ett positivt samband mellan andel arbetstagarrepresentanter och VD-ersättning. I svensk lag rekommenderas bolag till att utse individer som är anställda i bolaget till arbetstagarrepresentanter. Anställningen kan innebära att den anställde har sociala kopplingar till VD:n utanför styrelsen eller att representanterna befinner sig i en beroendeställning till VD:n. En sådan beroendeställning kan utgöras av VD:ns makt att hindra eller främja arbetstagarens karriär inom företaget. Således kan managerial power-teorin även tolkas ur ett annat perspektiv där sådana sociala kopplingar påverkar arbetstagarrepresentanternas kontrollförmåga negativt. Det är möjligt att representanterna känner en större benägenhet av att vara VD:n till lags, vilket i ersättningsrelaterade sammanhang kan leda till en högre VD-ersättning.

6.2.2.3 Ersättningsutskott

Ur regressionsmodellen framgår inget signifikant samband mellan förekomsten av ersättningsutskott och total VD-ersättning. Detta innebär att förekomsten av ersättningsutskott ej är av betydelse för VD:ns ersättningsnivå. Hypotesens negativa samband grundades i Conyon och Pecks (1998) argument om att VD:ns inflytande över ersättningen minskar om ett utskott ansvarar för ersättningsfrågorna. Utifrån sambandet att en mindre styrelsestorlek leder till en lägre ersättningsnivå, skulle ett liknande resonemang kunna appliceras på ersättningsutskottens sammansättning. Ur ett aktieägarperspektiv borde det således vara fördelaktigt att låta en mindre grupp fatta beslut om VD:ns ersättningsnivå. Trots att det även finns stöd i agentteorin om att effektivitet och kontroll förbättras i takt med att gruppstorleken minskar, fann Conyon och Peck (1998) i sin studie ett motsatt samband där förekomsten av ersättningsutskott bidrog till en högre VD-ersättning. Vidare framhåller Skenning och Nizic (2014) i sin magisteruppsats att ersättningsutskotten inte fyller någon funktion i Sverige. Det föreligger därför tvetydiga resultat om ersättningsutskottens påverkan på VD-ersättningar. I Koden rekommenderas att ett ersättningsutskott inrättas, dock är ett sådant utskott inte lagstadgat. Ersättningsutskottet ansvarar normalt sett för utformningen av ersättningar till ledande befattningshavare. Skulle ett sådant utskott inte finnas är det istället styrelsens uppgift. Dock kan ett ersättningsutskott utgöras av samtliga styrelsemedlemmar, exklusive

eventuell VD, vilket innebär att sammansättningen av individer mellan de två olika organen inte behöver skilja sig nämnvärt. Distinktionen mellan den roll som styrelsen har och den roll som ersättningsutskottet har avseende ersättningsrelaterade frågor är därmed inte helt tydlig. Avsaknaden av en tydlig uppdelning mellan de två organen kan vara orsaken till att inget samband föreligger mellan förekomsten av ersättningsutskottet och VD:ns ersättningsnivå.

6.2.2.4 Oberoende gentemot bolagsledningen

Utifrån den empiriska undersökningen kunde inget statistiskt säkerställt samband konstateras för andelen oberoende ledamöter gentemot bolagsledningen. Detta innebär att utifrån denna studie har styrelseledamöternas oberoende gentemot bolagsledningen ingen betydelse för VD:ns ersättningsnivå. Variabelns hypotes grundades i agentteorin och antar att ju större andel av styrelseledamöterna som är oberoende gentemot bolagsledningen, desto lägre blir VD-ersättningen. Det bakomliggande resonemanget är att styrelseledamöter som är oberoende gentemot bolaget, är mer benägna att agera utifrån aktieägarnas intressen då de inte blir påverkade av någon relation till bolaget eller de personer som sitter i bolagsledningen (Jensen & Meckling, 1976). Som tidigare diskuterat i hypotesformuleringen finns det dock flertalet empiriska bevis som motsäger teorin och istället pekar på ett positivt samband mellan oberoendet till bolagsledningen och VD:ns ersättningsnivå.

Orsaken till att inget samband kunnat påvisas kan grunda sig i att majoriteten av den empiriska forskningen i frågan utförts i en internationell kontext, där svenska förhållanden ej tagits i beaktning. Dessa utländska studiers definition av oberoende kan skilja sig från hur Svensk Kod för Bolagsstyrning (2010) definierar oberoende. Flertalet studier har utgått från angloamerikanska bolagsstyrningssystem som, till följd av att det råder en lägre ägarkoncentration i amerikanska bolag, lägger större vikt vid ledamöters oberoende. I Sverige är förekomsten av aktiva ägare större, vilket kan leda till att behovet av oberoende ledamöter inte är lika stort. Detta är något som kan ha bidragit till att inget samband mellan variablerna kunnat identifieras i denna studie.

6.2.2.5 Beroende gentemot större aktieägare

Andelen beroende ledamöter gentemot större aktieägare har ett signifikant positivt samband med VD:ns totala ersättning. Detta innebär att ju fler styrelseledamöter som är beroende gentemot större aktieägare, desto högre blir VD:ns totala ersättning. Resultatet frångår såväl tidigare studier som uppställd hypotes. Boyd (1994) och Core, Holthausen och Larcker (1999)

fann stöd för att styrelsens ägarberoende är positivt relaterat till kontrollförmågan. Ledamöter som anses vara beroende gentemot större aktieägare antas i större utsträckning, relativt oberoende ledamöter, utföra bättre kontroll då de förväntas agera i ägarnas intresse. Detta borde i sin tur medföra en lägre ersättningsnivå till VD:n.

En bidragande faktor till resultatet i studien tänkas vara att graden av incitament till att agera i aktieägarnas intresse beror på hur beroendeförhållandet till större aktieägare ser ut. Det vill säga möjligheten att olika former av beroende gentemot aktieägarna medför olika mycket incitament. Skulle ett sådant samband finnas kan det tänkas bidra till varför variabeln uppvisar ett annat resultat än vad forskningen och teorin förutspår.

Det är även relevant att belysa den skillnad som föreligger mellan Sveriges och exempelvis USA:s ägarstruktur. Till följd av att det i Sverige, relativt USA, råder ett starkare kontrolläggande med en mer koncentrerad ägarstruktur, kan variabelns effekt på VD:ns ersättning förväntas vara starkare i svenska bolag. Således borde variabeln ha uppvisat ett samband där VD-ersättningen påverkades negativt av andelen beroende styrelseledamöter, och inte det motsatta resultat som uppvisas i denna studie.

I den teoretiska referensramen presenteras en magisteruppsats vid Lunds Universitet, skriven av Fogelmark och Lanker (2014) där variabeln uppvisade ett signifikant negativt samband mellan styrelseledamöter som representerar storägare och VD-ersättning. Detta samband avser Large Cap-bolag för tidsperioden 2009-2012, dock ej för hela deras undersökningsperiod. Att denna studies resultat står i direkt kontrast till tidigare forskningsstudiers resultat, kan bero på att ägare till företag noterade på Small- respektive Mid- och Large-Cap har olika inställning till hur VD:n och dennes arbete bör värderas.

6.2.2.6 VD i styrelsen

Att förekomsten av VD:n i styrelsen inte påvisat något signifikant samband med VD:ns totala ersättning frångår tidigare forskningsresultat som identifierat ett signifikant positivt samband. Detta innebär att det bland Small Cap-bolagen inte var möjligt att påvisa att VD:ns ersättning hade någon koppling till huruvida VD:n hade en position i styrelsen eller inte. En tänkbar förklaring till varför denna studies resultat inte går i linje med managerial power-teorin, kan vara de skillnader som föreligger mellan Sverige och andra länder avseende VD:ns möjlighet till inflytande i styrelsen. Enligt Koden kan ett bolags VD ej inneha styrelseordförandeposten

i samma bolag, något som däremot är tillåtet i USA. Denna reglering medför att VD:s i svenska bolag har, relativt VD:s i amerikanska bolag, en större begränsning vad gäller förhandlingsförmåga i styrelsen och därmed inverkan på den egna ersättningen. Ett sådant resonemang ligger i linje med andra svenska uppsatser som inte heller lyckats fastställa att förekomsten av VD:n i styrelsen har en signifikant inverkan på VD:ns ersättningsnivå (Skenning & Nizic, 2014). En annan tänkbar anledning till avsaknad signifikans, är att VD:n kan ha lika stor möjlighet att influera styrelsen, oberoende av en fast position i styrelsen eller ej. Detta skulle kunna förklaras av att VD:n och styrelsen i stor utsträckning är i behov av att arbeta tillsammans. Utöver detta deltar VD:s ofta i styrelsemöten, vilket lämnar utrymme för VD:n att påverka styrelsen.

6.2.2.7 Styrelseledamöternas ämbetsid

Avseende styrelseledamöternas ämbetsid påvisades inte något signifikant samband med VD:ns ersättningsnivå. Således påverkas VD:ns ersättningsnivå inte av hur länge styrelseledamöterna innehaft positioner i bolagets styrelse. Den teoretiska prediktionen är att de relationer och kopplingar som uppstår mellan styrelse och VD över tid, bidrar till ett positivt samband mellan styrelsens ämbetsid och total ersättning. Såväl Vafeas (2003) som Sapp (2008) fann ett positivt samband, vilket förklarades av att VD:n haft längre tid på sig att utöva inflytande över styrelsen och skapa relationer till ledamöterna, vilket försämrar ledamöternas kontroll och omdöme. Enligt agentteorin förväntas därför ledamöterna bli mindre benägna att agera i aktieägarnas intressen, vilket leder till en högre VD-ersättning. En möjlig förklaring till att ingen signifikans blivit påvisad för variabeln är att den enbart representerar den tid som styrelseledamöterna innehaft sina positioner. Variabeln mäter således inte hur länge styrelseledamöterna och VD:n arbetat tillsammans. Hypotesen blir därmed beroende av antagandet att VD:n har möjlighet att influera styrelsen under hela deras ämbetsid. Ett antagande som inte stämmer när styrelseledamöternas ämbetsid inte sammanfaller med nuvarande VD:s ämbetsid.

