



SCHOOL OF  
ECONOMICS AND  
MANAGEMENT

Företagsekonomiska institutionen

FEKH19

Examensarbete i Strategic Management på Kandidatnivå

VT2019

## **Kvinnliga VD:ar och rörlig ersättning**

En kvantitativ studie

### **Författare:**

Oscar Engström

Kristoffer Edin

Daniel Zidén

### **Handledare:**

Niklas Lars Hallberg

## SAMMANFATTNING

**Examensarbetets titel:** Kvinnliga VD:ar och rörlig ersättning

**Seminariedatum:** 2019-06-04

**Ämne/kurs:** FEKH19, Examensarbete i strategic management på kandidatnivå, 15 hp

**Författare:** Oscar Engström, Kristoffer Edin, Daniel Zidén

**Handledare:** Niklas Lars Hallberg

**Fem nyckelord:** Rörlig ersättning, börsnoterade företag, demografi, korrelation, VD

**Syfte:** Syftet med studien är att undersöka andelen rörlig VD-ersättnings samband med de demografiska variablerna kön och ålder. Vidare kommer den rörliga VD-ersättnings påverkan på företags lönsamhet undersökas.

**Metod:** En tvärsnittsstudie har genomförts av kvantitativt slag, på 254 börsnoterade företag vid Nasdaq Stockholm. Hypoteser ämnade att besvara frågeställningarna har sedan prövats enligt hypotetisk deduktion.

**Teoretiska perspektiv:** Studien utgår ifrån *agentteorin*, *upper echelons theory* och tidigare forskning rörande *riskpreferenser*.

**Empiri:** Data består av information om könstillhörighet, andel rörlig ersättning, ålder, lönsamhet och ett antal andra relevanta variabler.

**Resultat:** Vi finner en positiv och statistiskt signifikant korrelation mellan andel rörlig VD-ersättning och VD:s ålder, såväl som andel rörlig ersättning och lönsamhet. Däremot finner vi ingen signifikant korrelation mellan andel rörlig ersättning och VD:s kön.

## ABSTRACT

**Title:** Female CEO's and variable remuneration

**Seminar date:** 2018-06-04

**Course:** FEKH19, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Strategic Management, 15 University Credits Points ((UPC) or ECTS-cr)

**Authors:** Oscar Engström, Kristoffer Edin, Daniel Zidén

**Advisor/s:** Niklas Lars Hallberg

**Key words:** Incentive based pay, publicly listed companies, demography, correlation, CEO

**Purpose:** The purpose of this study is to examine incentive based pay to CEO's at publicly listed companies and how this is affected by the demographic variables gender and age. Furthermore, profitability will be taken into account in order to examine the connection with incentive based pay.

**Methodology:** A cross-sectional study was conducted based on quantitative data of 254 publicly listed companies at Nasdaq Stockholm. We have then, according to hypothetical deduction, run tests on the data in order to determine whether to reject presented hypotheses.

**Theoretical perspectives:** This study is based on agent theory, upper echelons theory and previous research in the field of risk preferences.

**Empirical foundation:** The data consists of information on gender affiliation, proportion of variable remuneration, age, profit margin and a number of other relevant variables.

**Conclusions:** We find a positive and statistically significant correlation between the CEO's share of variable remuneration and his or her age, as well as between share of variable remuneration and profitability. However, we do not find any significant correlation between variable remuneration and gender.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>INTRODUKTION .....</b>	<b>5</b>
<b>TEORI OCH HYPOTESER.....</b>	<b>8</b>
AGENTTEORI .....	8
RÖRLIG ERSÄTTNING .....	9
SKILLNAD I RISKPREFERENSER PÅ BASIS AV KÖN.....	11
SKILLNAD I RISKPREFERENSER PÅ BASIS AV ÅLDER .....	12
LÖNSAMHETS FÖRHÅLLANDE TILL RÖRLIG ERSÄTTNING .....	14
STUDIENS TEORETISKA MODELL .....	16
<b>METOD .....</b>	<b>17</b>
VAL AV FORSKNINGSDSIGN .....	17
URVAL.....	18
DATAINSAMLING .....	19
VARIABLER .....	20
KÖN.....	20
ÅLDER .....	20
ANDEL RÖRLIG ERSÄTTNING.....	20
LÖNSAMHET .....	21
ANDRA VARIABLER .....	22
TILLVÄGAGÅNGSSÄTT .....	23
DATAANALYS .....	24
VALIDITET OCH RELIABILITET .....	25
<b>RESULTAT OCH ANALYS .....</b>	<b>27</b>
<b>DISKUSSION OCH SLUTSATSER.....</b>	<b>33</b>
BIDRAG TILL FORSKNING .....	37
BEGRÄNSNINGAR OCH FRAMTIDA FORSKNING.....	37
SLUTSATSER .....	39
<b>EFTERORD .....</b>	<b>40</b>
<b>KÄLLFÖRTECKNING.....</b>	<b>41</b>
<b>BILAGOR.....</b>	<b>47</b>

## INTRODUKTION

Aldrig tidigare har det i Sverige varit så många kvinnliga VD:ar vid börsnoterade företag som idag. Det här faktumet fastställs i Allbright-rapporten som släpptes i oktober 2018. Det aktuella antalet kvinnliga VD:ar är 28 stycken, vilket är 65 % fler i jämförelse med 2017 (Allbright, 2017). Samtidigt är antalet jämställda styrelsesammansättningar fler än någonsin tidigare, och andelen kvinnor i ledningsgrupper relativt hög bland nypoterade företag gentemot de företag som lämnar börsen (Allbright, 2018). Om antalet kvinnor i ledningspositioner fortsätter stiga i samma takt kommer en fjärdedel av ledarna på börsen vara kvinnor nästa år (Sinclair, 2018). Allbright-rapporten illustrerar även hur en kvinna på VD-posten tenderar innebära en högre andel kvinnor i ledningspositioner, där 47 % i ledningspositioner var kvinnor vid kvinnliga VD:ar, kontra 21 % vid manliga VD:ar (Allbright, 2018).

Parallellt med den jämställdhetstrend som råder, illustrerar undersökningen från Statistiska Centralbyrån att kvinnor på den svenska arbetsmarknaden i genomsnitt har 89 % av mäns löner (Statistiska Centralbyrån, 2018). Det kan härledas till faktorer som skillnader i yrkesval och olika mängd arbetstid (Statistiska Centralbyrån, 2018). Enligt Medlingsinstitutets rapport för 2017 finns det även en oförklarad löneskillnad på 4,3 % (Ekberg, Hällberg, Ewaldsson & Andersson, 2017). Albrecht, Björklund & Vroman (2003) finner vidare att det finns oförklarade löneskillnader mellan män och kvinnor och att dessa skillnader blir särskilt framstående vid högre inkomstnivåer.

Den trend som tyder på en högre framtida andel kvinnor i ledningspositioner väcker därför frågor rörande potentiella förändringar i hur framtida ersättningar kommer se ut. En högre andel kvinnor vid VD-positioner kan rimligtvis leda till förändringar i hur ersättning till VD:ar utformas, en eventualitet vi ämnar undersöka vidare.

För att undersöka detta behöver vi reda ut hur ersättningen till en VD ser ut. Grunden i en VD-ersättning är den fasta lönen (Bång & Waldenström, 2009). Utöver denna finns det vanligtvis även någon form av prestationsbaserad rörlig ersättning, ofta benämnd som bonus (Bång & Waldenström, 2009). Här indikerar teorier om *incitamentsbaserad ersättning* att en högre andel rörlig ersättning kommer innebära högre grad individuell ansträngning (Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, 2013). Således finner vi det möjligt att den förändring i lönestrukturer fler kvinnliga VD:ar kan innebära, även kan påverka företags lönsamhet, vilken enligt Hambrick & Mason (1984) har ett samband med en VD:s individuella *ansträngning*.

Vid utformning av andel rörlig ersättning ska en individs riskpreferenser, rent teoretiskt, tas i beaktning (Besanko et al, 2013). Detta kan uttryckas och förklaras vidare genom termerna ”säkerhetsekvivalent” och “riskpremie”. *Säkerhetsekvivalenten* är den monetära summa där en löntagare är indifferent till huruvida den är villig ta en potentiellt högre lön, till en högre risk, eller välja en riskfri betalning, medan *riskpremien* är skillnaden mellan det förväntade värdet av ett riskfyllt beslut och *säkerhetsekvivalenten* (Besanko et al, 2013). Med andra ord kommer olika individer ha olika *riskpremier* beroende av den individuella graden *riskpreferens*.

Vad gäller sambandet mellan *kön* och *riskpreferenser* finns det omfattande tidigare forskning. Bland annat påvisas skillnader i riskpreferenser efter könsfördelning i ledarroller, där kvinnor upplevs vara mer försiktiga relativt män, och i många studier påvisas vara mer riskaverta (Levi, Li & Zhang, 2014). Vidare menar Hartog, Ferrer-i-Carbonell & Jonker (2002) att det finns en signifikant skillnad mellan mäns och kvinnors riskpreferens, en slutsats som stöds i Eckel & Grossman (2002) studie, där bägge studier visar på en större riskbenägenhet bland män. Brinig (1995) finner däremot inga samband mellan risktagande och kön, utan menar att dessa uppstår först när en *åldersvariabel* adderas. Vidare påvisar Morin & Fernandez Suarez (1983) att

investerare blir mindre benägna att göra riskfyllda investeringar ju äldre de blir, ett samband som stöds av Bakshi & Chen (1994).

Med avstamp i den tidigare forskning som de facto påvisar skillnader i riskpreferenser efter demografiska variabler som kön och ålder, menar vi att ersättning till VD:ar rimligtvis kan påverkas av en högre andel kvinnor vid VD-positioner i framtiden, eftersom den rörliga ersättningen bör anpassas efter just graden individuell *riskpreferens*. Således finner vi det intressant att undersöka vilka förhållanden som redan finns att studera idag.

För att undersöka området har *agentteorin* beaktats. *Agentteorin* bejakar idén att varje individs grad *riskpreferens* är subjektiv, och således individuell, utan att ta hänsyn till variabler som kan påverka just denna inställning (Eisenhardt, 1989). Det här finner vi problematiskt då individuell *riskpreferens* är såväl svår att definiera som att mäta, men likaså är en central del av *agentteorin*. För att vidare bidra till diskussionen om denna teoretiska problematik, och kunna diskutera samband mellan en VD:s demografiska variabler och ett företags lönsamhet, ämnar vi besvara följande två forskningsfrågor:

*Hur påverkar VD:ars kön och ålder företags val av andel rörlig VD-ersättning?*

*Hur påverkar andel rörlig VD-ersättning företags lönsamhet?*

För att besvara de givna forskningsfrågorna har vi formulerat tre olika hypoteser, anknutna till relevanta variabler. Aktuell data har insamlats från 254 företags årsredovisningar, noterade på Nasdaq Stockholm. Datan har sedan analyserats genom en korrelationsanalys i syfte att pröva de givna hypoteserna. Vidare har antaganden gjorts baserat på tidigare forskning om *riskpreferenser* på basis av *demografiska variabler*, på *agentteorin* och andra teoretiska utgångspunkter.

## TEORI OCH HYPOTESER

I detta avsnitt kommer vi inledningsvis redogöra för *agentteorin*, då den ligger till grund för tillämpandet av incitamentsbaserad *rörlig ersättning* för att överbrygga agentkostnader. Med avstamp i teorin kommer sedan de givna frågeställningarnas olika variabler redogöras för. Här beskrivs *rörlig ersättning* samt dess relation till VD:ns *ansträngning* och företags *lönsamhet*. Därefter kommer *kön* och *ålders* förhållande till *riskpreferenser*, och varför detta är en relevant aspekt att beakta vid diskussion om rörlig ersättning att redogöras för. I avsnittet kommer vi även presentera tre hypoteser, med vilka vi ämnar besvara frågeställningarna.

