

Samband mellan ersättning till verkställande
direktörer och företagsstorlek
– en studie av bolag börsnoterade i Sverige

Sebastian Fichtel

Kandidatuppsats i företagsekonomi
Mälardalens högskola, FÖA300, HT 2012, 2013-01-08
Handledare: Finn Wiedersheim-Paul

Abstract

- Date:** 2 January 2013
- Level:** Bachelor thesis in business administration, 15 ECTS
- Institution:** School of sustainable development of society and technology, Mälardalen University
- Author:** Sebastian Fichtel, 1986-12-21
- Title:** CEO compensation and company size
– a study of companies listed in Sweden
- Tutor:** Finn Wiedersheim-Paul
- Keywords:** CEO compensation, company size, market value of equity, agency costs.
- Research questions:** Is there a correlation between company size, and the components and size of CEO compensation?
- Purpose:** The purpose of the thesis is to examine CEO compensation in Swedish listed companies through an analysis of the object of the compensation as well as its components and structure. The thesis also aims to seek correlation between the size of a company and the CEO remuneration. Furthermore, the essay seeks to account for the remuneration given to CEO:s in Swedish listed companies during the period 2001-2010.
- Method:** The thesis is founded on data on CEO compensation for all Swedish listed companies during the period 2001-2010 which have been collected from annual reports. Based on the gathered data a quantitative regression analysis is done in order to seek connections between CEO compensation and company size. The essay also contains a qualitative analysis of compensation levels, compensation components and structures.
- Conclusion:** The thesis shows that CEO compensation is higher in larger than in smaller companies and that larger companies assign a smaller share of MVE to CEO compensation. Swedish companies use share related compensation only to a small extent. Swedish CEO:s appear risk averse.

Sammanfattning

- Datum:** 2 januari 2013
- Nivå:** Kandidatuppsats i företagsekonomi, 15 ECTS
- Institution:** Akademin för hållbar samhälls- och teknikutveckling, Mälardalens högskola
- Författare:** Sebastian Fichtel, 1986-12-21
- Titel:** Ersättning till verkställande direktörer och företagsstorlek
– en studie av bolag börsnoterade i Sverige
- Handledare:** Finn Wiedersheim-Paul
- Nyckelord:** Vd-ersättning, företagsstorlek, börsvärde, agentkostnader
- Frågeställning:** Finns ett samband mellan ett företags storlek, och sammansättningen och storleken av verkställande direktörens ersättning?
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att undersöka ersättningar till verkställande direktörer i svenska börsnoterade bolag genom en analys av ersättnings syfte, dess komponenter och dess struktur. Arbetet syftar också till att söka efter samband mellan ett bolags storlek och verkställande direktörens ersättning. Vidare är ett syfte med arbetet att redogöra för redovisningen av ersättningar till verkställande direktörer i svenska börsnoterade aktiebolag under 00-talet.
- Metod:** Uppsatsen baseras på data om ersättning till verkställande direktörer för samtliga svenska börsnoterade bolag under 00-talet vilka samlats in ifrån årsredovisningar. Med utgångspunkt i insamlade data genomförs en kvantitativ regressionsanalys i syfte att söka samband mellan vd-ersättning och företagsstorlek. Uppsatsen innehåller också en kvalitativ analys av ersättningsnivåer, ersättningskomponenter och -struktur.
- Slutsats:** Uppsatsen visar att ersättningen till verkställande direktörer är högre i större bolag än i mindre bolag samt att större bolag lägger en mindre andel av sitt börsvärde på ersättning till verkställande direktör. Svenska bolag använder aktierelaterad ersättning i liten utsträckning. Svenska verkställande direktörer framstår som riskaversiva.

Innehållsförteckning

Innehållsförteckning.....	4
1. Inledning.....	6
1.1 Bakgrund – höga ersättningsnivåer ett omdebatterat ämne.....	6
1.2 Disposition.....	7
1.3 Problemformulering – vd-ersättning och företagsstorlek.....	7
1.4 Frågeställning och syfte.....	8
1.5 Avgränsning.....	9
2. Metod.....	10
2.1 Angreppssätt.....	10
2.2 Insamling av data.....	10
2.3 Litteratur.....	12
2.4 Variabler.....	13
2.4.1 Total ersättning.....	13
2.4.2 Storleksmått.....	14
3. Teori.....	16
3.1 Principal—agent-teori.....	16
3.2 Turneringsteori.....	18
3.3 Ersättning och lönsamhet.....	18
3.4 Orsaker till senare års löneutveckling.....	19
3.4.1 Ledande befattningshavares inflytande.....	19
3.4.2 Optimal lönesättning.....	19
3.5 Ersättning och företagsstorlek.....	20
4. Ersättning till verkställande direktörer.....	22
4.1 Verkställande direktörens ställning.....	22
4.2 Verkställande direktörens ersättning.....	22
4.2.1 Aktiebolagslagen.....	22
4.2.2 Svensk kod för bolagsstyrning.....	23
4.2.3 Skattelagstiftning.....	23
4.3 Ersättningens komponenter.....	24
4.3.1 Allmänt om ersättningens olika komponenter.....	24
4.3.2 Grundlön, fast lön, fast ersättning.....	25
4.3.3 Rörlig lön, tantiem, bonus, lång- och kortsiktiga incitamentsprogram.....	25
4.3.4 Övriga förmåner.....	26
4.3.5 Pension.....	27
4.3.6 Optioner, aktierelaterad ersättning, finansiella instrument.....	27