6.2.2.8 Styrelseledamöternas ålder

Inget signifikant samband förekommer mellan styrelseledamöternas ålder och VD:ns ersättningsnivå. Enligt teorin förväntas ledamöter med en hög genomsnittsålder bidra med erfarenheter och kunskap som effektiviserar styrelseuppdraget. Således förväntas en hög genomsnittsålder bidra till en bättre kontroll i styrelsen vilket är till bolagets fördel. Core, Holthausen och Larcker (1999) fann ett positivt samband mellan styrelseledamöternas ålder

och VD-ersättning. Skenning och Nizic (2014) undersökte i sin magisteruppsats istället sambandet för svenska publika aktiebolag, och kunde liksom denna studie inte påvisa ett statistiskt säkerställt samband mellan styrelseledamöters ålder och VD-ersättning.

I denna studie föreligger relativt små skillnader i den genomsnittliga åldern för styrelseledamöterna i bolagen och det är möjligt att det snäva åldersspannet har en bidragande effekt till att variabeln saknar signifikans. Den homogena åldersammansättningen kan tänkas försvåra möjligheten att jämföra hur inställningen till VD-ersättning ser ut för olika åldersgrupper. Vidare är det även möjligt att styrelseledamöters ålder inte är ett representativt mått för kunskap och erfarenhet, vilket är de egenskaper som utifrån teorin förväntas påverka VD-ersättningen.

6.2.2.9 Busy board

Huruvida styrelsen klassificeras som en busy board eller inte har i denna studie ingen signifikant påverkan på VD:ns ersättningsnivå. Detta resultat står i motsats till Fitch och Shivdasanis (2006) argument om att styrelseledamöternas övervakningsförmåga försämras när ledamöterna har många uppdrag. Ur ett agentteoretiskt perspektiv innebär den försämrade kontrollen att busy boards förorsakar högre VD-ersättningar. Dessa argument stöds även av Core, Holthausen och Larckers (1999) resultat och resonemang. Värt att notera är att Core, Holthausen och Larckers studie undersökte tidsperioden 1982-1984 och att deras definition av busy board kan tänkas vara förlegad. Detta för att den teknologikutveckling som skett under de senaste 30 åren har effektiviserat planering, övervakning och kommunikation i styrelsearbetet vilket leder till att en styrelseledamot idag rimligtvis kan hantera fler uppdrag samtidigt.

6.2.2.10 Mötesfrekvens

Styrelsens mötesfrekvens har inte uppvisat något signifikant samband med total VD-ersättning. Enligt Jensen och Mecklings (1976) argumentation kring agentteorin, bör en hög mötesfrekvens vara ett tecken på ett högt styrelseengagemang och således resultera i bättre kontroll. Resonemanget stöds även av Laksmana (2008) som menar att en högre mötesfrekvens skapar bättre transparens mot aktieägarna. Detta försvårar kamoufleringen av ersättningar till VD och bidrar därmed till lägre ersättningsnivåer. Vafeas (1999) menar däremot att hög mötesfrekvens är ett tecken på reaktiva åtgärder från företag i kris. En möjlig förklaring till att ingen signifikans kunnat påvisas för variabeln i studien, är att en hög mötesfrekvens i framgångsrika företag kan ha en motsatt effekt på VD:s ersättning jämfört

med företag som är i kris. Eftersom 38 % av de undersökta Small Cap-bolagen gick med förlust år 2013, är det möjligt att de motstridiga effekter som argumenterats kring mötesfrekvens i tidigare studier tar ut varandra och därmed omöjliggör ett mätbart samband. Det kan således vara möjligt att inom lönsamma företag är en hög mötesfrekvens förknippat med ökad transparens och en hög styrelsekontroll, medan en hög mötesfrekvens är kopplat till reaktiva åtgärder för företag som går med förlust. Det kan således vara lämpligt att göra en uppdelning mellan vinst- och förlustföretag när mötesfrekvensens inverkan på VD:s ersättning undersöks.

6.2.2.11 Styrelseledamöternas aktieinnehav

I regressionens resultat framgår det att styrelseledamöternas aktieinnehav inte påverkar VD:ns ersättningsnivå. Enligt agentteorin borde en styrelseledamot med ett ekonomiskt intresse i bolaget ha en större benägenhet att agera utifrån aktieägarnas intresse. Således borde styrelseledamöter med större aktieinnehav vara mindre benägna att tilldela VD:n en högre ersättning, ett beteende som inte påträffas i studien. En aspekt som kan ha påverkat den uteblivna signifikansen är möjligheten att styrelsen besitter ett alltför ojämnt aktieinnehav, där största delen av aktierna som innehas är koncentrerat till ett fåtal ledamöter. Detta kan leda till att delar av styrelsen saknar incitament till att agera utifrån aktieägarnas intresse, en aspekt som även diskuteras av Jensen (1993) och Lin (2005). Utifrån den höga ägarkoncentration som råder, förväntas ett ojämnt eller litet aktieinnehav vara ett mindre problem i Sverige. Trots denna förväntan illustrerar denna studie att problemet faktiskt kan förekomma. En annan möjlig förklaring till att variabeln inte uppvisar någon signifikans kan bero på att variabeln i denna studie mäts som styrelsens genomsnittliga aktieäggande i förhållande till företagets utestående aktier. Detta gör att samma andel i ett litet respektive stort bolag likställs i beräkningarna. Det är således möjligt att en variabel som beaktar styrelsens aktieinnehav i ett absolut monetärt värde, bättre hade kunnat beskriva styrelsens ekonomiska incitament till att verka i ägarnas intresse.

6.2.2.12 Kvinnliga styrelseledamöter

Andelen kvinnliga styrelseledamöter har ett signifikant positivt samband till VD:ns totala ersättning. Detta innebär att en större andel kvinnliga ledamöter i styrelsen leder till en högre VD-ersättning. Den forskning som diskuterades i hypotesformuleringen illustrerar att det föreligger en tvetydighet kring variabelns påverkan på VD-ersättning. Virtanen (2012) hävdar att en ökad könsdiversifiering i styrelsen leder till en mångsidighet som stärker

beslutsfattandet. Westphal och Zajac (1995) diskuterar i sin tur att vid en demografisk samstämmighet mellan VD:n och styrelsen, kan VD:n lättare utöva inflytande över styrelsen. Enligt managerial power-teorin bör detta leda till en lägre ersättningsnivå (Bebchuk & Fried, 2004).

Positiva samband framförs i Randøy, Thomsen och Oxelheims (2006) studie som beskriver hur styrelser präglade av mångfald och diversifiering kan drabbas av konflikter vilket resulterar i tidskonsumerande beslutsprocesser. I förlängning kan konflikterna inom styrelsen tänkas ha en negativ inverkan på styrelsens effektivitet vilket förorsakar en högre VD-ersättning. Randøy, Thomsen och Oxelheims undersökningsresultat är det resultat som bäst stämmer överens med denna studies resultat, vilket kan ses som rimligt då båda studierna är gjorda i en nordisk kontext.

Enligt Koden (2010) ska en jämn könsfördelning eftersträvas i styrelser. Då den genomsnittliga andelen kvinnliga styrelseledamöter uppgår till 19,6 % är det tydligt att detta mål inte uppfylls bland Small Cap-bolagen. Den överrepresentation av män som råder i svenska styrelser kan tänkas medföra att kvinnor, relativt män, i högre grad måste visa sig förtjänta av sin position. Med anledning av detta är det möjligt att anta att endast kvinnor med en viss typ av mentalitet blir invalda i styrelsen. Denna mentalitet kan leda till att den ökade kontrollförmåga som kvinnor förväntas medföra, genom att öka mångfalden i styrelsen, uteblir och dessutom höjer VD-ersättningen.

6.2.2.13 Utländska styrelseledamöter

Variabelns hypotes om ett positivt samband förkastas då det ur studiens resultat är möjligt att konstatera att andelen utländska styrelseledamöter bidrar till att öka VD:ns ersättningsnivå. Hypotesen grundar sig i Oxelheim och Randøys (2005) skandinaviska studie som identifierade ett positivt samband mellan angloamerikanska styrelseledamöter och VD:ns ersättningsnivå. Detta antogs bero på den generellt sett högre lönenivå som råder i USA, vilket gör att utländska ledamöter följer den praxis som råder för ersättningar i deras hemländer vid svenska styrelseuppdrag.

Orsaken till att denna studie uppvisar ett motsatt resultat gentemot tidigare empiri kan bero på flertalet faktorer. Denna studie mäter utomnordiska ledamöter, vilket inte är direkt jämförbart med Oxelheim och Randøys (2005) undersökning som avsåg angloamerikanska ledamöter.