### Agentteori

*Agentteorin* behandlar relationen mellan “agent” och “principal”, en relation som bygger på *principalens* kontraktsförhållande till *agenten*. Ett centralt antagande i teorin är att bägge parter antas agera utifrån eget intresse (Eisenhardt, 1989). Vid kontraktsförhandlingar kommer därför såväl *principal* som *agent* försöka förhandla sig till de bästa möjliga villkoren (Bebchuk & Fried, 2003). Detta kan således innebära problem i relationen, vilka kan påvisas i två olika former: (1) skiljaktigheter i en *agentens* och *principalens* målsättningar, och (2) svårigheter för *principalen* att bevaka *agentens* handlingar till följd av asymmetri i informationstillgång (Eisenhardt, 1989). Det första (1) problemet är enligt Eisenhardt anknutet till skillnader i attityd till risktagande, där incitamenten hos *agent* och *principal* kan skiljas till följd av olika grad personlig investering vid beslutssituationen (Eisenhardt, 1989). Det andra (2) problemet härleds till *principalens* svårighet i att övervaka *agenten* och således ej kunna verifiera att de beslut som fattas är i *principalens* bästa intresse (Eisenhardt, 1989). Då *principalen* är medveten om dessa problem, och *agentens* benägenhet att agera efter egennyttan, är det i dennes intresse att hålla nere kostnaderna för



relationen parterna emellan. Enligt Eisenhardt (1989) görs detta lämpligen genom framtagande av prestationsbaserade kontrakt, *principal* och *agent* emellan.

På ett liknande vis definierar Jensen & Meckling (1976) *agent-principal-relationen* som ett kontrakt där *principalen* ingår ett avtal med *agenten* som förväntas utföra handlingar å *principalens* vägnar. *Principalen* delegerar således beslutfattandemakt åt *agenten*, vilket medför en risk om *agenten* skulle visa sig agera efter eget intresse, vilket ligger i linje med generella antaganden (Jensen & Meckling, 1976). Även Jensen & Meckling (1976) menar att dessa skillnader i incitament till viss del kan överbryggas genom lämpliga incitamentsmodeller.

### **Rörlig ersättning**

Rörlig ersättning definieras enligt Svenskt Näringsliv som “*rörlig lön med avsikten att motivera VD, med flera, att åstadkomma goda resultat på kort sikt, oftast ett verksamhetsår, eller på medellång sikt, upp till tre år*” (Bryngelson, Hansen, Olsson, Redelius & Persson, 2006: 13).

Omfattande forskning har genomförts på området, men fortfarande råder tvivel om rörlig ersättning leder till ökad prestation (Bång & Waldenström, 2009). En anledning till detta är enligt Bång & Waldenström (2009) problematiken i att samla empirisk data, och metodproblem, då alla företag tillämpar egna riktlinjer och strukturer på ersättningsystemen. En annan försvårande faktor kan vara förändringar i makroekonomin, vilket enligt Oxelheim, Wihlborg & Zhang (2008) stod för upp till 60 % av förändringarna i chefsbonusar mellan 2001 och 2005.

Likväl som denna typ av ersättning ökat i tillämpning, har även en ökad diskussion om området medföljt. Flertalet forskare, däribland Bebchuck & Fried (2004), har ställt sig kritiska till de teoretiska motiv som driver en VD, en kritik som enligt Bång & Waldenström (2009) har intensifierats med anledning av finanskrisen 2008. Exempelvis införde den dåvarande borgerliga regeringen ett totalstopp för bonusprogram inom statliga företag till följd av krisen (Fröberg,

2009). Oberoende av detta har rörliga ersättningar hos privata företag ökat (Bång & Waldenström, 2009). Likväl har den rörliga ersättningen hos företagsledare i Sverige ökat sedan 1980, vilket Roine & Waldenström (2008) även påvisar ligger i linje med att den totala ersättningen till VD:ar relativt sett har ökat sedan dess. I takt med ökad andel rörlig ersättning riktas även fokus mot att fastställa huruvida rörlig ersättning har ett positivt samband till VD:s ansträngning och prestation (Bång & Waldenström, 2009).

Vid denna diskussion kan *agentteorin* vara ett lämpligt underlag. Genom att bruka prestationsbaserade incitament kan *agentkonflikter* undvikas, då *agentens* och *principalens* intressen likställs (Eisenhardt, 1989). Enligt Govindarajan & Fisher (1990) signaleras prestationer såväl efter vad aktionerna är för något, som vilka utfall aktionerna resulterar i. Det här är en anledning till att ersättning delas upp i fast (beteendebaserad), och rörlig (utfallsbaserad) ersättning, där den fasta ersättningen är för själva aktionerna medan den rörliga ersättningen är för aktionernas utfall (Govindarajan & Fisher, 1990). Det är *principalens* uppgift att finna den balans som är nödvändig för att *agenten* ska agera i dennes intresse (Baiman, 1990). I vårt fall är VD:n *agent* medan företagets styrelse är *principal*. Således kommer VD:n, om denne enbart är intresserad av lön och lönen är fast, ej ha något intresse av att öka företagets värde (Jensen & Meckling, 1976). Om lönen däremot är känslig för förändringar i företagets värde kan VD:ns incitament närmas styrelsens (Jensen & Meckling, 1976). Sålunda bör VD:ns individuella *riskpreferens* tas i beaktning vid utformandet av andel rörlig ersättning, eftersom dennes riskpremie är subjektiv och således kommer *anstränga* sig olika mycket därefter (Besanko et al., 2013).

## **Skillnad i riskpreferenser på basis av kön**

Ett stort antal studier har gjorts för att undersöka eventuella skillnader i *riskpreferens* mellan män och kvinnor. I Hartog, Ferrer-i-Carbonell & Jonkers (2002) studie undersöks deltagarnas villighet att köpa hög-risk lotter. Studien delas upp i tre separata undersökningar med 2011, 1599 respektive 17 097 stycken deltagare. I alla tre studier påvisades signifikanta skillnader mellan mäns och kvinnors riskbenägenhet, där kvinnors riskaversion är 10-30% högre än mäns (Hartog, Ferrer-i-Carbonell & Jonker, 2002). I Eckel & Grossmans (2002) studie ges 148 universitetsstudenter fem speltyper, alla med två möjliga och lika troliga utfall, vilka skiljer sig till andelen inkluderad risk. Studien delas upp i kategorierna ”loss” och ”no-loss”, där loss innebär att studiedeltagarna får sex dollar för sitt deltagande, vilka de sedan riskerar förlora under spelet, medan no-loss innebär att deltagaren har möjlighet att vinna sex dollar på spelet. Studien visar signifikanta skillnader mellan kön i bägge kategorier, där mäns genomsnitt för riskfyllt val vid loss var 3.76, kontra kvinnors 3.14, och 3.63 gentemot 2.95 vid no-loss (Eckel & Grossman, 2002). Vidare finner vi även forskning som ställer sig kritisk till skillnader i *riskpreferens* på basis av kön. Nelson (2015) presenterar med empiriskt och statistiskt underlag att det inte finns bevis som stödjer skillnader i *riskpreferenser*. Nelson finner istället starka bevis för utbredda och djupgående stereotypa övertygelser om kön, vilka hon menar kan förklara varför tidigare forskning funnit skillnader mellan könen gällande *riskpreferenser*.

Vid det hypotetiska valet mellan två jobb med samma kompensation, men till olika grad risk, skulle de flesta välja alternativet med lägre andel risk (Besanko et al, 2013). Det då de flesta antas vara *riskaverta*, vilket kan definieras som någon som föredrar ett säkert utfall, över ett utfall förknippat med risk, till samma kompensation (Besanko et al, 2013). Den lägsta summa där en beslutstagare väljer ett riskfyllt beslut, istället för säker kompensation, kallas

*säkerhetsekvivalenten*. Skillnaden mellan det förväntade värdet vid ett riskfyllt beslut, och beslutstagarens *säkerhetsekvivalent*, benämns som dennes *riskpremium*. Med andra ord kan *riskpremiumen* ses som den individuella kostnad risktagandet innebär för beslutsfattaren, och kommer variera beroende på den individuella graden *riskpreferens* (Core & Guay, 2010).

I enighet med *agentteorin*, kan optimal ersättning i *agent-principal-relationen* uppnås då balansen mellan fast och rörlig ersättning reflekterar önskat förhållande mellan beteendebaserat och utfallsbaserade incitament (Eisenhardt, 1989). Förhållandet bör därför vara sådant att det ger nog incitament för *agenten* att ställa dennes intresse i linje med *principalens*, utan att lägga för stor relativ andel risk på denne (Gibbons & Murphy, 1990). Således bör andelen rörlig ersättning vara anpassad efter den individuella graden *riskpreferens*, då vad som anses vara ”nog incitament” kommer skilja sig i linje med variationen i *riskpreferens* (Gibbons & Murphy, 1990). Med grund i tidigare forskning, vilken belyser skillnad i *riskpreferens* på basis av kön, och teori om *rörlig ersättning* på basis av variation i *riskpreferens*, formuleras följande hypotes:

*Hypotes 1: Kvinnliga VD:s har lägre andel rörlig ersättning än manliga VD:s.*

### **Skillnad i riskpreferens på basis av ålder**

Likväl som i förhållandet mellan kön och risk, finner vi tidigare forskning om skillnader i *riskpreferens* på basis av ålder. I Brinig (1995) studie rörande *riskpreferenser* får deltagarna välja en av tre olika spelkolor. Den första kulan innebar en 90 % chans att vinna ett ”väldigt litet” pris, andra kulan gav 20 % sannolikhet att vinna ett ”lite större” pris, medan den sista kulan innebar 5 % chans att vinna ett ”väldigt stort” pris. Studiens utslag ger ej någon korrelation mellan risktagande och kön. Om en *ålders-variabel* adderas går det däremot att finna samband, där män är mer riskbenägna från ungdomsåren och upp till medelåldern (Brinig, 1995). På liknande vis

påvisar de flesta abstrakta spelexperiment hur variabler såsom kön och ålder påverkar graden *riskpreferens* hos en individ (Eckel & Grossman, 2002). I Morin & Fernandez Suarez (1983) studie om riskaversion i kanadensiska hushåll, påvisas en generell avtagande grad risktagande i samband med stigande ålder. Vidare menar de att en investerares livscykel påverkar köpbeteende, där investerare blir mindre benägna för riskfyllda investeringar ju äldre de blir (Morin & Fernandez Suarez, 1983). Likaså påvisar Bakshi & Chens (1994) studie om förändringar i folkgruppers demografi, att en åldrande befolkning tycks innebära en högre genomsnittlig riskaversion, och vidare att risktagande och ålder är negativt korrelerat. I Pålssons (1996) studie undersöks svenska hushålls risktagande baserat på 7000 skattedeklarationer från 1985. I studien finner hon att ingen av de undersökta variablerna korrelerar signifikant med riskaversion, med undantag för variabeln ålder. Pålsson finner här att riskaversion tycks öka med åldern (Pålsson, 1996).

Vidare finner vi viss tidigare forskningen som står i kontrast till ovan presenterad teori. Exempelvis har Riley och Chow (1992) genom sin forskning studerat vilka risker människor tar genom deras placering av tillgångar, och finner att riskaversion minskar hela vägen upp till 65 års ålder för att sedan öka därefter. Detta skulle i sådana fall stå i motsats till den forskning som vi presenterat kring ålder och riskaversion i teorin ovan. Mcinish, Ramaswami & Srivastava (1993) påvisar i sin studie fenomenet "konstant relativ riskaversion" vilket innebär att riskaversion är relaterad till människors förmögenhet. Författarna finner ett positivt samband mellan storleken på en individs förmögenhet och storleken på de risker som individen tar. Eftersom att äldre personer generellt sett är mer förmögna än yngre personer finns det anledning att anta att äldre personer också är mindre riskaverta (Mcinish, Ramaswami & Srivastava, 1993).

Med stöd i vad som redovisats för kring *rörlig ersättning* i förhållande till

*riskpreferenser*, och forskning om skillnad i riskaptit på basis av *ålder*, formuleras följande hypotes:

*Hypotes 2: Ålder är negativt korrelerat med andel rörlig VD-ersättning.*

### **Lönsamhets förhållande till rörlig ersättning**

Tidigare forskning har studerat sambandet mellan andel rörlig ersättning till VD:ar och lönsamhet. Mehran (1994) har i sin studie undersökt 153 slumpmässigt utvalda tillverkningsföretag. I studien, till vilken data hämtats mellan åren 1979-1980, finner Mehran att det finns ett samband mellan andel rörlig VD-ersättning och företags lönsamhet. Vidare styrker Mehran att det är just andelen rörlig ersättning som driver motivation och skapar lönsamhet, snarare än den totala ersättningen (Mehran, 1994). Margiotta och Millers (2000) studie resulterar i liknande slutsatser när de undersöker hur utformandet av incitamentsbaserade kontrakt påverkar företags lönsamhet. I studien tittar de på 34 stycken företag under perioden 1948-1977, som både använder och inte använder sig av incitamentsbaserade kontrakt och finner att ett mervärde genererats av de som tillämpar dessa (Margiotta & Miller, 2000). Kato och Kubo (2004) undersöker VD:ar verksamma i Japan och sambandet mellan deras individuella ersättning och företags lönsamhet mellan åren 1986-1995. I undersökningen finner de konsekvent ett positivt samband mellan andel rörlig VD-ersättning och företags lönsamhet (Kato & Kubo, 2004).