4.3.7	Avgångsvederlag, uppsägningslön.....	28
5.	Presentation och analys av data.....	30
5.1	Diagram 1 – median total ersättning och median börsvärde (MVE).....	31
5.2	Diagram 2 – ersättningens komponenter	33
5.2.1	Fast ersättning	33
5.2.2	Rörlig ersättning	34
5.2.3	Pensionsersättning	34
5.2.4	Övrig ersättning.....	35
5.3	Diagram 3 – regressionsanalys total ersättning och MVE	36
5.4	Diagram 4 – regression total ersättning som andel av MVE.....	37
6.	Diskussion	38
6.1	Samband mellan ersättning och samlat börsvärde.....	38
6.1.1	Bolagsperspektivet	38
6.1.2	Vd-perspektivet	39
6.2	Optimal lönesättning eller verkställande direktörers inflytande.....	39
6.2.1	Liten andel aktierelaterad ersättning – verkställande direktörers inflytande	39
6.2.2	Optimal lönesättning och ersättningsnivåer	40
6.3	Alternativa synsätt och vidare studier	41
6.4	Slutsats – samband mellan ersättning och företagsstorlek	41
7.	Källförteckning.....	43
7.1	Artiklar.....	43
7.2	Övriga källor.....	43

1. Inledning

1.1 Bakgrund – höga ersättningsnivåer ett omdebatterat ämne

Denna uppsats behandlar ersättningar till verkställande direktörer (nedan även vd) i svenska börsnoterade företag under åren 2001 till 2010. Inom ramen för ett forskningsprojekt lett av fil.dr Mattias Hamberg vid Uppsala universitet har jag som forskningsassistent deltagit i insamlingen av data avseende vd-ersättningar. Som en fortsättning på detta assistentarbete skriver jag nu denna uppsats där jag använder mig av de omfattande data och den kunskap jag erhållit i arbetet, tillsammans med andra data som tidigare samlats in inom ramen för samma forskningsprojekt. Ämnet vd-ersättningar angränsar flera akademiska områden. Perspektivet i denna uppsats är i första hand företagsekonomiskt. Arbetet innehåller därtill viss mikroekonomisk teori och ett juridiskt, associationsrättsligt perspektiv vilket jag ansett vara nödvändigt för ämnet. Denna undersökning inriktar sig på sambandet mellan vd-ersättningar och företagsstorlek och innefattar en analys av storleken och sammansättningen av de ersättningar som utgått till verkställande direktörer i svenska bolag under 00-talet.

Ersättningar till verkställande direktörer har från tid till annan under 00-talet diskuterats flitigt i samhällsdebatten. I Sverige har ämnet tilldragit sig uppmärksamhet i samband med den uppmärksammade Skandia-affären och verkställande direktörers ersättningsnivåer kom därefter att ifrågasättas ytterligare i och med den ekonomiska nedgången under åren 2007 och 2008. Vid en internationell jämförelse ligger de svenska vd-lönerna på förhållandevis låga nivåer men ämnet är trots det kontroversiellt. En vanligt förekommande och delvis populistisk invändning mot ersättningarnas nivåer grundas på rättviseskäl och argument om ojämlikhet mellan bolagsledning och anställda. Den kritik som i den akademiska litteraturen riktas mot höga löner ifrågasätter bland annat om hög ersättning i alla situationer ger en motsvarande god utveckling för företaget och avkastning åt dess ägare. De höga ersättningar som utbetalas till verkställande direktörer aktualiserar också frågan om direktörerna i sitt arbete i första hand eftersträvar att gynna företaget och dess ägare eller att berika sig själva. Som argument till stöd för höga ersättningsnivåer anförs att problemet är en marknadsfråga där företagen konkurrerar om verkställande direktörers kompetens.

Den ekonomiska utvecklingen under senare delen av 00-talet har föranlett regleringsåtgärder inom bolagsstyrningsområdet från EU-nivå med konsekvenser för svenska företag. Regleringen inriktar sig främst på ersättningspolitiken i företag inom finanstjänstesektorn. Enligt den Europeiska Unionens organ har ersättningsstrukturerna varit olämpliga såtillvida att de skapat incitament för överdrivet risktagande vilket inverkat skadligt på samhället och ekonomin (Europeiska gemenskapens kommission, 2009; Europaparlamentet, 2010). Denna EU-reglering föranledde en revidering av Svensk kod för bolagsstyrning (härefter också Koden) under 2010, varvid omfattande ändringar gjordes av reglerna gällande ersättning till verkställande direktörer (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2010, s. 7).

1.2 Disposition

Efter detta inledande avsnitt presenterar jag den metod som legat till grund för denna uppsats samt redogör i korthet för hur datainsamlingen tillgick. Därefter refereras grundläggande teori inom ämnet vd-ersättning. Därpå presenteras och förklaras resultatet av min informationsinsamling. I denna empiridel beskrivs ersättningspaketets olika delar, dess struktur och funktion. Empiriavsnittet innehåller också en presentation av insamlade data i diagramform. Arbetet avslutas med en diskuterande analys.