Skillnaderna i det empiriska resultatet kan således ligga i eventuella företagskulturella skillnader mellan angloamerikanska styrelser och de nationaliteter som återfinns i denna studie. En annan potentiell faktor kan vara styrelsens mångfald. Westphal och Zajac (1995) argumenterar för att blir svårare för VD:n att influera styrelsen när en demografisk samstämmighet saknas mellan dem. Med utländska ledamöter i styrelsen ökar diversifieringen och därmed minskar sannolikheten för demografisk samstämmighet mellan styrelsen och VD:n. Förekomsten av utländska ledamöter kan i detta avseende således resultera i en lägre ersättningsnivå.

Virtanen (2012) stödjer ovanstående resonemang genom att hävda att kvinnor kan bidra till ett förbättrat beslutsfattande och effektivt styrelsearbete. Virtanens argument om de positiva effekter en ökad grad av diversifiering kan medföra, skulle även kunna appliceras på utländskt styrelsedeltagande då individer med olika nationalitet och bakgrund troligtvis medför nya tankesätt och perspektiv till styrelsen. Även inom resursberoendeteorin anses externa styrelseledamöter ha en positiv inverkan på företag tack vare kunskap och tillgång till nätverk. Även Adams och Ferreras (2009) menar att mångfald i styrelsen borde resultera i lägre VD-ersättning, då dessa styrelser både anses vara mer effektiva och bättre utföra en övervakning i bolaget. Detta resonemang får stöd av denna studies resultat som visar att ersättningen blir lägre vid fler utländska styrelseledamöter. Vidare stöds resultatet av agentteorin som menar att ökad kontroll och övervakning resulterar i en lägre ersättningsnivå.

En annan faktor som kan ha bidragit till det negativa sambandet kan vara den striktare bolagsstyrningskultur som råder i angloamerikanska styrelser. Ett striktare arbetssätt inom styrelsen kan således resultera i att VD:n övervakas hårdare och på så vis kan få svårt att influera styrelsen. Det kan därför vara möjligt att det negativa samband som råder i denna studie är ett resultat av att de utländska ledamöterna tillför ett striktare arbetssätt. Detta leder till att VD:n ej kan influera styrelsen i samma utsträckning och därför erhåller en lägre ersättning.

6.2.2.14 Styrelseledamöternas- och styrelseordförandens ersättning

Det föreligger ett signifikant positivt samband mellan styrelseledamöternas ersättning och VD:ns ersättning, vilket innebär att studiens uppställda hypotes accepteras. Sambandet innebär att när styrelsens ersättning ökar, ökar även VD:ns ersättningsnivå. Resultatet går i linje med Boyds (1994) argument om ett negativt samband mellan styrelsekontroll och

styrelsens ersättningsnivå. Detta har sin grund i Fama och Jensens (1983) argument om att det är betydelsefullt för en styrelseledamot att ha ett gott rykte avseende sin roll som beslutsfattare, vilket antas förbättras när denne erhåller en låg ersättning. Vidare kan studiens positiva resultat bero på ägarnas inställning till ersättningsnivåer. Ägare som belönar den verkställande direktören med hög ersättning är troligtvis mer benägna att även belöna sina styrelseledamöter. För styrelseordförandens ersättning uppvisades inget signifikant samband gentemot VD:ns ersättningsnivå. Detta resultat är intresseväckande, men något svårförklarligt, då det rimligen kan antas att ersättningsnivån hos styrelseordföranden och ledamöterna bör motiveras utifrån liknande kriterier.

6.2.3 Kontrollvariabler

I studien återfinns inga statistiskt säkerställda samband för variablerna som avser VD:ns attribut. Således är det troligt att Kim, Nofsinger och Mohrs (2010) resonemang om att företagsspecifika faktorer, som exempelvis storlek och bransch, har en större inverkan på ersättningen jämfört med VD:ns egenskaper så som ålder, kön och erfarenhet.

6.2.3.1 Kvinnlig VD

Avseende förekomsten av kvinnlig VD och VD:ns ersättningsnivå råder det inget signifikant samband. Sett till rådande svenska förhållandena för VD-ersättningar i alla branscher, ej enbart börsnoterade bolag, har kvinnor en medianlön på 48 100 kr och män 68 400 kr. Med utgångspunkt i denna löneskillnad finns anledning till att tro att variabeln skulle vara signifikant i relation till VD-ersättning. Skäl till att ett signifikant resultat inte inträffat, kan vara kopplat till att börsnoterade bolag generellt sett granskas hårdare än övriga bolag. Detta kan tänkas driva på utvecklingen av jämställda löner, som det enligt Randøy och Nielsen (2002) finns starka tendenser till i Sverige. Det är även möjligt att förekomsten av kvinnor i undersökningen är för låg för att kunna skildra den riktiga relationen mellan kvinnlig VD och ersättningsnivån. I enbart 7 av 103 bolag förekommer kvinnliga VD:ar och det är därför tänkbart att den uteblivna signifikansen beror på ett litet antal observationer.

6.2.3.2 VD:s ålder

Ur resultatet framgår det att inget signifikant samband mellan VD:ns ålder och VD:ns ersättning föreligger. Som tidigare konstaterat utgör åldern en del av en individs humankapital och enligt Taylor (1975) ökar en individs humankapital med åldern genom ansamling av erfarenheter och kunskap. Collin *et al.* (2012) argumenterade för att detta borde leda till att

VD:n får en högre ersättning. En möjlig förklaring till det uteblivna sambandet kan bero på att den erfarenhet som VD:n erhållit med åldern inte nödvändigtvis är relevant för företaget, och att VD:n därför inte blir kompenserad för denna erfarenhet.

6.2.3.3 VD:s ämbets tid

Avseende VD:s ämbets tid kunde inget signifikant samband påvisas gentemot total VD-ersättning. Detta går emot Vafeas (2003) resonemang om att en VD med tiden samlar på sig kunskap och erfarenhet som kan vara värdefull för företaget. Enligt Vafeas resonemang borde företag vara villiga att betala en högre ersättning ju längre VD:n innehar sin position. Managerial power-teorin belyser en annan aspekt som antas påverka en VD:s ersättningsnivå, nämligen dennes inflytande i styrelsen. Liket det resonemang som förs kring styrelsens ämbets tid, antas en VD:s potentiella inflytande delvis vara kopplat till dess ämbets tid. Vad variabeln inte mäter är hur länge VD:n och styrelsen haft sina poster samtidigt. Trots att en VD innehaft sin post under en längre period innebär det nödvändigtvis inte att denne innehar stor makt i styrelsen. Detta för att styrelseledamöterna kan ha tillträtt nyligen vilket innebär att VD:n inte haft tid att påverka dem.

6.2.3.4 Företagets storlek

Företagets storlek, mätt som börsvärdet, uppvisade ett positivt signifikant samband med VD:ns ersättningsnivå, ett resultat som ligger i linje med tidigare studier och teorier. Kim, Nofsinger och Mohr (2010) poängterar att företagsaspekter som storlek och industri, oftast har större inverkan på ersättningsnivån jämfört med VD:ns personliga egenskaper. Ett möjligt antagande är att större företag generellt sett har större kapitaltillgångar än mindre bolag, vilket kan möjliggöra högre ersättningsnivåer. Att större företag medger högre VD-ersättningar kan även tänkas förklaras av att det är troligt att såväl arbetstid som komplexiteten i arbetet ökar med företagets storlek. Komplexiteten i ett arbete är något som Svenskt Näringsliv (2012) uppger som en vanlig utgångspunkt för ersättningen. Det är även möjligt att anta att ju större företagets verksamhet blir, desto mer globaliserad blir dess verksamhet. En sådan utveckling kan tänkas öka komplexiteten i arbetet ytterligare. Det är därför betydelsefullt att företaget lyckas attrahera en VD som besitter en tillräcklig kompetens och erfarenhet för att hantera positionen på ett effektivt sätt. Inom resursberoendeteorin diskuteras styrelsens uppgifter och dess bidrag till bolaget och en viktig styrelseuppgift är rekrytera talangfulla ledare (Hermanson *et al.*, 2012). Ju högre krav som ställs på VD:ns kompetens, desto högre ersättning bör företaget vara villigt att erbjuda VD:n (Finkelstein & Hambrick, 1988).

Komplexiteten och en ökad globalisering kan således tänkas påverka ersättningsnivån positivt, likt denna studies resultat.

Som tidigare nämnt är även benchmarking flitigt använt inom företagsvärlden (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010), vilket höjt lönenivåerna de senaste åren. I takt med att företagsstorleken ökar kan det därmed tänkas vara så att företag väljer att nyttja benchmarking gentemot liknande bolag såväl som större bolag. Detta för att sätta en lön som är konkurrenskraftig och som visar vilka intentioner företaget har om att växa och eventuellt globaliseras. På så vis stiger lönenivån i takt med att företagets börsvärde och storlek ökar, vilket kan förklara studiens resultat.

6.2.3.5 Företagets kapitalstruktur

Avseende företagets soliditet kunde inget signifikant samband påvisas. Därmed finns det i denna studie inte stöd för det resonemang som förts av Collin *et al.* om att en högre skuldsättningsgrad resulterar i en mer restriktiv bolagsstyrning, och således en lägre ersättning. En möjlig förklaring till avsaknaden på signifikans kan vara branschens inverkan på kapitalstrukturen. Det är möjligt att kapitalstrukturen i bolag beror på vilken bransch företaget är verksamt i. Vidare är det möjligt att det föreligger olika ersättningskulturer mellan branscher, vilket kan ha en inverkan på ersättningsnivån. Då det inte är möjligt att särskilja dessa två samband, utan att inkludera branscher i regressionen, kan ovanstående resonemang tänkas bidra till att inget signifikant samband föreligger mellan kapitalstruktur och VD:ns ersättningsnivå.