Andra studier som undersökt sambandet mellan företags lönsamhet och prestationsbaserad ersättning till VD:ar har påvisat motsatta resultat. Li, Yang & Yu (2015) har undersökt sambandet och kommit fram till att företag med lägre inkomst tenderar få en negativ inverkan på sin lönsamhet vid tillämpning av prestationsbaserad ersättning till VD. Vidare har Gande & Kalpathy (2017) undersökt rörlig ersättning till VD:ar innan finanskrisen 2008 och funnit ett samband där rörlig ersättning gjort att VD:ars risktagande ökade, vilket ledde till större

finansiellt risktagande, och således låg solvens. Gande & Kalpathy menar att det var en stor anledning till att krisen uppstod. Detta påvisar således att rörlig ersättning kan leda till för stort risktagande och således påverka företagets lönsamhet negativt.

För att förklara de teoretiska egenskaperna hos incitamentbaserade kontrakt med avstamp i *agentteorin*, kan begrepp gällande *ansträngning* användas. Core & Guay (2010: 15) menar att en ersättning till VD:ar kan ses som en summa av fyra komponenter för att uppnå önskad *ansträngning*. Den första komponenten (a) är den kompensation vilken är den lägsta nivån av betalning som krävs för att locka till sig en VD som således väljer bort sitt näst bästa alternativ. Den andra komponenten (b) är den betalning som krävs för att en VD ska utföra arbetet som principalen kräver. Komponent c berör betalningen baserad på VD:ns riskpremie och är således beroende av VD:ns individuella riskpreferens, medan komponent d täcker all övrig kompensation. Principalen kan sålunda öka VD:ns ansträngning genom att öka de två sistnämnda komponenterna, och följaktligen kommer VD:ns ansträngning vara beroende av den individuella graden riskpreferens (Core & Guay, 2010: 15).

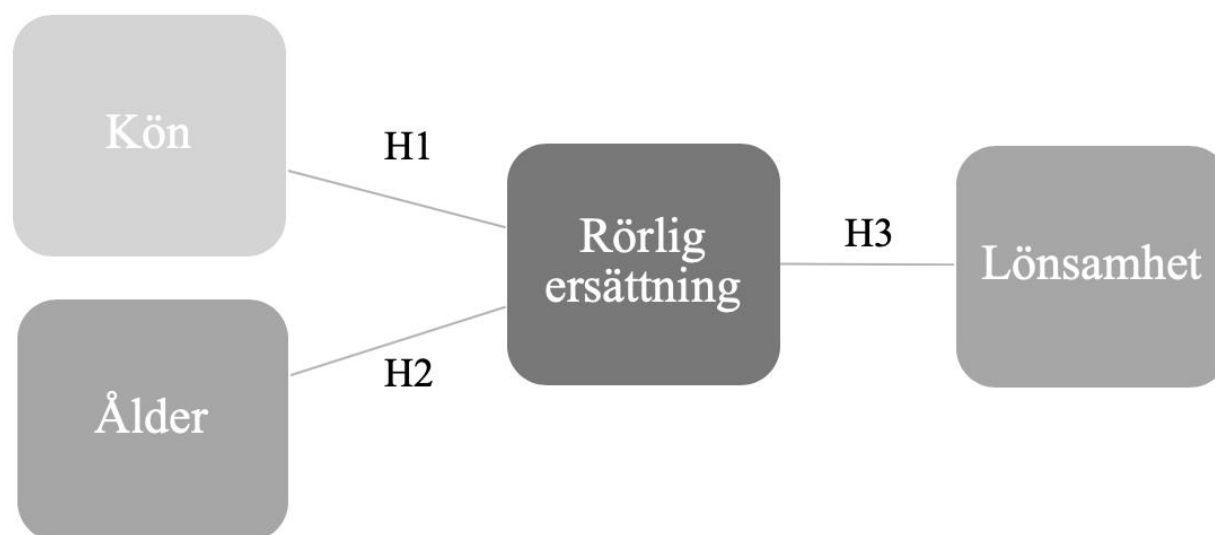
För att applicera ovanstående teori på detta fall, betraktas VD som den anställda, medan företagets styrelse betraktas som arbetsgivare. Följaktligen bör, rent teoretiskt, en VD:s *ansträngning* öka om denne kompenseras därefter. Det vill säga, ju högre andel rörlig ersättning, desto högre *ansträngning*. Vidare kan en VD:s *ansträngning*, och således prestation, ha en direkt effekt på företaget (Hambrick & Mason, 1984). Således formuleras följande hypotes:

*Hypotes 3: Andel rörlig VD-ersättning är positivt korrelerat med företags lönsamhet.*

## Studiens teoretiska modell

En översiktlig modell av de hypoteser som kommer prövas under studiens gång har framtagits, se figur 1. Modellen grundar sig i Hambrick & Masons (1984) redogörelse om *Upper Echelons* (UE). Artikeln berör främst idén att om vi vill förstå varför företag agerar som de gör, måste vi först förstå vad som driver deras viktigaste aktörer, nämligen ledarna i toppen av hierarkin.

Hambrick & Mason (1984) grundar sitt resonemang på idén att ledare upplever olika situationer, möjligheter och hot utifrån deras egna perspektiv. De individuella tolkningarna skiljer sig åt beroende på ledarnas individuella erfarenheter, värderingar och personligheter. Således kommer de strategiska beslut som tas av ett företag reflekteras av dess ledare (Hambrick & Mason, 1984). Även studier med liknande tillvägagångssätt har tillämpat motsvarande modeller för att pröva hypoteser och besvara frågeställning (Child, 1974).



Figur 1. Forskningsmodell



## METOD

### Val av forskningsdesign

Vi har genomfört en kvantitativ studie med hypotetisk-deduktiv ansats. Detta innebär att studien utgår från den forskning och teori som är erkänd inom ett område och testar empiriskt olika hypoteser (Bryman & Bell, 2011: 40-50). Studien vi har genomfört är av tvärsnittsdesign, vilken ofta används i kombination med hypotetisk-deduktiv ansats och karakteriseras av ett faktabaserat tillvägagångssätt och positivism (Bryman & Bell, 2011: 40).

Vi har gjort all insamling av data för året 2017 vid en och samma tidpunkt. Vi har även inkluderat väl över två observationer (254 st), vilket enligt Bryman & Bell (2011: 65) är ett kriterium för att en studie ska anses vara tvärsnittlig. Vidare har insamlingen syftat till att skapa dataunderlag som varit kvantifierbar och som grundat sig på minst två variabler, vilka sedan analyserats med avsikt att upptäcka samband. Dessa har sedan legat till grund för att besvara hypoteser och forskningsfrågor. De variabler som ofta ingår i företagsekonomisk forskning är svåra att manipulera, därför är tvärsnittsstudier vanligt förekommande till skillnad från experimentell forskning (Bryman & Bell, 2011: 56). Våra variabler som använts är fastställda och därmed i princip omöjliga att manipulera. Bryman & Bell (2011: 54) menar att sannolikheten att påvisa variation via en tvärsnittsstudie utifrån utvalda variabler ökar i takt med att antalet observationer ökar. Därför har vi under studien avsett inkludera alla företag inom vår population, Stockholm Nasdaq, vars information funnits tillgänglig. Vi har vidare avgjort att det mest lämpliga, för att erhålla bästa tänkbara resultat i vår studie, har varit att genomföra en korrelationsanalys av samtliga variabler som studerats. En korrelationsanalys är att föredra då vi

vill undersöka ett samband mellan två variabler utan en förutbestämd uppfattning om vilken av dem som påverkar den andra, det vill säga riktningen på det kausala sambandet.

Kritik som riktats mot tvärsnittsstudie är svårigheten att dra kausala samband. Vid upptäckt av samband mellan två variabler kan forskaren, enligt Bryman & Bell (2011: 64-73), enbart påvisa att ett samband finns, men ej kausaliteten. Detta grundar sig i att tvärsnittlig design enbart studerar relationer mellan variabler och förbiser tidsmässiga relationer, då datan är insamlad vid samma tidpunkt. Dock innebär detta inte att det är omöjligt att dra kausala samband från en tvärsnittsstudie.

## **Urval**

Eftersom studien bygger på möjligheten att samla in information kring ett antal variabler på ett konsekvent vis har vi fokuserat på företag verksamma i Sverige där tillgängligheten har bedömts god. Börsnoterade företag i Sverige är enligt lag skyldiga att redovisa uppgifter om de variabler vi i vår studie undersökt och kan därför förväntas ha tillämpat liknande strukturer i dess utformning (39§ - 41§, 45§, Årsredovisningslag, 1995:1554). Vi har haft för avsikt att undersöka samtliga företag vid Nasdaq Stockholm och således har populationen vi undersökt inte varit avgränsad utan kan snarare klassas som en totalstudie av företagen vid Nasdaq Stockholm. Detta innebär att vi haft möjlighet att uttala oss om populationen Nasdaq Stockholm men ej kunnat generalisera resultatet utöver vår totalpopulation. Tidpunkten för datainsamlingen var för året 2017 vilket motiverades av att vissa företags årsrapporter inom populationen från senare år ännu inte hade publicerats.

Urvalsramen som vi tillämpat inom denna studie är börsnoterade företag på Nasdaq Stockholm vilket således likställs med vår totalpopulation. Vi har dock valt att inte inkludera

*finansiella företag* noterade på Nasdaq Stockholm då dessa tenderar att tillämpa mer komplexa incitamentsstrukturer och extrema bonussystem relativt sett övriga sektorer. De finansiella företagen har filtrerats bort med hjälp av den indelning som Nasdaq Stockholm själva gjort efter sektor (Nasdaq Nordic, 2019). Efter borttag av finansiella företag hade vi initialt en totalpopulation om 273 stycken företag som underlag för datainsamlingen. Vidare upptäckte vi att vissa företags huvudkontor var placerade i andra länder än Sverige. Detta innebar att de utformat sina årsredovisningar enligt annorlunda riktlinjer än företag med huvudkontor i Sverige. Därav kunde inte all nödvändig information till studiens variabler identifieras från dessa företag och således valdes 19 företag bort från insamlingen och 254 företag återstod. Dessa företag representerar därmed populationen för studien och således har inget stickprov utifrån dessa gjorts.

### **Datainsamling**

För att besvara hypoteser och forskningsfrågor, har data insamlats till samtliga relevanta variabler. Då tvärsnittlig studie genomförts har detta således inneburit att stora mängder insamlad data varit önskvärt i syfte att erhålla trovärdiga resultat och öka möjligheten att påvisa variation (Bryman & Bell, 2011: 54). Datan har inhämtats från sekundära källor, i form av företagens egen-publicerade årsrapporter, från respektive hemsidor. Uppgifter om relevanta variabler har sammanställts och strukturerats i excel. Uppgifterna som insamlad från respektive företag är VD:ns kön, VD:ns ålder, VD:ns rörliga ersättning, VD:ars fasta ersättning/grundlön, årets resultat, totalt kapital, omsättning, *räntabilitet på totalt kapital* och eget kapital. Insamlad data importerades sedan till det statistiska analysverktyget *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) för genomförande av dataanalys.

## Variabler

**Kön.** Kön är en nominalvariabel och delas upp i *man* eller *kvinnna*. Eftersom variabeln kön, uppdelat efter *man* och *kvinnna*, enbart kan anta två värden benämns variabeln i statistiska sammanhang som *dikotom* (Elliot, Fairweather, Olsen, & Pampaka, 2016). Vid användning av en dikotom variabel i statistiska undersökningar delas datan upp i två grupper till att enbart anta två värden, ofta 1 och 0, vilket är metoden vi tillämpat för att möjliggöra analys av variabeln *kön* (Elliot et al., 2016). Således har vi givit alla män värdet 1 och alla kvinnor värdet 0. Under insamlingen av data från företagens årsredovisningar kring denna variabel har potentiell risk för subjektivitet identifierats, då vissa företag ej har specificerat kön på VD. Således har bestämmande av kön utgått från bilder i årsrapporterna och VD:arnas namn. I de fall oklarheter kring kön förekommit har bilder från årsredovisningen, artiklar om VD:n och LinkedIn använts för identifikation, där minst två gruppmedlemmar har fastställt kön tillsammans.