1.3 Problemformulering – vd-ersättning och företagsstorlek

Tillgänglig litteratur rörande vd-ersättningar behandlar i huvudsak amerikanska bolag och förhållanden. Ersättningsnivåns utveckling för större delen av 1900-talet är väl dokumenterad och analyserad. Under 90-talet skedde en markant ökning i medianersättningen vars orsak ännu inte givits en entydig förklaring i litteraturen. Mot bakgrund av denna väldokumenterade utveckling under 90-talet vore det intressant att ge en motsvarande bild över 00-talet. 00-talet framstår som en särskilt intressant period för en studie av vd-ersättningsnivåer. Perioden inleddes och avslutades med finansiella spekulativa bubblor som brast, och synen på girighet och samhällelig resursfördelning får sägas ha genomgått en förändring under decenniet. Mot bakgrund av utvecklingen i USA och den ovan beskrivna samhällsdebatt som förts i Sverige om verkställande direktörers ersättningsnivåer avser jag med användning av de data jag samlat in undersöka vd-ersättningar i svenska företag. Utifrån de kunskaper jag erhöll under insamlingsarbetet ska jag också beskriva några huvuddrag i ersättningspaketets uppbyggnad. Denna redogörelse kommer att göras i ljuset av teori om ersättning till verkställande

direktörer för att påvisa de olika ersättningskomponenternas funktioner. Efter denna inledande genomgång av ersättning i allmänhet presenteras huvuddragen i de data jag samlat in.

Efter det att ersättningens innehåll beskrivits och analyserats sätts ersättningen i relation till företagen. Undersökningen inriktar sig härvid på ersättningarnas storlek och hur denna kan förklaras. Jag avser för detta ändamål undersöka vilka effekter företagsspecifika egenskaper har på ersättningsnivån för den verkställande direktören. För att återge detta företagsperspektiv i min analys kommer jag att använda en variabel för företagsstorlek.

Jag vill i denna uppsats undersöka relationen mellan företag och verkställande direktör som ett ömsesidigt samband. Därför är det viktigt att använda en variabel som kan återge företagets inverkan på vd-ersättningen och samtidigt visa verkställande direktörens eventuella inverkan på och betydelse för företaget. Härvid har företagsstorlek framstått som ett ekonomiskt konkretiserbart kriterium som är lätt att mäta. Storleksmättet är också väl lämpat för att undersöka verkställande direktörens eventuella inverkan på företaget eftersom det är en föränderlig variabel som till skillnad från till exempel företagsålder varierar över tid. Eftersom jag haft tillgång till data som spänner över flera branscher har jag också ansett det viktigt att välja en variabel som enkelt kan appliceras på företag som bedriver olika typ av verksamhet.

Sammantaget syftar undersökningen till att hitta eventuella samband mellan verkställande direktörers ersättning och egenskaper hos de företag de styr. Avsikten med arbetet är också att hitta samband avseende de faktorer som påverkar ersättningens storlek och struktur. Detta kan preciseras och omformuleras till uppsatsens frågeställning.

1.4 Frågeställning och syfte

Uppsatsens frågeställning är huruvida ett samband finns mellan ett företags storlek, och sammansättningen och storleken av verkställande direktörens ersättning? Syftet med uppsatsen är att undersöka ersättningar till verkställande direktörer i svenska börsnoterade bolag genom en analys av ersättningens syfte, dess komponenter och dess struktur. Arbetet syftar också till att genom en regressionsanalys söka efter samband mellan ett bolags storlek och verkställande direktörens ersättning. Vidare är ett syfte med arbetet att redogöra för redovisningen av ersättningar till verkställande direktörer i svenska börsnoterade aktiebolag.

1.5 Avgränsning

Studien behandlar ersättningar till verkställande direktörer i samtliga svenska börsnoterade bolag under tidsperioden 2001 till 2010. Genom att inkludera företag av olika storlek kan jag ge en bild av lönedistributionen bland verkställande direktörer i relation till bolagens storlek vilket inte varit möjligt om jag begränsat mig till en viss företagsstorlek eller bransch. Avgränsningen till svenska företag ger en möjlighet att utreda de förhållanden som är specifika för Sverige. Vissa jämförelser kommer dock att göras med vd-ersättningar i amerikanska bolag för att kontrastera och lyfta fram karaktärsdrag för svenska förhållanden. Denna avgränsning innebär förvisso att de slutsatser som kan dras är begränsade till svenska vd-ersättningar. En sådan begränsad undersökning framstår emellertid som påkallad med hänsyn till den övervägande andel amerikansk forskning som hittills presenterats inom ämnet.

Den ersättning som ligger till grund för studien och som analyseras i uppsatsen är den totala ersättning som utgått under ett år. Ersättningarnas komponenter och villkor har visat sig variera i betydande grad mellan företagen och underlag saknas för att göra en undersökning som är uppdelad på olika slag av ersättning. På grund av mångfalden av de villkor som tillämpas avseende rörlig lön, pension och aktierelaterad ersättning kommer dessa ersättningskategorier endast att behandlas allmänt. Uppsatsen innehåller alltså ingen närmare redogörelse för innehåll och uppbyggnad av incitamentsprogram och pensionsplaner. En betydande del av den litteratur som behandlar vd-ersättningar undersöker samband mellan ersättning och verkställande direktörens eventuella ägandeandel i företaget. Jag har inte haft tillgång till några data om verkställande direktörers aktieinnehav i de företag de arbetar för och kommer således inte att behandla denna aspekt i uppsatsen.

2. Metod

2.1 Angreppssätt

Uppsatsens angreppssätt kan sägas vara tudelat. Dels avser jag att med grund i de data jag samlat in genomföra en kvantitativ analys och söka samband mellan ersättning och andra variabler. Dels avser jag att grundat på den genomgång jag gjort av årsredovisningar ägna en del av uppsatsen åt kvalitativ analys. Uppsatsens kvantitativa del kommer att ges störst utrymme och vara tongivande för uppsatsen. Utifrån de resultat min kvantitativa analys ger avser jag att dra slutsatser om ersättningsfrågor.