6.2.3.6 Företagets prestation

Sambandet mellan företagets prestation och VD:ns ersättning har utifrån tidigare studier varit tvetydigt. Tosi *et al.* (2000) fann ett svagt samband, medan Randøy och Nielsen (2002) som genomförde en studie ur ett skandinaviskt perspektiv, ej kunde finna något statistiskt säkerställt samband. Utifrån agentteorin bör VD:ns ersättning bero på företagets prestation och således hur väl VD:n har presterat. Detta för att lösa den intressekonflikt som uppstår till följd av separationen mellan ägande och kontroll (Jensen & Meckling, 1976). Ersättningen fungerar som ett incitament för VD:n att förbättra företagets prestation och generera ett högt aktieägarvärde (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Att denna studie inte finner något signifikant samband motsäger således teorin, men resultatet ligger delvis i linje med tidigare forskningsresultat. Svårigheten i att finna ett samband skulle delvis kunna grunda sig i

managerial power-teorin, där VD:n antas utnyttja sin maktposition för att erhålla en högre ersättning än vad som är motiverat utifrån dennes prestation i bolaget.

Randøy och Nielsen (2002) argumenterar, som tidigare nämnts, att de socialdemokratiska influenserna med en stark jämlikhetskultur som förekommer i Sverige och Norge kan vara förklaringen till avsaknaden av signifikans. Enligt författarna är en gemensam åsikt i länderna att en VD:s kompensation borde utgå från hur krävande dennes arbetsuppgifter är, framför hur väl individen presterar. Detta kan förklara den låga andelen av rörlig ersättning som återfinns i Sverige. Bland de studerade Small Cap- bolagen erhöll VD:s i 46 bolag (45 %) en rörlig ersättning under år 2013. Att rörlig ersättning ej förekom i fler bolag kan även ha sin grund i att 40 bolag (39 %) gick med förlust under år 2013 då den rörliga ersättningen baseras på redovisningsbaserade mått. Utöver detta är det även möjligt att studiens operationalisering av företagets prestation, ROE, haft en inverkan på att sambandet inte blivit signifikant. Detta för att det är möjligt att företag i studien låtit andra prestationsmått verka som utgångspunkter för VD:ns ersättningsnivå. Följaktligen hade sambandet mellan företagets storlek och VD-ersättningen kunnat te sig annorlunda om ett annat prestationsmått använts i studien.

6.2.3.7 Största ägaren

I studien var det inte möjligt att identifiera något statistiskt säkerställt samband mellan VD-ersättningen och den största ägarens röstandel i bolaget. Detta innebär i ett ersättningsperspektiv att vilken röstandel den största ägaren innehar, inte har någon betydelse för VD:ns ersättningsnivå. Tidigare studier har påvisat ett negativt samband mellan variablerna vilket antas bero på att ju större röstandel ägaren har, desto bättre förmåga har ägaren att kontrollera styrelsens effektivitet. Likt det resonemang som förs kring variabeln som avser styrelseledamöters beroende gentemot större aktieägare, är den förväntade effekten att en högre ägarkoncentration bör resultera i förbättrad styrelsekontroll. En förbättrad styrelsekontroll borde i sin tur leda till lägre ersättning. Detta samband har dock inte kunnat påvisas för Small Cap-bolagen i studien.

Det är möjligt att resultatet för variabeln sett annorlunda ut vid en annan operationalisering. Andra tolkningar av variabeln storägare görs i bland annat Fogelmark och Lankers (2014) magisteruppsats som definierar variabeln som den andel alla storägare gemensamt utgör, vilket medförde ett signifikant resultat. I en annan magisteruppsats skriven av Skenning och Nizic (2014) definieras storägare som en dikotom variabel vid förekomst av ett ägande som

överstiger 20 %. Denna operationalisering påvisade ej ett signifikant samband. Detta styrker argumentet om att operationaliseringen sannolikt har en inverkan på avsaknaden av signifikans i denna studie.

6.3 Avslutande analys

Agentteorin är en grundläggande och frekvent förekommande teori inom bolagsstyrning men får trots detta enbart ett svagt stöd av studiens resultat. Agentteorin avser den intressekonflikt som uppstår till följd av separationen av ägande och kontroll (Jensen & Meckling, 1976). Utifrån teorin finns två huvudsakliga tillvägagångssätt för att lösa konflikten; övervakning och incitament (Jensen & Meckling, 1976). Genom att införa en styrelse som till största del är oberoende gentemot bolagsledningen kan en mer effektiv övervakning säkerställas. Detta resonemang kunde inte till fullo stödjas av studiens resultat, en avvikelse som skulle kunna bero på den svenska ägarstrukturen som är präglad av en hög ägarkoncentration. Den höga ägarkoncentrationen medför att separationen mellan ägandet och kontroll i bolaget inte blir lika stor till följd av att fler ägare aktivt deltar i bolaget. På så vis bidrar fler aktiva ägare till en mer omfattande övervakning i bolaget. Med utgångspunkt i ovanstående resonemang om att aktiva storägare kan bidra positivt till övervakningen i bolag, är det möjligt att styrelseledamöters oberoende gentemot bolaget är av mindre relevans i Sverige för att lösa den intressekonflikt som diskuteras i agentteorin.

I studien har det däremot varit möjligt att finna ett större stöd för managerial power-teorins antaganden. Teorin framhåller att VD:ns förhandlingsförmåga till stor del beror på styrelsens sammansättning och bolagets ägarstruktur. Ur det empiriska resultatet har det varit möjligt att urskilja att somliga av styrelsens egenskaper, som utifrån teorin borde begränsa VD:ns inflytande i styrelsen, istället haft en motsatt effekt på VD:ns förhandlingsförmåga. I studien har det således funnits bevis för att VD:n i vissa aspekter besitter ett större inflytande än vad som förväntades. Ett exempel för detta ges av variabeln arbetstagarrepresentanter som visar på att fler arbetstagarrepresentanter i styrelsen leder till en högre VD-ersättning. Detta går emot antagandet om att representanternas närvaro i styrelsen, bidrar till en lägre VD-ersättning. En av orsakerna till att deras närvaro höjer VD-ersättningen antas bero på VD:ns möjlighet att influera arbetstagarrepresentanterna.

Resursberoendeteorin har enbart verkat som ett teoretiskt komplement och inget empiriskt stöd för teorin har hittats i studien. Trots detta anses teorin vara relevant då den tillämpats för att bredda det analytiska perspektivet.

Studiens hypotesformuleringar grundas främst på teoretiska perspektiv och inte på empiriska resultat som uppvisats i andra studier. Utifrån studiens uppställda hypoteser och det resultat som genererats är det möjligt att konstatera att tidigare empirisk forskning inom området, bättre stödjer studiens resultat än vad framförda teorier gör.

Kapitel 7. Slutsatser

I detta kapitel redogörs de slutsatser som kan dras utifrån studiens resultat respektive analys för att besvara studiens forskningsfråga. Avslutningsvis presenteras förslag på framtida forskning inom området.

Syftet med studien har varit att undersöka hur olika styrelsespecifika egenskaper i ett bolag, noterat på Stockholmsbörsens Small Cap-lista, kan påverka ersättningsnivån till bolagets verkställande direktör. Studien har ämnat förklara detta genom att empiriskt testa olika styrelserelaterade variabler gentemot total VD-ersättning i en multipel linjär regression. Resultaten visar att det föreligger tydliga samband mellan styrelsens egenskaper och VD:ns ersättningsnivå i dessa bolag. De studerade förklaringsvariabler som har signifikanta positiva samband till VD:ns ersättningsnivå är följande: styrelsens storlek, arbetstagarrepresentanter, beroende gentemot större aktieägare, kvinnliga styrelseledamöter och styrelseledamöternas ersättning. Vidare uppvisade även en av studiens kontrollvariabler, företagets storlek, ett statistiskt säkerställt positivt samband till VD:ns totala ersättning. De positiva sambanden innebär att en ökning i dessa variabler bidrar till en högre VD-ersättning. En variabel som i studien har en signifikant motsatt effekt på ersättningsnivån är utländska styrelseledamöter. För studiens resterande variabler identifieras inga signifikanta samband till VD:ns ersättningsnivå.

Avseende styrelsens storlek, vars samband är i linje med teoretiska antaganden och tidigare studier, kan resultatet vara kopplat till free rider-problematiken. Mindre styrelser innebär därmed att styrelseledamöterna sannolikt upplever ett större ansvar i samband med ersättningsrelaterade frågor, vilket sänker VD-ersättningen. Det positiva samband som föreligger mellan styrelsens ersättning och VD-ersättningen stödjer teorin om att det är viktigt att som styrelseledamot skapa ett bra rykte om sig själv, vilket anses stärkas vid en låg ersättningsnivå. Det skulle även kunna förklaras av att ägare som tenderar att belöna sin VD med en hög ersättning, på samma sätt är villiga att belöna styrelsen.