**Ålder.** Uppgifter om *ålder* på VD har inhämtats från årsrapporterna och noterats i den sammanställda excelfilen. För att underlätta insamlingen av data har sittande VD vid publicering av årsrapporten registrerats utan hänsyn till vilken månad på året de är födda. Detta innebär således att en VD som tillträtt under början av 2018 beräknats som VD för året rapporten avser, i detta fall 2017.

**Andel rörlig ersättning.** Vi har inhämtat information om VD:ars fasta ersättning och rörliga ersättning från företagens årsrapporter. Den rörliga och fasta ersättning har sedan adderats för att tillsammans utgöra den totala ersättningen som kvoten *andel rörlig ersättning* framtagits från. Andel rörlig ersättning definieras således enligt:

$$\frac{\text{Rörlig ersättning}}{(\text{Fast ersättning} + \text{Rörlig ersättning})} = \text{Andel rörlig ersättning}$$

Fast ersättning har vid datainsamlingen definierats som datan i årsrapporterna vilken redovisats som *fast ersättning* eller *grundlön* vilken ej är prestationsbunden till företaget eller individen.

Vidare har rörlig ersättning i årsrapporterna identifierats som *STI (Short Term Incentive)*, *rörlig lön* eller *rörlig ersättning*. Detta har motiverats med grund i Svenskt Näringslivs rapport definition av rörlig ersättning (Bryngelson et al., 2006: 13) .

Anledningen till att kvoten *andel* rörlig ersättning har använts motiveras av att möjliggöra jämförbarhet mellan olika företag oavsett storlek på företaget eller ersättningen. Det har funnits 5 stycken företag i populationen som enbart redovisat total ersättning, med avsaknad av en specificerad rörlig ersättning, vilka vi således har bedömt tillämpa 0 % rörlig ersättning. Eftersom att övriga företag har redovisat rörlig och övrig ersättning, separat från den fasta ersättningen, samt att detta måste särredovisas enligt svensk årsredovisningslag, har detta resonemang ansetts vara lämpligt (41§, Årsredovisningslag, 1995:1554).

I vissa fall är incitamentsstrukturen sådan att företagens VD även får ersättning i form av optioner, utdelning och pensionsavsättningar, dessa har inte tagits med i datainsamlingen med grund i ovanstående resonemang om rörlig ersättning som direkt prestationsbunden.

**Lönsamhet.** För att mäta företags lönsamhet har vi valt att titta på redovisningsmässig lönsamhet istället för ekonomisk. Ekonomisk lönsamhet skiljer sig från redovisningsmässig lönsamhet då den tar hänsyn till alternativkostnader. Således är det vanligt vid forskning inom strategi och beslutsfattande att undersöka ekonomiska kostnader och lönsamhet för att identifiera orsaker och att utvärdera “bra” gentemot “dåliga” beslut (Besanko et al., 2013: 19). Dock menar

forskare att om studiens författare avser undersöka historisk prestation, och jämföra finansiell styrka mot företag i andra branscher, tenderar det redovisningsmässiga perspektivet vara att föredra (Besanko et. al, 2013: 19). Med anledning av detta kommer redovisningsmässiga mått användas vid jämförelser av företags lönsamhet i relation till övriga variabler. Att mäta lönsamhet kan innefatta mängder av olika nyckeltal. Vissa tidigare studier har använt sig av viktade lönsamhetsmått där flertalet nyckeltal vägts samman såsom Shrader, Blackburn, & Iles (1997). Makri, Lane och Gomez-Meija (2006) har i sin studie om VD:ars incitament och prestation inom teknikintensiva företag istället använt ett mått på lönsamhet, räntabilitet på eget kapital (ROE). Det vill säga lönsamhet i relation till aktieägarnas investerade kapital. Även Dezsó & Ross (2012) har använt sig av detta lönsamhetsmått. Utöver dessa mått anser Hill och Jones (1995) att vinstmarginal är ett viktigt och relevant mått för att mäta företagets prestation och lönsamhet. Vi har i den här studien valt att använda oss av *vinstmarginal* för att mäta företagets lönsamhet och variabeln har beräknats enligt följande:

$$\frac{\text{Årests resultat}}{\text{Omsättning}} = \text{Vinstmarginal}$$

Hädanefter kommer vinstmarginal definieras som *lönsamhet*.

**Andra variabler.** Utöver att titta på de variabler som är direkt kopplade till de formulerade hypoteserna har vi också inhämtat data kring andra variabler som vi anser är relevanta med underlag från tidigare studier (Shrader et al., 1997; Makri, et al., 2006; Dezsó, et al., 2012). Detta med avsikten att i diskussionen kunna föra en nyanserad diskussion och påvisa intressanta samband och korrelationer som kan tänkas vara relevanta, men ej nödvändigtvis

kopplade till hypoteserna. Information om samtliga variabler har inhämtats från respektive företags årsrapport.

Först och främst har vi tittat på variabler kopplade till företags storlek. Bakgrunden till detta är resonemanget att det kan råda varierande praxis kring andelen rörlig VD-ersättning beroende på hur stort företaget är. Av denna anledning har data kring  *eget kapital, omsättning och totalt kapital* inhämtats.

Utöver variabeln  *lönsamhet* har vi också valt att inhämta information om variabeln  *räntabilitet på totalt kapital* vilken även är kopplad till företags lönsamhet. Räntabilitet på totalt kapital är ett mått som beskriver hur effektivt ett företag är i relation till sin balansomslutning och är ett vanligt förekommande nyckeltal i liknande studier (Shrader et al., 1997).

### **Tillvägagångssätt**

Första steget var att via Nasdaq Stockholms hemsida inhämta en förteckning över alla noterade företag på Stockholmsbörsen. Efter sammanställning av företagen användes hemsidans egna kategoriseringsverktyg för att dela upp företagen efter sektor, varpå de finansiella företagen kunde identifieras och tas bort.

Listan exporterades därefter till excel. För att säkerställa att samtliga författare av den här rapporten arbetade på ett likartat sätt med insamlingen av data sammanställdes en mall i vilken vi specificerade hur datainsamlingen skulle genomföras. I mallen redogjordes det för vilka nyckelord som var lämpliga att söka efter i syfte att hitta rätt information och vilka uppgifter vi skulle undvika då de lätt kunde förväxlas med de korrekta uppgifterna. Google användes för att finna och gå igenom företagens årsredovisningar metodiskt i syfte att inhämta information kring utvalda variabler. Under det här arbetet fann vi att ett antal företag inte redovisade enligt samma standard som övriga företag. Detta innebar att informationen från dessa företag kring samtliga

variabler inte gick att finna. Företagen togs därför bort från urvalet för att kunna arbeta med fullständig data. Efter att information om alla variabler inhämtats från samtliga företag importerades datan till programmet SPSS. I programmet gjordes därefter ett antal olika tester i syfte att analysera datan och vidare pröva de hypoteser vi formulerat.

### **Dataanalys**

Vid undersökning och analys av samtliga företag har vi insamlat elva olika variabler per observationsenhet där fyra stycken av dessa huvudsakligen ingått i analysen. *Andel rörlig ersättning* som en indikation på VD:arnas prestationsbaserade incitament, *lönsamhet* samt *ålder* och *kön* är de primära variablerna som varit i fokus. Utifrån dessa variabler, och de andra relevanta variablerna som redogjorts för, har vi sammanställt en korrelationsmatris med de variabler som varit av kvotskala. Kvotskala eller intervallskala är en förutsättning som måste uppfyllas då vi använt oss av *Pearsons* korrelationskoefficient (Bryman & Bell, 2011: 346).

Eftersom att kön är en nominalskala är det lämpligt att göra en bivariat analys med T-test för att besvara Hypotes 1 (Körner & Wahlgren 2015: 216-219). I detta fall görs T-testet för att undersöka om det finns någon signifikant skillnad mellan män och kvinnor i relation till andel rörlig ersättning. Hypotes 1 har också kompletterats med deskriptiv statistik i form av medelvärde för att undersöka vår populations utfall. Den nominala variabeln *kön* har dikotomiserats till värdena 1 och 0 för att möjliggöra analysen via SPSS. Vidare har Mann-Whitney test använts som komplement till T-test i det fall där den undersökta variabeln misstänkt ej vara normalfördelad, så kallad *icke parametrisk variabel* (Körner & Wahlgren 2015: 347).

Under databehandlingen framkom att analyserna kan tänkas påverkas av extrema värden, specifikt i termer av *lönsamhet*. Extrema värden benämns ”outliers” i statistiska sammanhang



och att bibehålla dessa innebär att medelvärden, standardavvikelser och korrelationer påverkas och kan leda till missvisande resultat (Bryman & Bell, 2011: 344-345). För att undvika påverkan av dessa extrema värden finns det flertal tidigare studier som har använt dikotomisering för att fördela observationerna i två grupper och därefter ger samtliga värden inom grupperna likvärdig inverkan på resultatet (DeCoster, Iselin & Gallucci, 2009). Med grund i detta, som komplement till ursprunglig analys, har korrelationsanalyser med dikotomisering av variablerna genomförts för att testa och jämföra med det ursprungliga resultatet. Uppdelning har vid dessa fall indelats efter högt respektive lågt värde med en uppdelning av 50 % i varje grupp. Cramer V associeringskoefficient används i detta fall för att beskriva hur stark relationen är (Bryman & Bell, 2011: 350). Det är dock viktigt att understryka att den statistiska kraften och träffsäkerheten vid dikotomisering är betydligt svagare, vilket är anledningen att detta enbart använts som komplement i vår analys (Cohen, 1983).

### **Validitet och reliabilitet**

Genom studien och datainsamlingen har vi använt oss av företagens offentligt publicerade årsredovisningar, det vill säga data som enligt lag måste redovisas. Även om detta anses vara sekundärkällor, är informationen publicerad av företagen själva och bör således ge samma svar oavsett tidpunkt för inhämtning. Därav bedömer vi att studiens *stabilitet* är hög, vilket innebär att samma resultat och studie kan genomföras oavsett när det sker vid framtida tillfälle (Bryman & Bell, 2011). *Interbedömarreliabiliteten* anses vara hög då den enda variabeln där subjektiva bedömningar kan tänkas föreligga har varit kön vilket inte givit utrymme för många fall av subjektivitet. *Replikerbarheten* bedömer vi vara hög, då insamling och analys är väl beskrivet och operationaliserat inom metodavsnittet och grundar sig på offentlig data. Vidare finns

beskrivningar och exempel på analyser som gjorts under resultatavsnittet, och som bilaga, för att underlätta replikerbarheten.

Den *interna validiteten* är, liksom inom tvärsnittsstudier generellt, låg i förhållande till exempelvis experimentell tvärsnittsstudie (Bryman & Bell, 2011). Detta beror på att tvärsnittsstudier undersöker samband mellan olika variabler och således inte det kausala sambandet. Detta gör det svårt för oss att utifrån studien uttala oss om vad som föranleder potentiella samband. För att kunna uttala sig om kausala samband inom företagsekonomisk forskning bör ett experimentell tillvägagångssätt tillämpas för att kunna testa och manipulera variablerna (Wooldridge, 2016). I vårt fall har möjligheten till att genomföra experimentell undersökning varit svårt ur en tidsaspekt samt svårigheten i att påverka variablerna.

Den *externa validiteten* blir i vårt fall problematisk att uttala sig om eftersom att vi använt oss utav en totalpopulation i undersökningen. Således har inget stickprov genomförts och resultatet gäller enbart för vår studerade population och vi har inte haft för avsikt eller haft möjligheten att generalisera utöver vår population.

Under studien har vi försökt identifiera relevanta mått för att mäta den rörliga ersättningen, som enligt teorin är sammankopplad till VD:arnas *riskpreferenser*. Att identifiera en persons individuella *riskpreferens* är något som är svårt att exakt definiera, vilket kan ha påverkat *Begreppsvaliditeten* av studien negativt (Bryman & Bell, 2011: 48). Men eftersom rörlig ersättning tenderar var något som förhandlas fram mellan *principalen* och *agenten* har vi under studien ansett att detta därmed bör spegla den individuella VD:ns *riskpreferenser* och således utgjort relevant mätparameter i sammanhanget. Vidare har företagets egna definition av rörlig ersättning använts, vilken enligt definition ska ha baserats på prestation, och således

stärker *begreppsvaliditeten* eftersom det indikerar att datan inhämtats utifrån vad företaget själva har identifierat som en betalning baserat på prestation.