2.2 Insamling av data

De data som används i denna uppsats har samlats in genom en genomgång av årsredovisningar för svenska börsnoterade bolag under åren 2001 till 2010. Materialet omfattar 2 671 observationer varav jag själv samlat in drygt 2 100.

Insamlingen har tillgått så att relevant information samlats från årsredovisningar i pdf-format vilka, med några få undantag, varit sökbara. Informationen har därefter förts in i ett Excel-dokument där den delats in i följande kategorier:

- (i) Fast ersättning;
- (ii) Rörlig ersättning;
- (iii) Optioner;
- (iv) Övrig ersättning och förmåner;
- (v) Pension;
- (vi) Maximal bonus;
- (vii) Avgångsvederlag;
- (viii) Uppsägningstid; och
- (ix) Optionsinnehav.

Enligt gällande lagstiftning ska publika aktiebolag i årsredovisningen ange den ersättning samt den pension som betalats till verkställande direktören med särskilt angivande av rörlig

ersättning (ÅRL 5 kap. 20§ och 22§). Även eventuella avtal om avgångsvederlag och dess villkor ska presenteras (ÅRL 5 kap. 25§). Information om ersättningar har i de flesta fall presenterats i tabellform i årsredovisningens noter och varit lätt att hitta.

Kvalitén på årsredovisningarnas presentation av ersättningar och anställningsvillkor har allmänt varit lägre under den första halvan av 00-talet. I synnerhet för åren 2001 och 2002 var informationen svår att hitta och inte sällan angavs pension och rörlig ersättning för styrelse och verkställande direktör tillsammans. I de fall det inte gått att urskilja verkställande direktörens ersättning har jag lämnat observationen tom. Pension och pensionspremier angavs i många fall som en andel av den totala lönen och inte som ett nominellt belopp. I fall där ytterligare villkor tillkommit – främst begränsningar, ofta relaterade till prisbasbelopp har det varit svårt att bestämma pensionens exakta belopp varför observationen även i dessa fall lämnats tom.

Den kategori där minst antal användbara observationer gjorts är kategori (ix) Optionsinnehav. Ingen enhetlig praxis finns bland svenska företag för hur optioner används som instrument för ersättning och kongruens saknas i redovisningen av tilldelning såväl som innehav av optioner. Därtill kommer att många olika typer av optioner förekommer.

Jag begränsade mig i mitt arbete till att notera innehav av personaloptioner. Personaloptioner medför villkor som knyter innehavaren till sin anställning, de ges oftast vederlagsfritt och kan inte säljas (Skatteverket, Personaloptioner, 2012). Problemet med detta angreppssätt är att personaloptioner existerar i olika former, till exempel som syntetiska optioner och teckningsoptioner och det var därför i många situationer svårt att avgöra vad som utgjorde personaloptioner. Information om optionsinnehav för de fall där optioner använts som ersättning återfanns i flesta fall i årsredovisningarnas presentationer av de ledande befattningshavarna. Jag gjorde en notering när innehav av personaloptioner angavs eller då det av årsredovisningen i övrigt tydligt framgick att det var fråga om personaloptioner fastän det innehav som redovisades benämndes enbart optioner eller teckningsoptioner. Enbart uppgiften om det antal optioner verkställande direktören innehar är dessutom intetsägande ur ersättningssynpunkt eftersom optionernas värde beror på den underliggande aktiekursen.

I min genomgång har jag inte undersökt de belopp som verkställande direktörer erhåller från företaget i form av aktieutdelning. Utdelning kan inte anses vara en ersättning i strikt bemärkelse. Dess storlek beror inte direkt på verkställande direktörens prestation och värdeöverföringen sker utom ramen för direktörens anställningsavtal. Det är dock möjligt att verkställande direktören erhållit aktier som ersättning eller förmån och det kan då diskuteras om utdelningen inte är ett utfall av dennes arbete.

2.3 Litteratur

I arbetet med uppsatsen har jag främst använt mig av litteratur i form av vetenskapliga artiklar, vilka i huvudsak redogör för ersättning till verkställande direktörer i USA. För att bättre kunna relatera till de observationer jag gjort avseende svenska förhållanden har jag också använt mig av källor som behandlar ersättning till verkställande direktörer i svenska bolag specifikt (t.ex. Svenskt Näringsliv, 2012; Svernlöv, 2011). Litteraturutbudet avseende svenska förhållanden har dock varit begränsat vilket kan påverka relevansen av uppsatsens innehåll.

Som grundsten för arbetet har jag använt mig av två omfattande *survey*-artiklar i ämnet av Murphy (1999) och Frydman och Jenter (2010). Baserat på utgiven litteratur sammanfattas och analyseras ämnets utveckling i artiklarna med avseende på både teori och empiri. Jag har valt dessa artiklar som är publicerade med cirka tio års mellanrum för att ge en bild av ämnets utveckling över tid. Jag har ansett det vara av särskild vikt att behandla nyutgiven litteratur. Dels eftersom min undersökning avgränsar sig till vd-ersättningar under 00-talet. Dels mot bakgrund av den utveckling som skett i ersättningsfrågor under den senare delen av 00-talet. Båda dessa artiklar behandlar främst vd-ersättningar i USA och har i därför i vissa delar saknat relevans för mitt arbete, framförallt vad gäller rörlig ersättning och optioner där skillnaderna mellan svenska och amerikanska företag är stora.

Den grundläggande teori som tas upp i arbetet baseras på mikroekonomisk litteratur om agentteori där Jensen och Meckling (1976) varit dominerande samt om turneringsteori där Lazear och Rosen (1981) varit vägledande.