Bland Small Cap-bolag noterade på Stockholmsbörsen har de aspekter som är relaterade till mångfald i studien en bevisad inverkan på VD:ns totala ersättning. Dock yttrar sig dessa effekter olika beroende på vilken typ av diversifiering det rör sig om. Det positiva samband som påvisades för kvinnliga styrelseledamöter kan möjligen förklaras av att en ökad mångfald

leder till ett försämrat beslutsfattande. Det är även möjligt att den underrepresentation som råder i Small Cap-styrelser, påverkar kvinnors agerande som styrelseledamöter. Att utländska styrelseledamöter påvisats bidra till en lägre ersättningsnivå tros ha sin grund i att utländska ledamöter bidrar med kvaliteter som kan förbättra styrelsekontrollen. En större andel utländska ledamöter minskar även den demografiska samstämmigheten mellan styrelsen och VD, vilket förväntas göra det svårare för VD:n att förhandla till sig en högre lön. Att arbetstagarrepresentanter har ett positivt samband till VD-ersättningen kan bero på att de befinner sig i en beroendeställning till VD:n då arbetstagarrepresentanter enligt rekommendation utses bland företagets anställda. Således har VD:n en möjlighet att påverka representanten till sin fördel, vilket höjer ersättningen. Det är därmed möjligt att argumentera för att faktorer avseende mångfald har olika inverkan på styrelsens effektivitet och VD:ns förmåga att utöva makt och inflytande över styrelsen. Denna insikt kan vara betydelsefull för aktieägare vid framtida beslut om styrelsens sammansättning. Det kan dock vara riskabelt att enbart resonera utifrån ett ersättningsperspektiv vid val av styrelseledamöter, då fastställandet av ersättningen endast utgör en av flera viktiga styrelseuppgifter.

Ett av de mest uppseendeväckande resultaten i studien avser variabeln för styrelseledamöters beroende gentemot större aktieägare. Variabeln visar ett positivt signifikant samband till VD:ns totala ersättning vilket innebär att ju fler styrelseledamöter som är beroende gentemot större aktieägare, desto högre blir VD-ersättningen. Resultatet är svårtolkat då det går emot agentteoretiska antaganden om att styrelseledamöter som är beroende i förhållande till större aktieägare, borde ha ett starkt incitament till att agera i aktieägarnas intresse. Det är således möjligt att agentteorin i somliga avseenden är för generell och därmed blir mindre applicerbar på specifika situationer. Svårigheten i att tydliggöra varför resultatet skiljer sig från agentteorin exemplifierar ytterligare den komplexitet som föreligger kring VD-ersättningar.

Resultatet i studien särskiljer sig i flera aspekter jämfört med teoretiska antaganden och tidigare empiriska resultat. Skillnaderna kan bero på att denna studie är utförd i en kontext som skiljer sig från den forskning som den teoretiska referensramen grundats på. Detta innefattar olika geografiska områden och tidsperioder, samt olika kombinationer av studerade variabler. Vad gäller empiriska skillnader kan ett exempel ges av variabelerna VD i styrelsen och oberoende gentemot bolagsledningen. Detta då resultatet för dessa variabler skiljer sig från de resultat som återfinns i studier gjorda i en amerikansk kontext, som bland annat präglas av en annan ägarstruktur samt regler för styrelsen. Således är det möjligt att anta att

empiriska resultat delvis beror på den praxis, lagar och rekommendationer som förekommer i det land som studeras. I förlängning medför detta även att Svensk Kod för Bolagsstyrning antas ha en inverkan på de styrelser som undersökts i studien. Sammantaget innebär detta att det kan vara svårt att i ett större sammanhang generalisera somliga styrelserrelaterade aspekter och dess effekt på VD-ersättning då de kan bero på kontextuella förutsättningar.

I studien inkluderades kontrollvariabler som förväntades ha signifikanta samband till VD:ns totala ersättning. Dessa förväntningar baserades på tidigare forskningsresultat samt allmänt vedertagna uppfattningar om vad ersättningen beror på. Till följd av att enbart en av dessa variabler, företagets storlek, uppvisade ett signifikant samband till VD-ersättningen uppstår funderingar kring dessa variabelers egentliga innebörd på lönesättningen. Detta resultat belyser den svårighet som föreligger kring att avgöra vad VD-ersättningen egentligen motiveras av. Studiens förklaringsgrad illustrerar att de undersökta variablerna delvis förklarar VD:ns ersättning men att en stor del kvarstår att förklaras, vilket innebär att andra aspekter som inte studerats har en inverkan på VD:ns ersättningsnivå. Det föreligger därför en möjlighet att aspekter som är svårare att mäta och definiera har en inverkan på lönesättningen och kan förklara den resterande variansen i ersättningsnivån. Däribland kan exempelvis VD:ns meriter, VD:ns anseende, benchmarking och kulturella aspekter tänkas ha en inverkan på lönesättningen.

Till följd av att ersättningar till verkställande direktörer ofta ses som höga och svårmotiverade i allmänhetens ögon är det ett uppmärksammat ämne. Syftet med studien har varit att undersöka huruvida olika styrelserrelaterade faktorer har en inverkan på VD:ns ersättningsnivå och hur dessa samband i sådana fall ter sig. Då studiens förklaringsgrad är relativt lik förklaringsgraden i forskningsstudier och uppsatser som undersökt sambandet i större bolag, går det att konstatera att det råder en liknande oklarhet och tvetydighet för VD-ersättningen inom Stockholmsbörsens samtliga storlekssegment. I media uppmärksammas framförallt Stockholmsbörsens största bolag men för att bringa klarhet i frågan visar studiens resultat på att det finns skäl till att i en större utsträckning inkludera Small Cap-bolag i ersättningsdebatten.

Av studiens resultat har det varit möjligt att konstatera att styrelsen har en betydelsefull inverkan på VD-ersättningen. Det råder dock fortfarande oklarhet kring vad som till fullo kan förklara VD:ns ersättningsnivå. Till följd av ämnets komplexitet och den problematik som

föreligger att motivera vad VD:ns ersättning baseras på, lär ämnet förbli omdebatterat och uppmärksammat. Utifrån den rådande samhällsdebatten kring VD-ersättningar, som tenderar att fokusera på aspekter hänförliga till VD:n, visar studiens resultat på att det föreligger en angelägenhet att i större utsträckning lyfta fram styrelsens inverkan på VD:ns ersättningsnivå.

7.1 Förslag till framtida forskning

Under studiens gång har åtskilliga tankar och idéer väckts om hur ytterligare forskning kan utformas för att utöka förståelsen för denna studie och ämnet i stort. Dessa idéer har inte varit möjliga att genomföra i denna studie på grund av tidsbegränsningar eller för att de inte ligger helt i linje med den problemformulering som studien syftar till att besvara.

Undersöka andra variabler

Det föreligger ett intresse att studera ytterligare aspekter då variablerna i studien inte kunnat förklara tänkta samband fullt ut. Genom att mäta hur länge nuvarande VD och styrelseledamöter innehaft sina poster samtidigt kan ett bättre mått för VD:ns möjlighet till förhandlingsförmåga i styrelsen erhållas. En annan intressant aspekt hade varit att undersöka förekomsten av interlocking för VD:n, vilket syftar till när verkställande direktörer innehar styrelseuppdrag i varandras företag. Slutligen hade det varit av intresse att studera varje variabls inverkan på respektive del av VD:ns ersättning, det vill säga effekten på rörlig-, fast- och övrig ersättning såväl som övriga förmåner och optionsinnehav. Vidare hade det varit spännande att även studera mer kvalitativa variabler som utbildning, konkurrens, meriter, attityder och medial uppmärksamhet.

Utöka mängden data

Genom att utöka omfattningen av studien och undersöka fler marknader, exempelvis Mid- och Large Cap, hade en jämförelse möjliggjorts. En mer omfattande studie med fler bolag ökar möjligheten till att dra generella slutsatser av resultaten. Med fler observationer hade även den statistiska säkerheten ökat. Att utföra en studie över tid hade även varit intressant då det hade gjort det möjligt att analysera förändringar över tid samt säkerställa att undersökningsåret inte är ett avvikande år.

Nordisk kontext

Det vore även intressant att tillämpa ett nordiskt perspektiv och därmed undersöka vilka likheter och skillnader som förekommer mellan länderna. Åtskilliga studentuppsatser avser

enbart den svenska marknaden och en studie omfattande nationella aktiemarknader hade kunnat belysa styrelsens inverkan på VD-ersättning i ett större perspektiv.

Referenser

Litteratur

Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge: Cambridge University Press

Bryman, A. & Bell, E. (2011). *Business Research Methods*, New York: Oxford University Press Inc.

Ejvegård, R. (2002). *Vetenskaplig metod för projektarbete*, Lund: Studentlitteratur AB

Hair, J. & Black, W. (2010). *Multivariate Data Analysis*, New Jersey: Pearson Education Inc.