## RESULTAT OCH ANALYS

Vi har i denna studie undersökt 254 börsnoterade företag vid Nasdaq Stockholm vilket representerar vår totalpopulation. Nedan kommer resultatet att presenteras. Inledningsvis har vi presenterat en korrelationstabell och en tabell som visar medelvärde och standardavvikelse. Dessa sammanfattar alla korrelationer, medelvärden och standardavvikelse för samtliga studerade variabler. Vidare kommer resultatet att beskriva dessa två tabeller och lyfta fram relevanta och intressanta resultat som legat till grund för diskussionen samt besvarande av hypoteser. Resultatet kommer att fokusera på de centrala variablerna i undersökningen, *kön*, *ålder*, *andel rörlig ersättning* och *lönsamhet*, men kommer även att lyfta fram övriga intressanta resultat. Avslutningsvis har vi prövat hypoteserna utifrån resultatet av dataanalysen, för att se huruvida de finner stöd eller bör förkastas.

Pearson korrelation

**Korrelationer**

Nr.	n	Variabler	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	254	Kön	1										
2	254	Ålder	0,036	1									
3	243	Lönsamhet	0,041	0,046	1								
4	254	Rörlig ersättning	0,081	0,146*	0,106	1							
5	254	Total ersättning	0,115 <sup>a</sup>	,140*	0,121 <sup>a</sup>	0,843**	1						
6	254	Andel rörlig ersättning	0,017	0,112 <sup>a</sup>	0,109 <sup>a</sup>	0,675**	0,436**	1					
7	254	Årets resultat	0,034	0,113 <sup>a</sup>	0,152*	0,232**	0,195**	0,176**	1				
8	254	Totalt kapital	0,061	0,079	0,059	0,696**	0,662**	0,270**	0,265**	1			
9	254	Räntabilitet på totalt kapital	0,176**	0,084	0,468**	0,118 <sup>a</sup>	0,131*	0,149*	0,639**	0,064	1		
10	254	Omsättning	0,073	0,05	0,052	0,669**	0,694**	0,252**	0,215**	0,883**	0,057	1	
11	254	Eget kapital	0,064	0,089	0,066	0,659**	0,683**	0,251**	0,304**	0,950**	0,111 <sup>a</sup>	0,885**	1

Signifikant <sup>a</sup>p < .10  
 Signifikant \* p < .05  
 Signifikant \*\* p < .01

Tabell 1. Korrelationer med samtliga variabler

**Medelvärden och standardavvikelser**

Variabler	Totalt	
	Medelvärde	Standardavvikelse
Kön	0,93	0,25
Ålder	52 år	6,62 år
Lönsamhet (%)	3,23%	17,84%
Rörlig ersättning (mkr)	1,73	2,88
Total ersättning (mkr)	6,50	6,69
Andel rörlig ersättning (%)	18,70%	17,57%
Årets resultat (mkr)	1 391,18	9 657,45
Totalt kapital (mkr)	17 556,85	56 399,64
Räntabilitet på totalt kapital (%)	3,04%	23,79%
Omsättning (mkr)	14 741,10	40 766,54
Eget kapital (mkr)	6 603,11	18 443,02

Tabell 2. Medelvärden och standardavvikelser för samtliga variabler

Tabell 1 presenterar bivariata korrelationer för de variabler som vi har studerat. I urvalet har 254 företaget studerats och bland dessa har 237 stycken VD:ar varit män, vilket motsvarar 93 procent, och 17 stycken varit kvinnor, vilket motsvarar 7 procent. Medelåldern bland de studerade VD:arna är 52 år. Medelvärdet för lönsamhet och andel rörlig ersättning är 3,23 % respektive 18,70 %.

I tabell 1 kan vi utläsa att två signifikanta korrelationer påträffats mot variabeln kön. Dels mellan män och total ersättning och dels mellan män och räntabilitet på eget kapital. Mellan män och total ersättning har vi funnit en svag korrelation på 0,115 vid en 10 %-ig signifikansnivå och mellan män och räntabilitet på eget kapital är det en svag korrelation på 0,176 på 5 %-ig nivå.

Ålder påvisas vid en 10 %-ig signifikansnivå vara svagt positivt korrelerat till 0,112 mot andel rörlig ersättning. Dock ser vi i bilaga 4 att förklaringsgraden, vilken påvisar hur stor andel av fallen som kan förklaras med korrelationen, enbart är 1,4 % av fallen,. Vidare påvisar resultatet att ålder är positivt korrelerat med både rörlig ersättning och total ersättning vid en 5 %-ig signifikansnivå.

Andel rörlig ersättning visar sig vara positivt korrelerat med lönsamhet på 0,109 vid 10 %-ig signifikansnivå. Resultatet visar även att andel rörlig ersättning är positivt korrelerat med ett flertal mått som kan indikera storleken på företag såsom: *årets resultat*, *totalt kapital*, *omsättning* och *eget kapital*. Samtliga av dessa är signifikanta på en 5 %-ig nivå eller 1 %-ig nivå.

*Hypotes 1: Kvinnliga VD:s har lägre andel rörlig ersättning än manliga VD:s.*

***Medelvärde och standardavvikelse av andel rörlig ersättning efter kön***

*Deskriptiv*

n	Kön	Medelvärde	Standardavvikelse
17	Kvinnor	17,59%	17,45%
237	Män	18,78%	17,62%
254	Totalt	18,70%	17,57%

*Tabell 3. Medelvärde av andel rörlig ersättning uppdelat efter kön.*

För att besvara Hypotes 1 har inledningsvis medelvärden för vår population framtagits och i tabell 3 presenteras medelvärdet för *andel rörlig ersättning* uppdelat efter *kön*. Från vårt urval, som representerar vår population, utläser vi en skillnad mellan andel rörlig ersättning efter kön. Kvinnor har i genomsnitt 17,59 % andel rörlig ersättning medan män har 18,78 % i genomsnitt, vilket indikerar att hypotes 1 borde styrkas.

Som vi kan se i tabell 4 har inget signifikant resultat framkommit. Då T-test kräver att variablerna är normalfördelade och är över 30 till antalet, gjorde vi ett histogram (bilaga 3) för att undersöka detta. Vi kan utläsa från histogrammet att andel rörlig ersättning inte är normalfördelat och dessutom att antalet kvinnor enbart är 17 stycken ( $< 30$ ). Detta innebär att variablerna är *icke-parametriska* och behöver därmed testas via ett Mann-Whitney test. Mann-Whitney test har således genomförts och går att återfinna i bilaga 2, men resultatet har ej påvisats signifikant. Detta indikerar att om vårt urval hade varit representativt för en större population så hade vår hypotes förkastats.

Resultatet för Hypotes 1 påvisar en skillnad mellan andel rörlig ersättning mellan män och kvinnor, men vi kan ej styrka detta samband med ett statistiskt signifikant resultat. Således förkastas Hypotes 1.

#### T-Test

##### Gruppstatistik Andel rörlig ersättning mot kön

n	Kön	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
17	Kvinnor	17,59%	17,45%	4,23%
237	Män	18,78%	17,62%	1,15%

Independent Samples Test		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Andel rörlig ersättning av total ersättning	Equal variances assumed	0,084	0,772	-0,269	251	0,788	-1,19%	4,42%	-9,90%	7,52%
	Equal variances not assumed			-0,271	18,429	0,789	-1,19%	4,39%	-10,39%	8,01%

ej signifikant

Tabell 4. T-test av andel rörlig ersättning och kön.

Hypotes 2: *Ålder är negativt korrelerat med andel rörlig VD-ersättning.*

I Tabell 1 kan vi utläsa att det råder en svagt positiv korrelation mellan ålder och andel rörlig ersättning på 0,112 med statistisk signifikans på 10 %-ig nivå. Vidare kan vi enligt bilaga 4 utläsa att förklaringsgraden enbart är 1,4 %. I samma bilaga kan vi också se att observationerna är relativt jämnt utspridda med en avsaknad av extremvärden. Därmed kan den låga korrelationen ej förklaras av extrema värden utan kan därför antas vara låg. I ett försök att påvisa korrelation med starkare signifikansnivå har även en dikotomisering av variablerna utförts, men utan mer signifikanta resultat.

Enligt Hypotes 2 ska andelen rörlig ersättning till VD:ar minska ju äldre VD:n är.

Resultatet som presenterats ovan tyder istället på motsatsen, nämligen att andel rörlig ersättning ökar med ålder. Resultatet är som nämnt signifikant och således förkastas Hypotes 2.

Hypotes 3: *Andel rörlig VD-ersättning är positivt korrelerat med företags lönsamhet.*

I tabell 1 kan vi utläsa att det råder en svag positiv korrelation mellan lönsamhet och andel rörlig ersättning på 0,109. Den statistiska signifikansen är även här på 10 %-ig nivå. Eftersom att korrelationen varit låg har en *boxplot* och ett *spridningsdiagram* tagits fram för att undersöka om resultatet påverkas av extrema värden likt Hypotes 2. I bilaga 5 och 6 kan vi se att flertalet extremvärden går att finna samt en låg förklaringsgrad på enbart 1,2 % av fallen. Därmed kan vi anta att korrelationen och resultatet med stor sannolikhet påverkas av dessa extremvärden.

Med anledning av detta har vi gjort ett försök att ytterligare påvisa detta samband genom att dikotomisera *lönsamhet* och *andel rörlig ersättning*. Genom att ställa upp en korstabell som

testas med *Phi* och *Cramer's V* har vi ämnat avgöra om en association råder mellan variablerna.

Dikotomiseringen har delats upp efter hög respektive låg andel rörlig ersättning, samt hög

respektive låg lönsamhet. Uppdelningen har varit 50/50 av samtliga observationer och enligt

tabell 5 har en korstabell tagits fram. I tabell 5 kan vi utläsa att det finns en association mellan

hög lönsamhet och andel rörlig ersättning och att vi uppnår en signifikansnivå på under 1 %.

Enligt Hypotes 3 ska andelen rörlig ersättning till VD:ar och lönsamhet vara korrelerat. Eftersom

signifikant korrelation påvisats finner vi stöd för Hypotes 3.

**Korstabell: Dikotomisering av Andel rörlig ersättning \* Lönsamhet**

n = 245		Lönsamhet			
		Låg	Hög	Total	
Andel rörlig ersättning	Låg	Antal	75 st.	48 st.	123
		% inom Låg Lönsamhet	61,48%	39,02%	50,20%
	Hög	Antal	47 st.	75 st.	122
		% inom Hög Lönsamhet	38,52%	60,98%	49,80%
	Total	Antal	122 st.	123 st.	245
		% inom Lönsamhet	100,0%	100,0%	100,0%

Cramer V = 0,225

Signifikansnivå = 0,000

*Tabell 5. Associationstabell för andel rörlig ersättning och lönsamhet*



## DISKUSSION OCH SLUTSATSER

I denna studie har vi analyserat sambandet mellan VD:ars *kön* och *ålder* med företags val av *andel rörlig ersättning*, och huruvida det i förlängningen finns ett samband med företags *lönsamhet*. Studien har gjorts på ett urval om sammanlagt 254 företag på Nasdaq Stockholm. För studiens teoretiska problemformulering har *agentteorin* och tidigare forskning kring *riskpreferenser* i förhållande till kön och ålder använts som utgångspunkt. Här är antaganden i *agentteorin* beroende av en individs individuella grad *riskpreferens*, utan att bakomliggande faktorer till skillnader i *riskpreferenser* tas i beaktning. Den teoretiska problematiseringen stöds av *Upper Echelon theory*, vilken påvisar vikten av att ta hänsyn till individens, i detta fall VD:ns, personlighet, för att förstå en organisations agerande och dess förhållande till lönsamhet. Med avstamp i dessa två teoretiska perspektiv har tre hypoteser formulerats. Således kommer detta avsnitt fortsättningsvis behandla de samband och resultat som presenterats.

Resultatet finner ej ett signifikant stöd för Hypotes 1, däremot finns det en svag korrelation som påvisar att kvinnor har marginellt lägre andel rörlig ersättning än män inom populationen. Det finns flera möjliga förklaringar till att ett statistiskt signifikant samband ej uppstår. En förklaring är att ett sambandet mellan *kvinnor* och *låg andel rörlig ersättning* helt enkelt inte finns. Vid en sådan realitet blir två olika teoretiska diskussioner aktuella. Antingen skulle en sådan slutsats motsäga det centrala antagandet inom *agentteorin*, att optimal ersättning är beroende av en individs individuella grad *riskpreferens*. Eller så skulle slutsatsen gå mot den forskning som påvisar skillnader i *riskpreferens* på basis av kön, och således ge stöd för Nelson (2015) och andra forskare som ställt sig kritiska till sambandet.