Murphy och Frydman och Jenter behandlar sambandet mellan vd-ersättning och företagsstorlek översiktligt. För min fördjupade undersökning i den specifika frågan, och för mina ställningstaganden i metodologiska frågor såsom val av företagsspecifikt kriterium och storleksvariabel, har jag studerat artiklar av Himmelberg och Hubbard (2000), Guy (2005) och Gabaix och Landier (2008) till vilka Murphy och Frydman och Jenter hänvisar i anslutning till att vd-ersättning och företagsstorlek behandlas. Jag har därtill använt databaserna Google Scholar och ExLibris Primo Central via Uppsala Universitets biblioteks hemsida, för att söka specifikt på vetenskapliga artiklar om vd-ersättning och företagsstorlek. I mina sökningar har jag använt sökorden ”*CEO compensation*” och ”*size*”.

Utöver litteraturen har jag studerat de svenska regelverk som inverkar på vd-ersättningar. Här har framförallt den icketvingande Svensk kod för bolagsstyrning varit av relevans. Koden är en del av näringslivets självreglering och dess tillämpning utgör god sed på aktiemarknaden för svenska börsnoterade bolag (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2010, s. 3 ff.). Även associationsrättslig lagstiftning rörande verkställande direktörer har använts för uppsatsen.

2.4 Variabler

För att analysera insamlad data avser jag undersöka sambandet mellan total ersättning och ett storleksmått.

2.4.1 Total ersättning

Med total ersättning avses den ersättning som utgått till verkställande direktören under ett år. Total ersättning inkluderar grundlön, och i förekommande fall rörlig lön, aktierelaterad ersättning, övriga förmåner, övrig ersättning och pension.

De observationer där avgångsvederlag eller uppsägningslön förekommit eller där utbetald ersättning avsett fler än en verkställande direktör har utelämnats i analysen. Anledningen till att dessa fall utelämnats är att beloppen många gånger avser mer än ett års arbete och om de inkluderades regressionsanalysen skulle det medföra ett brus. Vidare ger de ifrågasvarande observationerna information om företagets kostnad för verkställande direktör snarare än verkställande direktörens ersättning under året. För ändamålen med denna uppsats saknar observationerna därför också relevans. Jag har också utelämnat ersättningar som utgått i andra

valutor än SEK dels för att undvika inverkan av valutakursförändringar, dels för att de årsredovisningar där så skett ofta varit svårtillgängliga. Antalet svenska bolag som utbetalat vd-ersättning i annan valuta än SEK har varit litet. Efter uteslutande av observationer har 2 107 observationer återstått.

Jag kommer att använda medianersättning för att representera total ersättning i min undersökning. Jag har ansett det lämpligt med hänsyn till att observationerna innehåller flera extremvärden (Statistiska centralbyrån, 2004). Medianersättning används också av både Murphy (1999) och Frydman och Jenter (2010).

2.4.2 Storleksmått

Sambandet mellan företagsstorlek och vd-ersättning har varit föremål för omfattande undersökning i litteraturen. Ett företags storlek kan i någon utsträckning ge en indikation om arbetes komplexitet och medföljande befogenheter och vad som därmed krävs av den verkställande direktören i termer av kompetens. Storleksmättet tjänar på detta sätt som en schablonmässig återgivning av verkställande direktörens specifika egenskaper såsom utbildningsgrad, erfarenhet, och prestation (Murphy, 1999, s. 9).

Företagsstorlek kan mätas på olika sätt. Enligt Murphy (1999) mäts storlek vanligtvis baserat på ett företags omsättning. Ett annat storleksmått som lämpar sig särskilt väl för att beskriva unga företag med låg omsättning är ett bolags marknadsvärde (Murphy, 1999, s. 9; Gabaix och Landier, 2008, s. 65). Ytterligare ett mått som kan användas för att återspegla storlek är antalet anställda i företaget (Guy, 2005, s. 55). Guy menar att skillnaderna i utkomst är små oavsett vilket storleksmått som används (2005, s. 55). Gabaix och Landier når slutsatsen att marknads- eller börsvärde är det mest tillförlitliga storleksmättet genom en regressionsanalys där marknadsvärde, EBIT och försäljning jämförs. De bedömer vidare att marknadsvärde är det mest relevanta storleksmättet givet att verkställande direktörens kompetens bidrar till ett företags framtida intäkter permanent och inte bara temporärt (Gabaix och Landier, 2008, s. 66). En invändning som kan anföras mot användningen av marknads- eller börsvärde för att representera storlek är att ett företags aktiekurs påverkas av ovidkommande faktorer. Mått som baseras på redovisningsrelaterade variabler är i detta avseende mer stabila.

Jag har valt att inte använda antal anställda som storleksvariabel, dels eftersom geografisk etablering kan medge skillnader i personalbesättning med hänsyn till lönekostnader, dels

eftersom mina data avser företag som verkar i olika personalintensiva branscher (jämför till exempel tillverknings-, finans- och IT-industri).

Mot bakgrund av det ovan sagda har jag, eftersom de företag jag undersökt i uppsatsen verkar i skilda branscher, valt att representera variabeln företagsstorlek med måttet marknads- eller börsvärde (i dataanalysen används termen MVE, *market value of equity*.)