Jacobsen, D-I. (2002). *Vad, Hur och Varför: Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Lund: Studentlitteratur AB

Kim, K. A., Nofsinger, J. R. & Mohr, D. J. (2010). *Corporate Governance*, Pearson: Prentice Hall

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

Körner, S. & Wahlgren, L. (2012). *Praktisk Statistik*, Lund: Studentlitteratur AB

Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Lund: Studentlitteratur AB

Patel, R. & Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Lund: Studentlitteratur AB

Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, New York: Harper and Row

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

Wahlgren, L. (2012). SPSS Steg för Steg, Lund: Studentlitteratur AB

Artiklar och tidskrifter

Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance, *Journal of Financial Economics*, nr. 94, s. 291-309

Aktiespararna (2013). Börstabelle, *Aktiespararen*, nr. 1

Bebchuk, L. A., Fried, J. M. & Walker, D. I. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, *The University of Chicago Law Review*, vol. 69, s. 751-846

Bebchuk, L. A. & Fried, J. M. (2004). Pay Without Performance: Overview of the Issues, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, nr. 4

Boyd, B. K. (1994). Board Control and CEO Compensation, *Strategic Management Journal*, vol. 15, s. 335-344

Bång, J. (2006). Kartläggning och utvärdering av svenska incitamentsprogram, Manuskript, Rapport till första AP-fonden

Bång, J. & Waldenström, D. (2009). Rörlig ersättning till vd – Vad säger forskningen? *Ekonomisk Debatt*, vol. 37, nr. 5

Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L. H. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, nr. 1, s. 81-112

Collin, S.O., Gustafsson, L., Petersson, E. & Smith, E. (2014). Options Are a CEO's Best Friend: Executive Compensation and Ownership in Swedish Listed Corporations, *IUP Journal of Corporate Governance*, vol. 13, nr. 3, s. 40-71

Canyon, M. J. & Peck, S. I. (1998). Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation, *Academy of Management Journal*, vol. 41, nr. 2, s. 146-157

Core, J. E., Holthausen, R. W. & Larcker, D. F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, nr. 51, s. 371-406

Dalton, D. R., Daily, C. M., Trevis Certo, S. & Roengpitya, R. (2003), Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion?, *The Academy of Management Journal*, vol. 46, nr. 1, s. 13-26

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, vol. 14, nr. 1, s. 57-74

Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, nr. 2, s. 301-325

Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. (1988). Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation, *Strategic Management Journal*, vol. 9, nr. 6, s. 543-558

Fitch, E. M. & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors?, *The Journal of Finance*, vol. 61, nr. 2, s. 689-724

Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M. & Makri, M. (2003). The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations, *Academy of Management Journal*, vol. 46, nr. 2, s. 226-237

Hermanson, D. R., Tompkins, J. G., Veliyath, R. & Ye, Z. S. (2012). The Compensation Committee Process, *Contemporary Accounting Research*, vol. 29, nr. 39, s. 666-709

Hillman, A. J. & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives, *Academy of Management Review*, vol. 28, nr. 3, s. 383-396

Hillman, A. J., Withers, M. C. & Collins, B. J. (2009). Resource Dependence Theory: A Review, *Journal of Management*, vol. 35, nr. 6, s. 1404-1427

Huther, J. (1997). An Empirical Test of the Effect of Board Size on Firm Efficiency, *Economics Letters*, vol. 54, s. 259-264

Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *The Journal of Finance*, vol. 48, nr. 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, nr. 4, s. 305-360

Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990). CEO Incentives, It's Not How Much You Pay, But How, *Harvard Business Review*, vol. 68, nr. 3, s. 138-153

Khanna, P., Jones, C. D. & Boivie, S. (2014). Director Human Capital, Information Processing Demands, and Board Effectiveness, *Journal of Management*, vol. 40, nr. 2, s. 557-585

Laksmana, I. (2008). Corporate Board Governance and Voluntary Disclosure of Executive Compensation Practices*, *Contemporary Accounting Research*, vol. 25, nr. 4, s. 1147-1182

Lin, Y-F. (2005). Corporate Governance, Leadership Structure and CEO Compensation: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance*, vol. 13, nr. 6, s. 824-835

Murphy, K. J. (1999). Executive compensation, *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, s. 2485-2563

Muth, M. & Donaldson, L. (1998). Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 6, nr.1, s. 5-28

Ogden, S. & Watson, R. (2012). Remuneration Committees, Pay Consultants and the Determination of Executive Director's Pay, *British Journal of Management*, vol. 23, nr. 4, s. 502-517

Otten, J. A. & Heugens P.P.M.A.R. (2008). The Managerial Power Theory of Executive Pay: A Cross National Test and Extension, *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, s. 1-6

Oxelheim, L. & Randøy, T. (2001), The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value, *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, s. 2369-2392

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, nr. 4, s. 470-483

Randøy, T. & Jenssen, J. I. (2004). Board Independence and Product Market Competition in Swedish Firms, *Corporate Governance: An International review*, vol. 12, nr. 3, s. 281-289

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

Randøy, T., Thomsen, S. & Oxelheim, L. (2006). A Nordic Perspective on Corporate Board Diversity, *Nordic Innovation Centre*

Sapp, S. G. (2008). The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation, *European Financial Management*, vol. 14, nr. 4, s. 710-746

Taylor, R. N. (1975). Age and Experience as Determinants of Managerial Information Processing and Decision Making Performance, *Academy of Management Journal*, vol. 18, nr. 1, s. 74-81

Tosi, H. L. & Gomez-Mejia, L. R. (1989). The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective, *Administrative Science Quarterly*, nr. 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, nr. 2, s. 301-339

Vafeas, N. (1999). Board Meeting Frequency and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, nr. 1, s. 113-142

Vafeas, N. (2003). Length of Board Tenure and Outside Director Independence, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30, nr. 7-8, s. 1043-1064

Virtanen, A. (2012). Women on the Boards of Listed Companies: Evidence from Finland. *Journal of Management and Governance*, vol. 16, nr. 4, s. 571-593

Waelchli, U. & Zeller, J. (2013). Old Captains at the Helm: Chairman Age and Firm Performance, *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, nr. 5, s. 1612-1628

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

Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, vol. 40, nr. 2, s. 185-211

Elektroniska källor

Bryngelson, H., Arnegård Hansen, S., Olsson, H-O., Redelius, A. & Persson, J. (2006). Vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare, *Svenskt Näringsliv*. Tillgänglig online: http://www.svensktnaringsliv.se/migration_catalog/Rapporter_och_opinionsmaterial/Rapporters/vagledning-avseende-ersattningar-till-vd-och-ledande-befattningsh_526144.html/BINARY/Vagledning%20avseende%20ersattningar%20till%20VD%20och%20ledande%20befattningshavare [Hämtad 16 april 2015]

Ersättningsakademien (2013). VD-ersättningar i de 36 största svenska börsföretagen 2013. Tillgänglig online: http://www.ersattningsakademien.se/wp-content/uploads/2014/11/HH_Ersattn-debatt-VD-14.pdf [Hämtad 26 maj 2015]

Frisk, M. (2011). Vinklat om vd i styrelsen, *VD-tidningen*. Tillgänglig online: <http://vdtidningen.se/vinklat-om-vd-i-styrelsen/> [Hämtad 15 april 2015]

Hugo, K. (2014). Kursras – Då får vd bonus, *Svenska Dagbladet Näringsliv*. Tillgänglig online: http://www.svd.se/naringsliv/kursras-da-far-vd-bonus_3513284.svd [Hämtad 21 april 2015]

Hultqvist, D. (2012). Styrelsechef försvarar vd-lönen i Vätterhem, *Jnytt*. Tillgänglig online: <http://www.jnytt.se/styrelsechef-forsvarar-vd-lonen-i-vatterhem#> [Hämtad 10 april 2015]

Japac, L., Ahtiainen, A., Hörngren, A., Lindén, H., Lyber, L. & Nilsson, P. (1997). Minska bortfallet, *Statistiska Centralbyrån*. Tillgänglig online: http://www.scb.se/statistik/_publikationer/ov9999_2000i02_br_x97Öp9701.pdf [Hämtad 14 april 2015]

Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning (2010). Svensk kod för bolagsstyrning. Tillgänglig online: http://www.bolagsstyrning.se/media/45273/svenskkodbolagsstyrn_2010_korrigerad20110321.pdf [Hämtad 16 april 2015]

Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning (2015a). Den svenska modellen för bolagsstyrning. Tillgänglig online: <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/svensk-bolagsstyrning/den-svenska-modellen-for-bolagsstyrning> [Hämtad 16 april 2015]

Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning (2015b). Koden. Tillgänglig online: <http://www.bolagsstyrning.se/koden> [Hämtad 16 april 2015]

Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning (2015c). Könsfördelningen i börsbolagens styrelser: Kollegiet redovisar läget före årets bolagsstämmor. Tillgänglig online: <http://news.cision.com/se/kollegiet-for-svensk-bolagsstyrning/r/konsfordelningen-i-borsbolagens-styrelser--kollegiet-redovisar-laget-fore-arets-bolagsstammor,c9716782> [Hämtad 18 april 2015]

Ledarna - Sveriges chefsorganisation (2013). Chefens chef är en man - Ledarnas jämställdhetsbarometer 2013. Tillgänglig online: http://www.ledarna.se/globalassets/rapporter/jamstallldhet/jamstallldhetsbarometer_2013.pdf [Hämtad 8 maj 2015]

Malmqvist, M. (2015). Skarp kritik från Aktiespararna mot Axis styrelse, *Computer Sweden*. Tillgänglig online: <http://computersweden.idg.se/2.2683/1.617651/skarp-kritik-fran-aktiespararna-mot-axis-styrelse> [Hämtad 10 april 2015]

Mälardalens högskola (2014). Validitet, *Akademin för ekonomi, samhälle och teknik*. Tillgänglig online: <http://www.mdh.se/student/minastudier/examensarbete/omraden/metoddoktorn/metod/validitet-1.29071> [Hämtad 19 maj 2015]

Pollard, N. & Koranyi, B. (2013). For Nordic Bosses, Joys of Home Trump Top Dollar Pay, *Thomson Reuters*, <http://www.reuters.com/article/2013/03/10/us-nordics-pay-idUSBRE92906M20130310> [Hämtad 16 april 2015]

Skog, R. (1996). Aktiebolagsstiftning i förändring - not om pågående lagstiftningsarbete i de nordiska länderna, *SvJT*. Tillgänglig online: <http://svjt.se/svjt/1996/42> [Hämtad 17 april 2015]