Å andra sidan kan ett samband finnas, men vara dolt på grund av andra faktorer. En möjlig förklaring är exempelvis att antalet kvinnor i studien är för få, och att de således inte är representativa för kvinnors, inom populationen, beteende som stort. Ytterligare en förklarande faktor vore om vi kunde finna andra gemensamma nämnare bland kvinnor, vilka kunde minska betydelsen av skillnader i *riskpreferenser* gentemot män. Ett sådant exempel är om kvinnor var överrepresenterade i sektorer som särskilde sig gällande andel rörlig ersättning. Som bilaga 7 påvisar finner vi här att 5 av kvinnorna befinner sig i Health Care-sektorn och ytterligare 5 i Industrials-sektorn. Således är 10 av totalt 17 kvinnor samlade i två industrier. Däremot tycks de två sektorerna inte särskilja sig mot övriga vad gäller rörlig ersättning, och vi kan därför ej tolka det som en förklarande faktor.

En annan möjlig förklarande faktor är att kvinnor befinner sig i företag av viss storlek. Som tabell 1 påvisar finns det en signifikant korrelation mellan *andel rörlig ersättning* och *totalt kapital*. Det här tolkar vi som en indikation på att det finns ett samband mellan ett företags storlek och andel rörlig ersättning. Som bilaga 1 påvisar är medelvärdet på det *totala kapitalet* i företag med kvinnliga VD:ar ca 13,7 miljarder kronor mindre än i företag med manliga VD:ar. Vidare befinner sig 15 kvinnor av totalt 17 i företag vars medelvärde på det *totala kapitalet* är mindre än det genomsnittliga medelvärdet inom den totala populationen (bilaga 8). Således tolkar vi detta som en indikation på att kvinnor befinner sig i företag av relativt mindre storlek. Som nämnt torde företag av mindre storlek innebära en lägre andel rörlig ersättning. Denna relation talar därav mot Hypotes 1 och tolkas som en indikation att det de facto ej finns ett samband mellan kvinnor och andel rörlig ersättning.

En annan potentiellt förklarande faktor till att Hypotes 1 ej finner stöd, är det faktum att teorier (Hartog, Ferrer-i-Carbonell & Jonkers, 2002; Eckel & Grossman, 2002) om

riskpreferenser på basis av kön påvisar att kvinnor i genomsnitt är mer riskaverta än män, men säger därmed inte att alla kvinnor är mindre benägna att ta risk än alla män. Om ett företag således vill erbjuda sin VD en hög andel rörlig ersättning kommer rimligtvis såväl riskbenägna kvinnor som män intressera sig för just den tjänsten, och inte kvinnor och män som representerar den genomsnittliga graden riskpreferens för respektive kön. Sålunda kan en sådan realitet innebära att teorin inte blir applicerbar på urvalet och skulle därför kunna förklara det uteblivna sambandet.

Resultatet finner inte heller ett signifikant stöd för Hypotes 2. Däremot påvisar det signifikant korrelation på en 10 %-nivå att sambandet istället är det motsatta, att äldre VD:s har en högre andel rörlig ersättning än yngre. Att det samband som Hypotes 2 illustrerar ej finns kan bero på att riktningen på sambandet variablerna emellan, såsom det beskrivs i hypotesen, de facto inte korrelerar. Således får vi åter ställa oss frågande till antingen *agentteorins* antagande om ett samband mellan individens individuella grad *riskpreferens* och optimal ersättning, eller den forskning som påvisar skillnader i *riskpreferens* på basis av ålder, och mer specifikt att riskaversion ökar med åldern.

En annan förklaring vore en möjlig problematik i att den tidigare forskning som vår studie bygger på är baserad på finansiellt beslutsfattande. Således är det möjligt att beslutsfattande i finansiella sammanhang, såsom vid investeringar, tar hänsyn till andra faktorer än enbart en individs grad *riskpreferens* och därför inte är helt applicerbart på mer generella sammanhang. Vid en sådan realitet hade den teori Hypotes 2 baserats på ej varit optimal för undersökningen, vilket i sin tur vore en förklaring till att den förkastats.

Däremot är resultatet förenligt med Mcinish, Ramaswami & Srivastavas (1993) studie om *konstant relativ riskaversion*, och kan således vara en möjlig förklaring till hypotesen förkastats. Om antagandet däremot görs att tidigare forskning de facto stämmer (Eckel, Grossman, 2002; Morin, Fernandez Suarez, 1983; Bakshi & Chen, 1994), och att *riskaversionen* ökar med åldern, vore en diskussion om de olika teoriernas variabler, *förmögenhet* och *ålder*, relevant. Om så är fallet hade resultatet för Hypotes 2 indikerat att graden individuell *riskpreferens* är mer beroende av den relativa *förmögenheten* än den är av *ålder*.

Studiens resultat ger stöd för Hypotes 3, och visar en signifikant korrelation på en 10 %-nivå mellan en VD:s andel rörliga ersättning och lönsamhet. Om vi delar in vårt material i hög respektive låg *lönsamhet* finner vi vidare en signifikant association på 1 %-nivå. Således går resultatet i linje med grundläggande antaganden i *agentteorin*, nämligen att rörlig ersättning leder till ökad *ansträngning*. I enlighet med *UE* bör en VD:s ökade *ansträngning* följaktligen leda till bättre lönsamhet för ett företag som helhet, vilket vore en rimlig tolkning av resultatet i Hypotes 3. Således ger resultatet stöd för såväl grundläggande antaganden inom *agentteorin* som *UE*.

Även om resultatet finner stöd för sambandet mellan andel rörlig ersättning och lönsamhet, säger det oss ingenting om det den kausala riktningen mellan variablerna. Ur ett teoretiskt perspektiv kan kausaliteten förklaras genom att optimal ersättning, baserat på individens grad riskpreferens, leder till hög *ansträngning* i enlighet med *agentteorin*. Enligt *UE* kommer detta i sin tur innebära hög lönsamhet för företag. Ur ett logiskt perspektiv kan likväl goda ekonomiska resultat belönas med bonusar och således hög andel rörlig ersättning till VD. Sålunda kan vi konstatera att sambandet finner stöd, utan att kunna uttala oss om sambandets orsaker.

### **Bidrag till forskning**

Med denna studie bidrar vi med ny data inom ett område som det inte finns mycket tidigare svensk forskning inom, förhållandet mellan *riskpreferenser* och *andel rörlig ersättning*. Vidare har vi gjort en totalundersökning på vår population, av icke finansiella företag, och sammanställt data på ett nytt sätt för svenska företag baserat på variabler som bedömts relevanta för de givna frågeställningarna. Således har vi bidragit med underlag för framtida studier inom samma område.

Studier av riskpreferensers förhållande till ersättning finns att studera i flertalet andra länder, men är få till antalet i Sverige (Core & Guay, 2010). Således har vi även bidragit till att ta en diskussion som förts i utlandet till Sverige, utefter rådande svenska förhållanden.

Enligt Bång & Waldenström (2009) finns det omfattande forskning huruvida hög rörlig ersättning leder till ökad prestation, utan att konsensus råder. I studien finner vi stöd för att ett positivt samband mellan rörlig ersättning och lönsamhet, och bidrar således med empiriskt stöd inom ett omdiskuterat område.

### **Begränsningar och framtida forskning**

Inom den tillämpade urvalsramen som använts i vår studie var representationen av kvinnor, i förhållande till män, väldigt låg med enbart 17 kvinnliga VD:s i förhållande till 237 manliga. När alla årsredovisningar för 2018 har publicerats, skulle förslagsvis studien göras om, då det aktuella antalet kvinnliga VD:s är 28 stycken och således mer representativa för gruppen som helhet än vid årsredovisningarna för 2017. Ett annat förslag är en liknande studie på en större

population, exempelvis alla svenska börsnoterade företag, vilket sålunda skulle öka antalet kvinnor i studien.

En annan begränsning i studien har varit svårigheter i att bedöma den kausala riktningen i sambandet mellan variablerna *andel rörlig ersättning* och *lönsamhet* (Hypotes 3). Ytterligare intressanta insikter kan tänkas erhållas vid kombination av tvärsnittsstudie och longitudinell data vid tillämpandet av paneldata. Detta innebär att data inhämtas vid ett flertal tidpunkter istället för vid enbart ett tillfälle, vilket medför möjligheten att undersöka utveckling av andel rörlig ersättning och lönsamhet över tid (Bryman & Bell, 2011). Således hade en sådan studie potentiellt gjort det lättare att studera huruvida rörlig ersättning leder till lönsamhet eller vice versa.

Vidare hade forskning på företag eller individer av experimentellt slag varit ett förslag för framtida studier. Exempelvis hade företag över tid kunnat applicera olika typer av rörlig ersättning för att undersöka vilka reaktioner och resultat som uppstår, vilket ökar möjligheten till kausala samband.

För att påvisa lönsamhet har vi använt det vedertagna måttet *vinstmarginal*. Det kan dock ifrågasättas hur väl detta mått de facto mäter hur lönsamt ett företag är, då begreppet ”lönsamhet” kan innefatta många olika sätt för mätning. Liknande studier, såsom Dezsó & Ross (2012), har i sin undersökning kring kvinnlig representation vid ledningspositioner och lönsamhet tillämpat ett viktat lönsamhetsmått. Ett viktat lönsamhetsmått kan tänkas innebära ett mer korrekt mått på lönsamhet då det tar i beaktning fler nyckeltal samtidigt. Vidare forskning som tillämpar ett viktat lönsamhetsmått hade således varit intressant för att öka precisionen i resultatet.

## Slutsatser

Kvinnor vid ledningspositioner är ett aktuellt ämne. Men trots den jämställdhetstrend som råder, blir lönegapet mellan män och kvinnor allt mer påtagligt vid högre inkomstnivåer (Albrecht, Björklund & Vroman, 2003). Således har vi i denna studie ställt oss frågan vad som kommer ske med ersättningar bland VD:ar när allt fler kvinnor blir tillsatta på posterna. Förutom *kön* har vi även undersökt den demografiska variabeln *ålder*, då vi funnit tidigare forskning och teoretiskt underlag för detta.

I studiens resultat finner vi ej stöd för teorier om att kön skulle ha ett samband med rörlig ersättning. Således drar vi slutsatsen att managers ej bör göra strategiska implikationer på den basis att män är mer riskbenägna än kvinnor, då en sådan realitet ej har observerats i resultatet.

I studiens resultat har vi förkastat hypotesen att unga har högre andel rörlig ersättning än äldre, och istället påvisat signifikant korrelation på det motsatta. Således är det möjligt att äldre personer är mer benägna att arbeta under riskfyllda förhållanden, vilket kan vara av värde för managers vid strategiska implikationer.

I studiens resultat finner vi stöd för ett samband mellan rörlig ersättning och lönsamhet. Resultatet säger dock ingenting om den kausala riktningen mellan variablerna, och vi kan således inte uttala oss om vilken variabel som påverkar den andra. Av den anledningen kan vi inte ge några rekommendationer för strategiska implikationer på basis av resultatet för Hypotes 3.

Med avstamp i vad som redogjorts för ovan finner vi det inte troligt att ersättningen till VD:s kommer förändras med anledning av förändring av de demografiska variablerna *kön* och *ålder*. Således kommer vi inte se en förändring i *andelen rörlig ersättning*, vilket innebär att företags *lönsamhet* inte heller påverkas.

## EFTERORD

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Niklas Hallberg, Universitetslektor och Docent vid Företagsekonomiska institutionen för hans råd, vägledning och tid som lagts ner för att möjliggöra denna uppsats. Vidare önskar vi tacka Antonio Maranon som med sin enkla humor och statistiska elegans, väglett oss genom statistikens snåriga värld.



## KÄLLFÖRTECKNING

### Tryckta källor

Albrecht, J. Björklund, A. Vroman, S. 2003. **Is There a Glass Ceiling in Sweden?**. The University of Chicago Press Journals 21: 145-177.

Bakshi, G & Chen, Z. 1994. **Baby Boom, Population Aging, and Capital Markets**. The Journal of Business, 67.

Baiman, S. 1990. *Agency research in managerial accounting: A second look*. Accounting, Organizations & Society (15) 1990: 341 - 371.

Bebchuk, L., & Fried, J. (2003). *Pay without performance*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 29.