3. Teori

3.1 Principal—agent-teori

Ett grundläggande problem som uppstår när ägande och kontroll av ett företag separeras är hur företagets ägare kan få de som kontrollerar företagets operativa verksamhet att styra företaget i enlighet med ägarnas intressen. Denna problematik behandlas inom ramen för agentteori. Grunderna till agentteori framlades av Jensen och Meckling (1976). Ett agentförhållande definieras allmänt som ett kontrakt under vilket en person (principal) engagerar eller uppdrar åt en annan person (agent) att utföra en handling å principalens vägnar. Uppdragandet innefattar delegering av beslutsfattande från principal till agent. Om båda parter i agentförhållandet maximerar sin egen nytta finns anledning att anta att agenten inte alltid kommer att handla i enlighet med principalens intressen (Jensen och Meckling, 1976).

Som framgår av definitionen ovan utgör relationen mellan aktieägare och verkställande direktör i ett företag ett exempel på ett agentförhållande. Murphy sammanfattar aktieägarnas intressen enligt följande: (i) investeringar i projekt med positivt nuvärde; (ii) ökad lönsamhet på befintligt kapital; och (iii) omlokalisering av resurser från projekt med negativt nuvärde (Murphy, 1999, s. 28). Det bör påpekas att i den modell som Jensen och Meckling använder som utgångspunkt i sin artikel är verkställande direktören också ägare till en andel av företaget.

Den omständigheten att verkställande direktören kan förväntas handla på ett sätt som är till förfång för företaget inverkar negativt på företagets värde. För att begränsa agentens avvikande från principalens intressen finns olika åtgärder som principalen kan vidta. Jensen och Meckling identifierar två typer av kontrollmekanismer, (i) övervakning (eng. *monitoring*) och (ii) sammankoppling (eng. *bonding*). Båda dessa angreppssätt medför att kostnader uppkommer. Även om principalen implementerar övervaknings- och sammankopplingsmekanismer kan en viss skillnad förväntas råda mellan agentens handlande och ett sådant handlande som bäst gynnar principalens intresse. Denna differens benämns residualförlust. Summan av residualförlust och kostnader för övervakning och sammankoppling benämns av Jensen och Meckling *agentkostnader* (eng. *agency costs*).

Övervakningsmekanismer syftar till att minska verkställande direktörens avvikelse från företagets intressen genom kontroll och begränsningar av dennes handlingsutrymme. Exempel på sådana mekanismer är revision, formella kontrollsysteem och budgetrestriktioner (Jensen och Meckling, 1976, s. 323). Övervakningskostnader uppkommer också i anslutning till kontrakterandet av den verkställande direktören. För att motverka verkställande direktörens skadliga handlande kan ägarna begränsa dennes handlingsutrymme och själva uppställa mer eller mindre detaljerade riktlinjer för företagets förvaltning. Detta är brukligt och enligt Aktiebolagslagen (ABL) 8 kap. 7 § ska styrelsen ge instruktioner om arbetsfördelningen mellan styrelsen och verkställande direktören. Alltför detaljrika instruktioner riskerar emellertid medföra kostnader för företaget, dels för att upprätta instruktioner, dels för att kontrollera instruktionernas efterlevnad. Därtill kan detaljerade instruktioner bakbinda verkställande direktören vars möjlighet att fatta optimala beslut minskar. Företagets ägare är därför förtjänta av att kontrollera verkställande direktören till den punkt där kostnaden för övervakning motsvarar den fördel ägarna vinner i termer av ökat företagsvärde (Jensen och Meckling, 1976, s. 338).

Sammankopplingsmekanismer minskar intresseglappet mellan agent och principal genom att likställa agentens intressen med principalens snarare än att uppställa begränsningar för agenten. En i ersättningssammanhang vanligt förekommande metod av detta slag är att tilldela verkställande direktören en ägandeandel i bolaget. Som ägare motiveras verkställande direktören att handla i företagets intresse vilket då sammanfaller med dennes eget bästa intresse (Jensen och Meckling, 1976, s. 338). Sammankoppling kan också ske genom att agenten visar sig villig att underställa sig ägarnas kontroll och på så sätt förekomma kostsamma övervakningsåtgärder. En sådan beredvillighet från verkställande direktören kan komma att medföra en lägre kostnad för företaget om övervakningsåtgärden kan utföras till en lägre kostnad av verkställande direktören själv. Att så är fallet är i många fall sannolikt med hänsyn till verkställande direktörens tillgång till information och kunskap om företaget (Jensen och Meckling, 1976, s. 338 f.)

Sammanfattningsvis kan sägas att principal—agent-problematiken kan inverka negativt på ett företags värde. Ersättningen till verkställande direktören kan här användas som en mekanism för att sammanföra verkställande direktörens intressen med aktieägarnas och dels minska företagets agentkostnader, dels öka aktieägarvärde (Jensen och Murphy, 1990, s 226).

3.2 Turneringsteori

En annan betydelsefull teori på lönesättningsområdet är turneringsteorin (eng. *tournament theory*) som ursprungligen presenterades av Lazear och Rosen (1981). Teorin uppehåller sig vid löneskillnader inom företag och prestationsbaserad ersättning. En grundtanke i denna teori är att höga löner för ledande befattningshavare ger incitament åt andra individer i företaget att själva, genom prestation, sträva efter att uppnå en hög position. Lazear och Rosen använder sig av en ersättningsmodell grundad på rangordning (eng. *rank-order payment scheme*) där individer på en arbetsmarknad konkurrerar med varandra om på förhand bestämda ersättningar (eng. *prizes*). I denna modell är ersättningarna inte beroende av vad individerna producerar utan avgörande för deras lönenivå är hur de presterar i förhållande till sina konkurrenter. Lönedistributionen som följer av dessa turneringar innebär att ledande befattningshavares ersättning kommer att vara större än värdet av deras marginalprodukt, för att ge incitament till fortsatt tävlan (Lazear och Rosen, 1981).