Sundkvist, F. & Jungstedt, C. (2015). LO till attack mot finanschefernas ”fantasilöner”, *Svenska Dagbladet Näringsliv*. Tillgänglig online: http://www.svd.se/gigantiskt-miljonregn-over-finansdirektorer_4424803 [Hämtad 16 april 2015]

Svenskt Näringsliv (2012). Kvotering till bolagsstyrelser får kritik. Tillgänglig online: http://www.svensktnaringsliv.se/fragor/europa/kvotering-till-bolagsstyrelser-far-kritik_566178.html [Hämtad 10 april 2015]

Finansiell data

Avanzas hemsida

www.avanza.se

Nasdaq OMX Nordics hemsida

<http://www.nasdaqomxnordic.com>

Orbis databas

www.orbis.com

Riksbankens hemsida

www.riksbank.se

Thomson Reuters hemsida

<http://www.reuters.com>

Lagrum

SFS: 2005:551. Aktiebolagslag. Stockholm: Justitiedepartementet L1

SFS: 1987:1245. Lag om styrelserepresentation för de privatanställda. Stockholm: Arbetsmarknadsdepartementet ARM

SFS: 1995:1554. Årsredovisningslag. Stockholm: Justitiedepartementet L1

Övriga källor

Fogelmark, M. & Lanker, H. (2014). Hur påverkar styrelsens sammansättning VD:s ersättningsnivå?, Företagsekonomiska institutionen, Ekonomihögskolan, Lunds Universitet, Studentuppsats

Håkansta, J. & Säwe Lindholm, F. (2011). VD-ersättning och ägarstrukturer, Företagsekonomiska institutionen, Ekonomihögskolan, Lunds Universitet, Studentuppsats

Skenning, D. & Nizic, T. (2014). Hur påverkar styrelsen och ersättningsutskottet nivå och strukturen på VD:s ersättning?, Ekonomihögskolan, Linnéuniversitetet, Studentuppsats

Bilagor

Bilaga 1 – Bolag noterade på Small Cap år 2013

Nedan listas alla bolag registrerade på Small Cap år 2013. Urvalsgruppen består av 126 bolag varav 23 bolag har fallit bort.

Acando	KABE	Studsvik**
Addnode	Karo Bio	Svedbergs**
Allenex	Karolinska Development	Svolder*
Anoto Group	Know IT	TradeDoubler
Arcam	Lammhults Design Group	Transatlantic
Arise	Malmbergs Elektriska	Uniflex
Aspiro	Micro Systemation	VBG
Avega Group	Micronic Mydata**	Venue Retail Group*
BE Group	Midsona	Vitec Software Group
Beijer Electronics	Midway	Vitrolife
Bergs Timber	Moberg Derma (Moberg Pharma)	XANO Industri
BioInvent**	MQ Holding*	
Björn Borg	MSC Konsult	<u>Bortfall</u>
Bong	MultiQ	
Boule Diagnostics	NAXS Nordic Access Buyout	A-com
BTS Group	Net Insight**	Acap Invest
Bulten	Nordic Mines	Arctic Paper
Catena	NOTE	Artimplant
Cavotec	Novestra	Biotage
CellaVision	Novotek	Cision
Concordia	NSP Holding	Coastal Contact
Connecta	Oasmia*	Diamyd
Consilium	Odd Molly	Elos
CTT Systems	OEM	Epicept
Cybercom	Opcon	Etrion Corporation
Dedicare	Orexo**	Lagercrantz
DGC One	Ortivus	Luxonen SDB
Doro	PA Resources**	Morphic
Duroc	PartnerTech	Nederman
Elanders	Poolia	Phonera
Electra Gruppen	Precise Biometrics**	Prevas
Endomines	Proact IT Group	Pricer
Enea	Probi**	Shelton Petroleum
eWork Scandinavia	Profilgruppen	Sigma
Feelgood**	RaySearch	Traction
Fingerprint	Readsoft	Transcom
Formpipe Software	Rejlers	Trigon Agri
Geveko	rnb Retail and Brands*	
Global Health Partner	Rottneros**	
Havsfrun	Rörvik Timber	
Hemtex	Seamless Distribution	
HMS Networks	Semcon	
IAR Systems	Sensys Traffic	
Image Systems	SinterCast	
Intellecta	Softronic	
ITAB Shop	Stjärna Fyrkant (Stockwik Förvaltning)**	

*Företag med brutet räkenskapsår

** Företag med VD-byte under 2013

Bilaga 2 - Sammanställning av regressionens utfall

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	4,409	,565		7,808	,000		
	Styrelsens storlek	,038	,019	,199	2,030	,046	,638	1,568
	Arbetstagarrepresentanter	,368	,142	,228	2,590	,011	,785	1,274
	Ersättningsutskott	,015	,038	,038	,400	,690	,684	1,462
	Oberoende gentemot bolagsledningen	,000	,001	,036	,335	,739	,534	1,871
	Beroende gentemot större aktieägare	,203	,097	,224	2,093	,040	,534	1,874
	VD i styrelsen	,049	,045	,109	1,087	,280	,610	1,639
	Styrelseledamöternas ämbets tid	,000	,006	,004	,032	,975	,485	2,061
	Styrelseledamöternas ålder	-,004	,004	-,083	-,850	,398	,635	1,576
	Busy Board	,006	,038	,017	,172	,864	,661	1,512
	Mötesfrekvens	,009	,005	,176	1,820	,073	,650	1,539
	Styrelseledamöternas aktieinnehav	-,006	,004	-,157	-1,705	,092	,722	1,386
	Kvinnliga styrelseledamöter	,313	,123	,236	2,541	,013	,708	1,412
	Utländska styrelseledamöter	-,302	,111	-,251	-2,720	,008	,718	1,392
	Styrelseordförandens ersättning (log 10)	,039	,028	,118	1,384	,170	,840	1,190
	Styrelseledamöternas ersättning (log 10)	,187	,091	,195	2,051	,044	,677	1,476
	Kvinnlig VD	-,007	,065	-,009	-,106	,916	,779	1,284
	VD:s ålder	-,001	,003	-,038	-,418	,677	,740	1,351
	VD:s ämbets tid	-,003	,003	-,086	-,793	,430	,517	1,933
	Företagets storlek (börsvärde (log 10))	,089	,039	,215	2,285	,025	,688	1,453
	Företagets kapitalstruktur (soliditet)	-,055	,078	-,062	-,696	,488	,772	1,296
	Företagets prestation (räntabilitet på eget kapital)	,040	,037	,100	1,071	,288	,706	1,416
	Största ägare	-,028	,105	-,028	-,270	,788	,587	1,705

a. Dependent Variable: Total ersättning (log 10)

Tabell 2.1 Sammanställning av regressionens utfall med logaritmerade variabler.

Bilaga 3 - Spridningsdiagram för regressionsmodellens residualer och förväntade värden

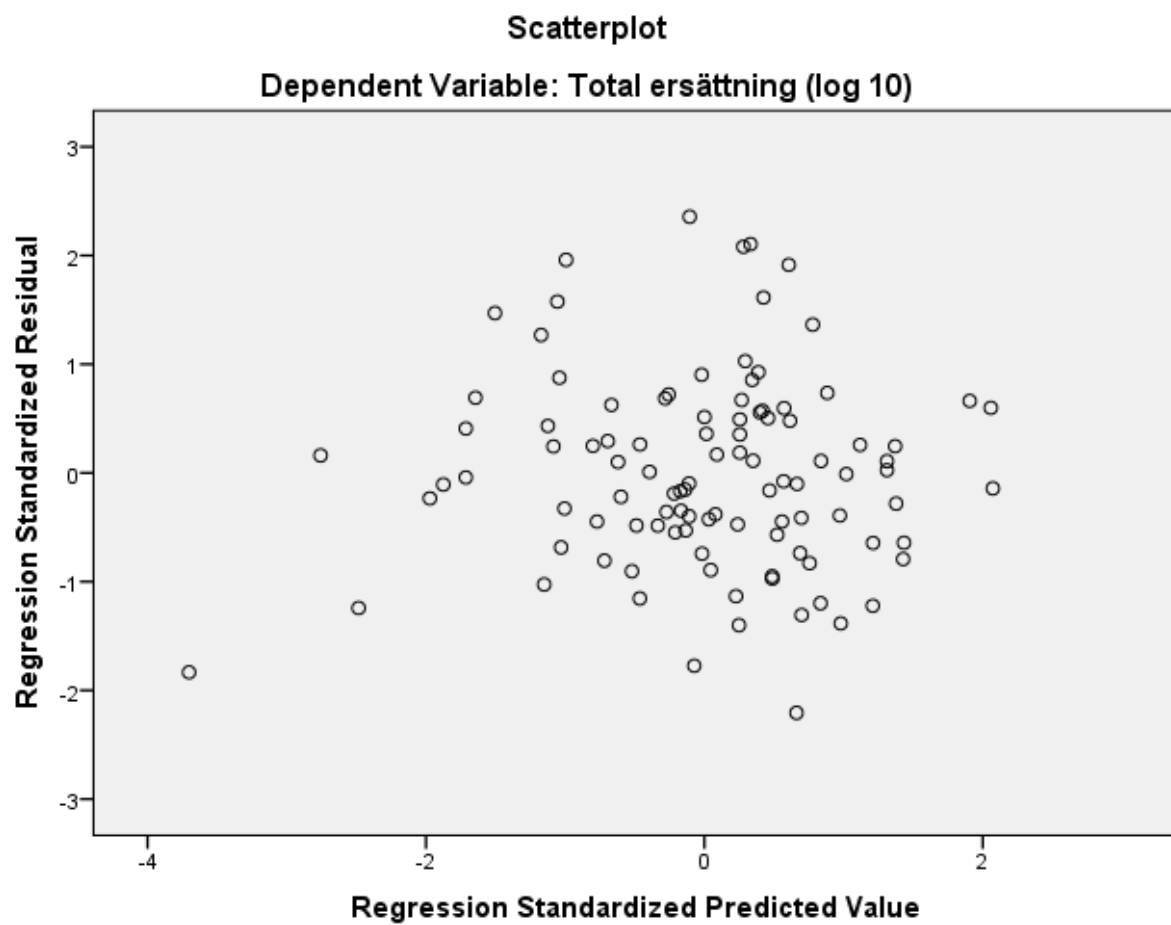


Bild 3.1 Spridningsdiagram som åskådliggör relationen mellan modellens residualer och förväntade värden.