Besanko, D. Dranove, D. Shanley, M. Schaefer, S. 2013. *Economics of Strategy, 6th edition*. John Wiley & Sons Pte Ltd.

Brinig, M.F. (1995). *Does mediation systematically disadvantage women?*. William and Mary Journal of Women and the Law 2, 1–34.

Bryman, A., Bell, E. 2011. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Liber Ekonomi, Malmö.

Bryngelson, H., Hansen, S., Olsson, H., Redelius, A., & Persson, J. 2006. *Vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare*. Svenskt Näringsliv.

Bång, J. & Waldenström, D. 2009. *Rörlig ersättning till vd – vad säger forskningen?* Institutet för näringslivsforskning. IFN Policy Paper nr 27, 2009.

Carter, D.A., Simkins, B.J., & Simpson, W.G. 2003. *Corporate Governance, board diversity, and firm value*. Financial review, 38 (1), 33-53

- Child, J. 1974. *Managerial and organizational factors associated with company performance part I*. Journal of Management Studies, 11: 175-189.
- Cohen, J. (1983). *The cost of dichotomization*. Applied Psychological Measurement, 7, 247–253. New York University
- Core, J., & Guay, W. 2010. *Is CEO Pay Too High and Are Incentives Too Low? A Wealth-Based Contracting Framework*. Academy of Management Perspectives, 2010: 15.
- Dezső, C. L., & Ross, D. G. 2012. *Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation*. Strategic Management Journal, 33(9), 1072-1089.
- DeCoster, J., Iselin, A.-M. R., & Gallucci, M. (2009). *A conceptual and empirical examination of justifications for dichotomization*. Psychological Methods, 14(4), 349-366.
- Eckel, C.C., Grossman, P.J. (2002). *Sex differences and statistical stereotyping in attitudes toward financial risk*. Evolution and Human Behavior 23 (4), 281–295.
- Eisenhardt, K. M. (1989). *Agency theory: An assessment and review*. Academy of management review, 14(1), 57-74.
- Ekberg, J., Hällberg, P., Ewaldsson, P., & Andersson, B. 2017. *Löneskillnad mellan kvinnor och män 2017: Vad säger den officiella statistiken?* Svenska Medlingsinstitutet.
- Elliot, M., Fairweather, I., Olsen, W., & Pampaka, M. 2016. *Dichotomous variable (binary variable): A Dictionary of Social Research Methods*. Oxford University Press.
- Furby, L., & Beyth-Marom, R. (1992). *Risk taking in adolescence: A decision-making perspective*. Developmental Review, 12, 1-44.
- Gande, A. & Kalpathy, S. 2017. *CEO compensation and risk-taking at financial firms: Evidence from U.S. federal loan assistance*. Journal of Corporate Finance, 2017: 131 - 150.

Gibbons, R., & Murphy, K. J. 1990. *Relative performance evaluation for chief executive officers*. Industrial and Labor Relations Review, 43: 30S-51S

Govindarajan, V., & Fisher, J. 1990. *Strategy, control systems, and resource sharing: Effects on business-unit performance*. Academy of Management Journal, 33:259-285.

Hambrick, D & Mason, P. 1984. *Upper Echelons: The organization as a Reflection of its Top managers*. Academy of Management Review, 9: 193-206.

Hartog, J., Ferrer-i-Carbonell, A., Jonker, N. 2002. *Linking measured risk aversion to individual characteristics*. Kyklos 55 (1), 3–26.)

Hill, C. W. L., & G. R. Jones. 1995. *Strategic Management: An Integrated Approach*. Boston: Houghton Mifflin Company.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics, 3(4), 305-360.

Kato, T. & Kubo, K. 2004. *CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay*. Journal of the Japanese and international economies, 20: 1-19.

Körner, S., Wahlgren, L. 2015. *Praktisk Statistik*. Studentlitteratur, Lund.

Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). *Director gender and mergers and acquisitions*. Journal of Corporate Finance, 28, 185–200.

Li, M-Y., Yang, T-H & Yu, S-E. 2015. *CEO Stock-Based Incentive Compensation and Firm Performance: A Quantile Regression Approach*. Journal of International Financial Management & Accounting.

Makri, M., Lane, P., & Gomez-Mejia, L. 2006. *Ceo incentives, innovation, and*

*performance in technology-intensive firms: A reconciliation of outcome and behavior-based incentive schemes*. Strategic Management Journal, 27: 1057 – 1080

Margiotta, M. Miller, R. 2000. *Managerial compensation and the cost of moral hazard*. International economic review. Vol 41, No. 3.

Mcinish, T. Ramaswami, S. Srivastava, R. 1993. *Do more Risk-Averse Investors Have Lower Net Worth and Income?*. The Financial Review, 28: 91-106.

Mehran, H. 1995. *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*. Journal of Financial Economics, 38: 163-184.

Morin, R-A & Fernandez Suarez, A. 1983. *Riskaversion revisited*. The Journal of Finance, 38.

Nelson, J. 2015. *Are women really more risk-averse than men?* Journal of Economic Surveys, 29: 566-585.

Oxelheim, L., Wihlborg, C & Zhang, J. 2008. *Executive compensation and Macroeconomic Fluctuations*. Research Institute of Industrial Economics.

Pålsson, M. A. 1996. *"Does the degree of relative risk aversion vary with household characteristics?"*. Journal of Economic Psychology 17: 771-787.

Riley Jr., William B., Chow, K. Victor (1992). *Financial Analysts Journal*. Nov/Dec92, Vol. 48 Issue 6, p32-37.

Roine, J & Waldenström, D. 2008. *The Evolution of top incomes in an egalitarian society: Sweden, 1903-2004*. Journal of Public Economics, 92: 366-387.

Shrader, C. B., Blackburn, V. B., & Iles, P. 1997. *Women in management and firm financial performance: An exploratory study*. Journal of managerial issues, 355-372.

SCB, 2018. *Women and men in sweden 2018 Facts and figures: På tal om kvinnor och män 2018*. Statistiska centralbyrån.

Wooldridge, M. J. 2016. *Introductory econometrics; A modern approach*. Thomson South- Western, Mason

### Elektroniska källor

Allbright. 2018. *En spricka i glastaket*. Stiftelsen Allbright.

<https://static1.squarespace.com/static/5501a836e4b0472e6124f984/t/5bc4147be5e5f08331be3cf9/1539576971496/Allbrihtrapporten+2018.pdf>

[Hämtad: 15 maj 2019]

Cheng, H.G & Philips, M.R, 2014. *Secondary analysis of existing data: opportunities and implementation*. Research methods in psychiatry. Academic Journals.

<http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=b3eb7805-fbf2-4473-ba66-8ffed71865e4%40pdc-v-sessmgr01>

[Hämtad: 21 Maj 2019]

Fröberg, J. 2009. *Fiasko för regeringens bonusstopp*. SvD Näringsliv. Svenska Dagbladet, 2010-10-20.

<https://www.svd.se/fiasko-for-regeringens-bonusstopp>

[Hämtad: 23 maj 2019]

Nasdaq Nordic, 2019. *Companies Listed On Nasdaq Stockholm*. Nasdaq Nordic.

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/listed-companies/nordic-large-cap>

[Hämtad: 21 Maj 2019]

Sinclair, S. 2018. Rekordmånga kvinnor på börsens vd-poster. SvD Näringsliv, 2018-10-15.

<https://www.svd.se/trots-framsteg--ett-av-fyra-borsbolag-ratar-kvinnor>

[Hämtad: 17 maj 2019]

Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. 2009. *Women directors on corporate boards: A review and research agenda*. Corporate governance: An international review, 16 (3), 320-337.

39§ - 41§, 45§, Årsredovisningslag, 1995:1554. *Sveriges Rikes Lag*. Sveriges Riksdag.

[https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/arsredovisningslag-19951554\\_sfs-1995-1554](https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/arsredovisningslag-19951554_sfs-1995-1554)

[Hämtad: 17 Maj 2019]

## BILAGOR

## BILAGA1: Medelvärden och standardavvikelser uppdelat efter kön

**Medelvärden och standardavvikelser uppdelat efter kön**

Variabeler	Totalt		Män		Kvinnor		Differens
	Medelvärde	Standardavvikelse	Medelvärde	Standardavvikelse	Medelvärde	Standardavvikelse	Medelvärde män - Medelvärde kvinnor
Kön	0,93	0,25	1	-	1	-	
Ålder	52 år	6,62 år	52 år	6,69 år	51 år	5,46 år	1 år
Lönsamhet (%)	3,23%	17,84%	3,41%	17,91%	0,40%	17,05%	3,01%
Rörlig ersättning (mkr)	1,73	2,88	1,79	2,94	0,86	1,59	0,94
Total ersättning (mkr)	6,50	6,69	6,70	6,82	3,63	3,74	3,07
Andel rörlig ersättning (%)	18,70%	17,57%	18,78%	17,62%	17,59%	17,45%	1,19%
Årets resultat (mkr)	1 391,18	9 657,45	1 480,15	9 992,61	150,86	448,45	1 329,29
Totalt kapital (mkr)	17 556,85	56 399,64	18 477,66	58 214,99	4 719,73	11 095,38	13 757,92
Räntabilitet på totalt kapital (%)	3,04%	23,79%	4,17%	22,02%	-12,61%	38,98%	16,77%
Omsättning (mkr)	14 741,10	40 766,54	15 541,82	42 048,26	3 578,08	7 631,43	11 963,74
Eget kapital (mkr)	6 603,11	18 443,02	6 919,01	19 011,85	2 199,07	5 006,17	4 719,94

## BILAGA 2: Mann-Whitney Test

**Mann-Whitney Test****Ranks**

N		Kön	Mean Rank	Sum of Ranks
17	Andel rörlig ersättning av total ersättning	Kvinnor	122,12	2076,00
236		Män	127,35	30055,00
Totalt: 253				

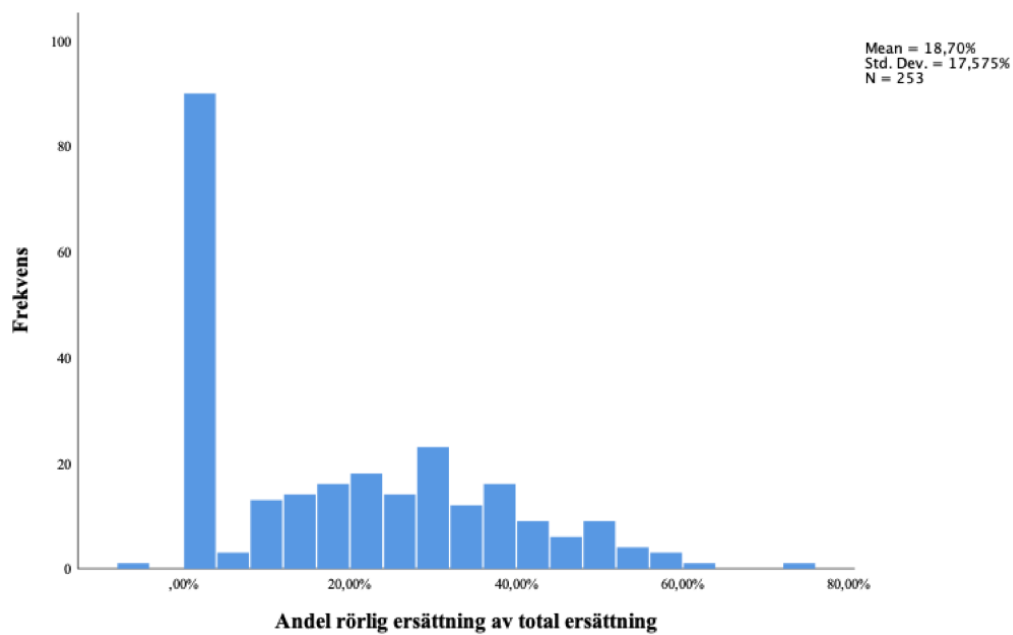
**Test Statistics<sup>a</sup>**

	Andel rörlig ers. av total ers.
Mann-Whitney U	1923,00
Wilcoxon W	2076,00
Z	-0,29
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,772