3.3 Ersättning och lönsamhet

En stor del av den litteratur som behandlar vd-ersättningar undersöker sambandet mellan ersättningens nivå och företagets prestation (eng. *pay-performance sensitivity*). Forskningen som baseras på principal—agent-teorin är därför i stor utsträckning inriktad på verkställande direktörens ägandeandel i företaget och inverkan av optioner. Eftersom dessa två problem ligger utom ramarna för denna uppsats ges här ingen redogörelse för ämnet. Allmänt gäller att samband mellan vd-ersättning och företagsprestation är mycket svåra att mäta på ett tillförlitligt sätt eftersom att ersättningens storlek är ett resultat av en process där flera olika företagsinterna och -externa faktorer inverkar. Det är mot denna bakgrund svårt att fastställa ett kausalsamband mellan ersättning och prestation och därtill avgöra vilken av de två faktorerna som är den styrande (Frydman och Jenter, 2010, s. 23).

3.4 Orsaker till senare års löneutveckling

Mot bakgrund av verkställande direktörers löneutveckling sedan början av 90-talet – i synnerhet i USA – har i litteraturen sökts orsaker och förklaringar till vad som styrt lönesättningen. I litteraturen har främst två förklaringsmodeller lyfts fram. Den ena teorin ser höga ersättningsnivåer som en konsekvens av det stora inflytande verkställande direktörer som ett kollektiv har över sina egna löner. Den andra teorin utgår från ett marknadsperspektiv och ser verkställande direktörers lönenivå som en produkt av krafterna på arbetsmarknaden för verkställande direktörer.

3.4.1 Ledande befattningshavares inflytande

Enligt teorin om ledande befattningshavares inflytande (eng. *Managerial Power Theory*) har verkställande direktörer som ett kollektiv, ett stort inflytande över ersättningsnivån för verkställande direktörer. Genom att bestämma sin egen lön kan verkställande direktörer tillgodogöra sig ersättning från de företag de tjänar, som är högre än en ekonomiskt optimal ersättning. Vidare utgörs en stor del av den ersättning som de verkställande direktörerna tar ut från företagen av icke-kontakt ersättning som är svårare att observera och värdera. vd-kollektivets stora inflytande över ersättningsnivån anses vara en konsekvens av svag bolagsstyrning och alltför undfallande bolagsstyrelser. Givet att det finns företag med svag bolagsstyrning som betalar ut en högre ersättning än vad som är ekonomiskt optimalt tvingas även företag med god bolagsstyrning att utge högre ersättning för att kunna attrahera kompetenta verkställande direktörer. Den ineffektivitet som uppstår kan också upprätthållas eftersom att det är kostsamt att avskeda en verkställande direktör, och även en ersättare kommer att kräva en hög ersättning (Frydman och Jenter, 2010, s. 17 f.).

3.4.2 Optimal lönesättning

Enligt teorin om optimal lönesättning (eng. *Optimal Contracting Theory* eller *market-based view*) är verkställande direktörers ersättningsnivåer resultatet av en marknadsmekanism. Ersättningen bestäms enligt denna teori av krafterna på en konkurrensutsatt marknad. Ersättningsnivån anses därmed inte ineffektiv utan återspeglar den nivå där agentkostnader minimeras samtidigt som aktieägarvärde maximeras (Walker, 2010).

Löneutvecklingen under de senaste 20 åren kan enligt förespråkare av detta synsätt delvis förklaras av en ökad efterfrågan av verkställande direktörer. De senaste årens löneökning anses också sammanhänga med en ökning i bolagens storlek. Givet att en verkställande direktörs kunnande och talang är av större värde för ett stort företag är det rimligt att stora företag erbjuder högre ersättningar och att de som en konsekvens erhåller bättre verkställande direktörer. Detta synsätt grundas på antagandet att en liten ökning i verkställande direktörens kompetens medför en större ökning i företagets prestation. Det påstås alltså finnas en multiplikatoreffekt i förhållandet mellan verkställande direktörens kunnande och bolagets värde. Det har också hävdats att de senaste årens omvärldsutveckling med avseende på till exempel organisationsstruktur, teknologi och produktmarknader, medfört att verkställande direktörens egenskaper och de åtgärder denne vidtar får större effekt på företagets värde än tidigare. Som en följd härav ökar den optimala ersättningsnivån för verkställande direktörer. Den ökade lönenivån har också förklarats av en förändring i den typ av kompetens som efterfrågas hos verkställande direktörer. I takt med att allmän kunskap om verksamhetsstyrning kommit att värderas högre än branschspecifikt kunnande intensifieras konkurrensen om vd-kompetens. Vd-kollektivet får härigenom större valmöjligheter och kan utkräva en högre ersättning av företagen (Frydman och Jenter, 2010, s. 16).

3.5 Ersättning och företagsstorlek

Föremålet för denna uppsats är sambandet mellan företagsstorlek och ersättning till verkställande direktören. Här ges en sammanfattande redogörelse för forskning i ämnet. En vanlig utgångspunkt i forskning om samband mellan vd-ersättning och företagsstorlek är en arbetsmarknad där företag konkurrerar om verkställande direktörers kompetens. En jämviktslönenivå nås genom att verkställande direktörerna fördelas mellan företagen. Teori om företagsstorlek som en inverkan på ersättning ligger i detta avseende närmare teori om optimal lönesättning än teori om verkställande direktörers inflytande på ersättningen (Gabaix och Landier, 2008, s. 94). Grundat på antagandet att verkställande direktörens kompetensnivå inverkar på företagets prestation kommer större företag att kontraktera verkställande direktörer med bättre kompetens eftersom den marginella inverkan av kompetens ökar med företagets storlek. De största företagen kommer således att kontraktera de bästa verkställande direktörerna vilket gör deras kompetens mycket värdefull och resulterar i höga ersättningar (Himmelberg och Hubbard, 2000, s. 15; Gabaix och Landier, 2008, s. 57).