Bilaga 4 - Sammanställning över residualernas normalfördelning

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	,057	103	,200 [*]	,986	103	,375

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Descriptives

		Statistic	Std. Error	
Unstandardized Residual	Mean	,0000000	,01349955	
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	-,0267763	
		Upper Bound	,0267763	
	5% Trimmed Mean	-,0031087		
	Median	-,0119017		
	Variance	,019		
	Std. Deviation	,13700546		
	Minimum	-,34140		
	Maximum	,36450		
	Range	,70590		
	Interquartile Range	,17076		
	Skewness	,316	,238	
	Kurtosis	,288	,472	

Bild 4.1 Shapiro-Wilk test och deskriptiv statistik för normalfördelningen av residualerna.

Bilaga 5 - Histogram för normalfördelning

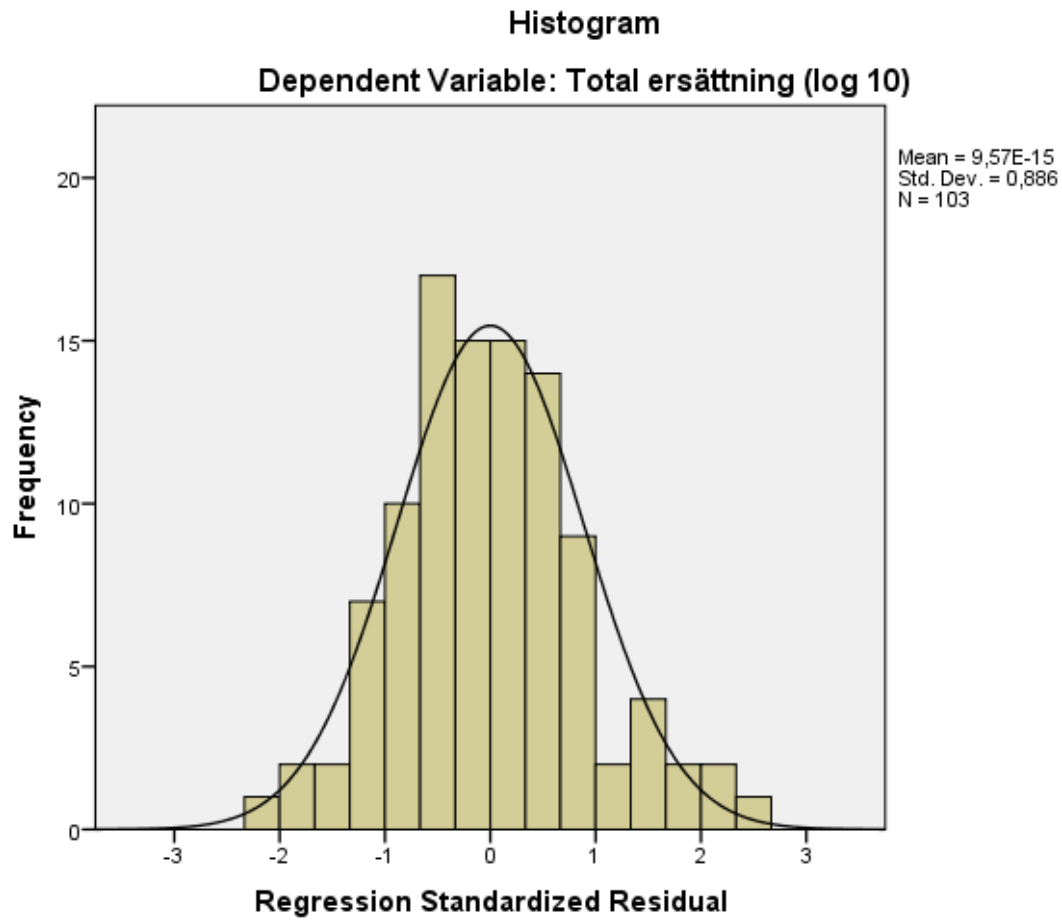


Bild 5.1 Normalfördelning illustrerat i ett histogram för standardiserade residualer.

Bilaga 6 – Korrelationsmatris

	Total ersättning (log 10)	Shysetsns storlek	Auktistigare presenter	Ersättningsst skott	Överensnämnet bolagsledni gan	Erörenda penenot större addepar	VD styrelsen	Styrelsetsa mörmas amstid	Styrelsetsa mörmas älder	Busy Board	Mötesfrekvens s	Styrelsetsa mörmas addepar	Konfliktsa styrelsetsa mör	Styrelseförändring ersättning (log 10)	Styrelsetsa mörmas ersättning (log 10)	VD's älder	VD's amstid	Erörenda styrelsekapitalstör (soliditet)	Erörenda styrelsekapitalstör på eget kapital	Sörsta ägare	
Total ersättning (log 10)	1	0,349	0,253	0,236	-0,097	0,074	0,099	-0,000	0,138	-0,231	0,176	0,357	0,181	-0,210	0,092	-0,135	-0,101	0,108	-0,023	0,108	
Shysetsns storlek	0,349	1	0,007	0,016	0,238	0,457	0,319	0,639	0,764	0,165	0,200	0,033	0,068	0,019	0,055	0,173	0,130	0,002	0,311	0,279	0,821
Auktistigare presenter	0,253	0,007	1	0,055	-0,164	0,030	0,095	-0,041	-0,042	-0,142	-0,128	0,034	0,046	0,045	0,157	0,184	-0,105	0,277	-0,030	-0,012	0,645
Ersättningsst skott	0,236	0,016	0,055	1	0,082	0,007	0,048	0,041	0,284	0,149	-0,057	0,006	0,012	-0,135	0,099	0,028	-0,112	-0,033	-0,012	-0,001	0,124
Överensnämnet bolagsledni gan	-0,097	-0,164	-0,164	0,082	1	-0,077	-0,049	0,074	-0,106	0,088	0,027	0,124	-0,078	0,109	0,000	-0,273	0,130	0,016	0,033	-0,227	0,103
Erörenda styrelsekapitalstör	0,108	0,002	0,030	0,030	0,238	0,457	0,319	0,639	0,764	0,165	0,200	0,033	0,068	0,019	0,055	0,173	0,130	0,002	0,311	0,279	0,821
Erörenda styrelsekapitalstör på eget kapital	-0,023	-0,012	-0,012	-0,001	-0,033	-0,012	-0,033	-0,012	-0,033	-0,012	-0,033	-0,012	-0,033	-0,012	-0,033	-0,012	-0,033	-0,012	-0,033	-0,012	-0,033
Sörsta ägare	0,108	0,279	0,821	0,108	0,279	0,821	0,108	0,279	0,821	0,108	0,279	0,821	0,108	0,279	0,821	0,108	0,279	0,821	0,108	0,279	0,821

Bild 6.1 Korrelationsmatris över regressionsmodellens variabler.

Bilaga 7 – Statistik för regressionsmodellen

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,715 ^a	,512	,378	,15470

a. Predictors: (Constant), Största ägare, Företagets storlek (börsvärde (log 10)), Kvinnliga styrelseledamöter, VD:s ålder, Busy Board, Arbetstagarrepresentanter, Företagets prestation (räntabilitet på eget kapital), Styrelseordförandens ersättning (log 10), Ersättningsutskott, Kvinnlig VD, Styrelseledamöternas aktieinnehav, Utländska styrelseledamöter, Företagets kapitalstruktur (soliditet), Oberoende gentemot bolagsledningen, Styrelseledamöternas ålder, Mötesfrekvens, Styrelseledamöternas ersättning (log 10), VD i styrelsen, Styrelsens storlek, VD:s ämbetsid, Beroende gentemot större aktieägare, Styrelseledamöternas ämbetsid

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,008	22	,091	3,813	,000 ^b
	Residual	1,915	80	,024		
	Total	3,922	102			

a. Dependent Variable: Total ersättning (log 10)

b. Predictors: (Constant), Största ägare, Företagets storlek (börsvärde (log 10)), Kvinnliga styrelseledamöter, VD:s ålder, Busy Board, Arbetstagarrepresentanter, Företagets prestation (räntabilitet på eget kapital), Styrelseordförandens ersättning (log 10), Ersättningsutskott, Kvinnlig VD, Styrelseledamöternas aktieinnehav, Utländska styrelseledamöter, Företagets kapitalstruktur (soliditet), Oberoende gentemot bolagsledningen, Styrelseledamöternas ålder, Mötesfrekvens, Styrelseledamöternas ersättning (log 10), VD i styrelsen, Styrelsens storlek, VD:s ämbetsid, Beroende gentemot större aktieägare, Styrelseledamöternas ämbetsid

Bild 7.1 Övergripande statistik för regressionsresultatet.