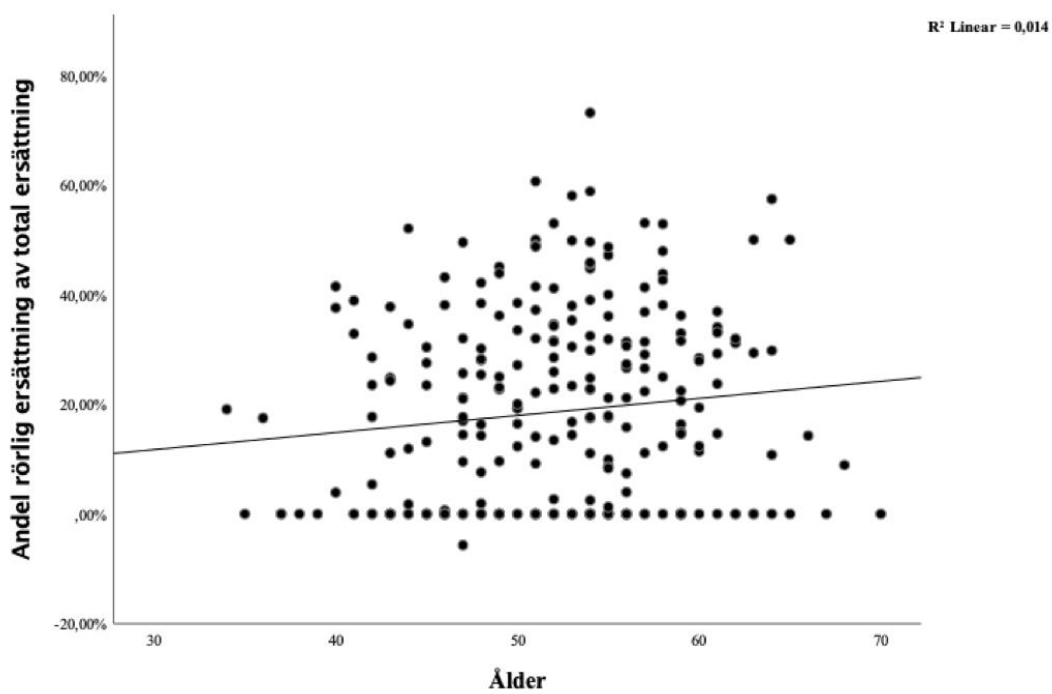
a. Grouping Variable: Kön

ej signifikant

BILAGA 3: Histogram över andel rörlig ersättning av total ersättning

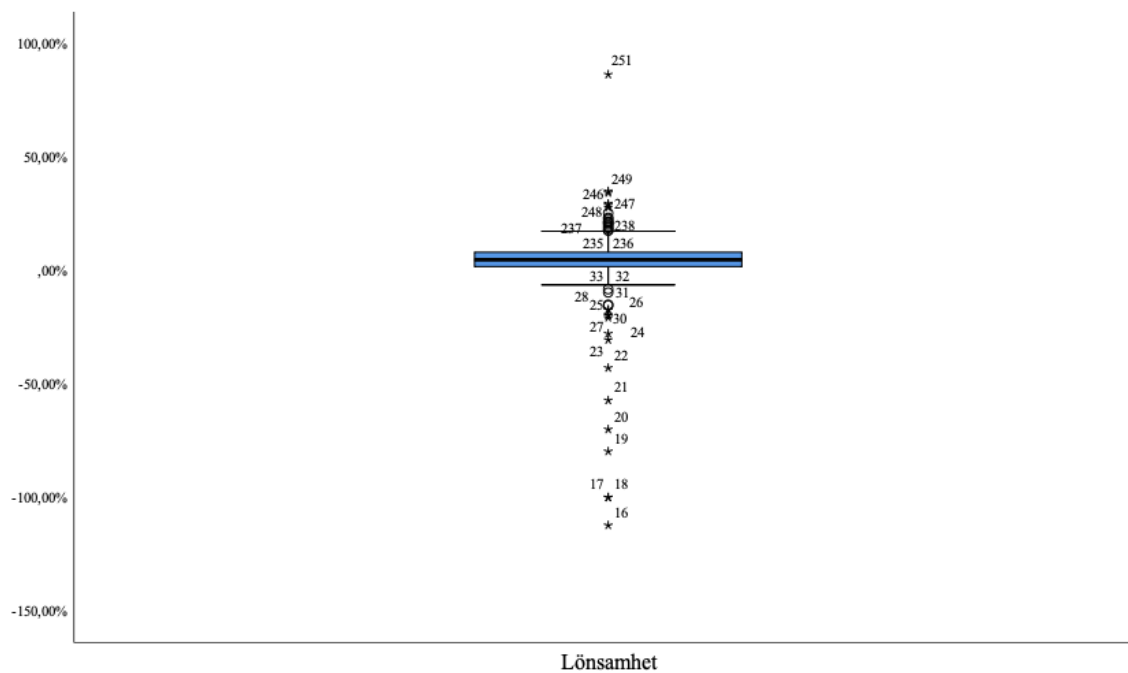


BILAGA 4: Spridningsdiagram över andel rörlig ersättning och ålder

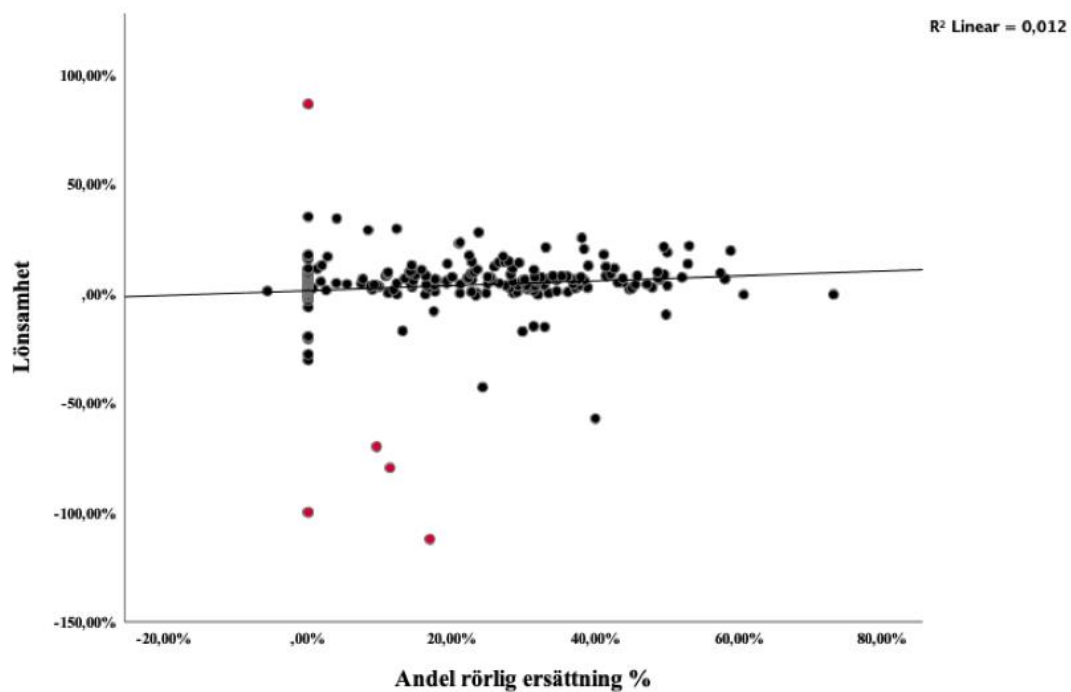




BILAGA 5: Boxplot över lönsamhet



BILAGA 6: Spridningsdiagram över andel rörlig ersättning och lönsamhet



## BILAGA 7: Medelvärden efter sektorer

## Medelvärden efter branscher

Bransch	Antal kvinnor	Kön	Ålder (år)	Rörlig ersättning (mkr)	Total ersättning (mkr)	Andel rörlig ersättning (%)	Äres resultat (mkr)	Totalt kapital (mkr)	Ränsbillet på totalt kapital (%)	Omsättning (mkr)	Länsamhet (%)	Eget kapital (mkr)
Basic Materials												
N = 13	Medelvärdet	0,85	55	1,82	7,03	25,36%	12 511,94	31 969,88	21,24%	23 067,54	66,53%	18 347,38
	Standardavvikelse	0,376	5,27	1,55	4,27	14,09%	38 919,65	36 764,96	70,21%	29 534,04	236,42%	20 854,13
Consumer Goods												
N = 28	Medelvärdet	0,96	52	2,30	7,83	21,29%	1 039,41	14 776,25	7,71%	15 100,65	9,37%	4 786,94
	Standardavvikelse	0,189	6,27	3,03	7,39	19,87%	1 979,63	31 447,24	5,96%	29 533,71	15,74%	9 033,76
Consumer Services												
N = 34	Medelvärdet	0,91	50	1,46	6,06	16,28%	894,49	9 843,21	7,61%	16 463,75	6,05%	4 352,71
	Standardavvikelse	0,288	6,13	2,54	4,90	20,32%	2 807,32	22 129,28	9,63%	43 099,08	8,58%	11 217,18
Health Care												
N = 53	Medelvärdet	0,91	51	1,09	4,31	17,95%	544,90	13 150,47	-12,13%	5 480,47	-6613,52%	3 781,60
	Standardavvikelse	0,295	7,00	2,60	4,99	16,47%	3 522,51	74 205,13	32,21%	26 385,15	39381,78%	17 611,91
Industrials												
N = 86	Medelvärdet	0,94	54	2,26	8,24	18,81%	1 332,94	21 344,39	5,15%	20 383,83	2,64%	7 713,11
	Standardavvikelse	0,235	6,42	3,55	8,49	15,74%	3 818,82	61 983,66	7,32%	52 507,50	16,18%	20 165,66
Oil & Gas												
N = 4	Medelvärdet	1,00	54	1,95	4,71	31,82%	863,42	23 279,50	5,71%	6 110,72	10,47%	1 506,02
	Standardavvikelse	0,000	6,40	2,19	3,57	24,57%	1 906,51	25 270,28	6,39%	7 573,94	17,29%	3 917,25
Technology												
N = 32	Medelvärdet	1,00	52	1,03	4,48	15,57%	- 823,26	12 002,49	6,24%	8 752,24	3,24%	5 113,69
	Standardavvikelse	0,000	7,16	1,51	3,76	18,76%	6 376,39	47 638,94	9,42%	35 675,02	13,50%	18 900,18
Telecommunications												
N = 3	Medelvärdet	0,67	50	2,24	10,89	15,66%	3 582,33	94 504,33	2,77%	35 243,00	5,57%	40 796,33
	Standardavvikelse	0,577	2,08	3,61	8,18	25,49%	5 691,52	130 765,81	1,33%	40 493,42	6,18%	56 420,18
Utilities												
N = 1	Medelvärdet	1,00	47	0,20	2,10	9,52%	- 180,00	2 124,00	-8,47%	257,00	-70,04%	843,00
	Standardavvikelse											
Total	Medelvärdet	0,93	52	1,72	6,50	18,62%	1 391,18	17 556,85	3,04%	14 741,10	-1224,9759%	6 603,11
N = 254	Standardavvikelse	0,250	6,62	2 882 804,97	6,69	17,38%	9 657,45	56 399,64	23,79%	40 766,54	17040,57031%	18 443,02
Medelvärden för hela populationen		0,93	52	1,73	6,50	18,70%	1 391,18	17 556,85	3,04%	14 741,10	3,23%	6 603,11

## BILAGA 8: Totalt kapital och differens mot medelvärdet av företag med kvinnlig VD

**Totalt kapital och differens mot medelvärdet av företag med kvinnlig VD**

Mkr

<b>Företag</b>	<b>Totalt kapital</b>	<b>Medelvärdet</b>	<b>Differens mot medelvärdet</b>
BillerudKorsnäs	28 196,00	17 556,85	10 639,15
Endomines	160,56	17 556,85	- 17 396,29
Odd Molly International	181,71	17 556,85	- 17 375,14
Scandic Hotels Group	333,44	17 556,85	- 17 223,41
Electra Gruppen	604,96	17 556,85	- 16 951,89
MQ Holding	1 784,65	17 556,85	- 15 772,20
AddLife B	1 891,00	17 556,85	- 15 665,85
BioArctic B	1 140,00	17 556,85	- 16 416,85
Calliditas Therapeutics	62,00	17 556,85	- 17 494,85
Active Biotech	304,00	17 556,85	- 17 252,85
Medivir B	616,17	17 556,85	- 16 940,68
Mycronic	3 239,00	17 556,85	- 14 317,85
Pricer B	919,00	17 556,85	- 16 637,85
Svedbergs B	505,00	17 556,85	- 17 051,85
Studsvik	825,00	17 556,85	- 16 731,85
Wise Group	333,00	17 556,85	- 17 223,85
Tele2 A	39 140,00	17 556,85	21 583,15