Denna kompetens- och lönefördelning medför att förändringar i genomsnittlig ersättningsnivå fördelas oproportionerligt över vd-kollektivet. En löneökning får större genomslag för verkställande direktörer i större bolag och en ökad ersättningsnivå är alltså förknippad med större löneskillnader (Guy, 2005, s. 56 f.).

Vad beträffar den samlade ersättningsnivån och dess utveckling så kan den enligt Gabaix och Landier förklaras bland annat av en samlad ökning av marknadens kapitaliseringsgrad (företagens börsvärde) (Gabaix och Landier, 2008, s 72). Grundat på antagandet att en verkställande direktör kan utfå en proportionellt lika stor andel av ett bolags värde som ersättning för sitt arbete från ett år till ett annat , framlägger Gabaix och Landier en hypotes om att ersättning till verkställande direktörer utvecklas i samma utsträckning som marknadens kapitaliseringsgrad. Sålunda pekar Gabaix och Landier på en sexfaldig ökning (500 %) av vd-ersättningar som skett i stora bolag i USA under 23-årsperioden 1980-2003, då motsvarande utveckling för samma bolags börsvärde också var en ökning med 500 %.

4. Ersättning till verkställande direktörer

4.1 Verkställande direktörens ställning

Innan verkställande direktörens ersättning behandlas ges här en kort redogörelse för dennes position och roll i företaget. I publika aktiebolag – det vill säga sådana bolag som är föremålet för denna uppsats – ska det alltid finnas en verkställande direktör (ABL 8 kap. 50 §). Den verkställande direktören har till huvudsaklig uppgift att enligt bolagsstyrelsens riktlinjer och anvisningar sköta den löpande förvaltningen i bolaget. Verkställande direktören har också ansvar för bolagets bokföring (ABL 8 kap. 29 §). Av det sagda framgår som tidigare nämnts att verkställande direktören står i ett agentförhållande till bolaget. I arbetsrättsligt hänseende intar verkställande direktören en särställning då denne inte omfattas av lagen om anställningsskydd (LAS 1§).

4.2 Verkställande direktörens ersättning

I en rapport från Svenskt Näringsliv om verkställande direktörens löner under 2011 beskrivs lönesättningen för verkställande direktörer varvid fyra inverkanse faktorer lyfts fram. Först och främst anses *arbetet som sådant* och dess *grad av komplexitet* vara vägledande för lönenivån. Därtill värderas den verkställande direktörens *personliga egenskaper*. Vidare inverkar *marknadsförhållanden* på lönesättningen. Lönenivån styrs av antalet möjliga kandidater och av hur jämförbara uppdrag värderas av marknaden (Svenskt Näringsliv, 2012, s. 3).

4.2.1 Aktiebolagslagen

Det finns idag inga lagbestämmelser som direkt styr ersättningen till verkställande direktörer i aktiebolag. De regler som finns i ABL rör endast formen för hur beslut fattas om ersättning, närmare bestämt de riktlinjer som är tänkta att utgöra en ram eller övre gräns för styrelsens beslut om ersättning till verkställande direktören. Reglerna syftar dels till att ge aktieägarna information om de huvudsakliga komponenterna i bolagets ersättningspolitik, dels till att erbjuda en reell påverkansmöjlighet i ersättningsfrågan (prop. 2005/06:186 s. 47). Inför varje årsstämma ska styrelsen upprätta förslag till riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare att behandlas på stämman (ABL 7 kap 61 §). De riktlinjer som beslutas av

stämman kan ses som en typ av direktiv till styrelsen och är i princip bindande (Andersson et. al.). Vad beträffar riktlinjernas innehåll så ska dessa avse lön och annan ersättning (ABL 8 kap. 51 §). Riktlinjerna ska omfatta samtliga typer av ersättning som kan komma att utbetalas, även sådana ersättningar vars belopp inte är bestämt på förhand. Det är inte nödvändigt att i riktlinjerna ange bestämda belopp eller maxbelopp. För icke beloppsbestämda ersättningar är kraven på konkretion något högre och riktlinjerna bör redogöra för sådana ersättningsförekomst och förutsättningar för utbetalning (prop. 2005/06:186 s. 47).

4.2.2 Svensk kod för bolagsstyrning

Ersättningsfrågan behandlas mer ingående i Svensk kod för bolagsstyrning. Koden föreskriver att ett ersättningsutskott ska inrättas för beredning och utvärdering av ersättningsprinciper (se ovan om ABL 8 kap. 51§), ersättningsprogram och anställningsvillkor för bolagsledningen (Koden 9.1). Ersättningsutskottet har till funktion att övervaka styrelsen i ersättningsfrågor och förebygga intressekonflikter (Europeiska gemenskapens kommission, 2009, preambel (11)). Koden reglerar också rörliga ersättningar och ersättning i samband med tjänstens upphörande (se nedan).

4.2.3 Skattelagstiftning

På ett mer indirekt sätt påverkas verkställande direktörers ersättning och dess struktur i stor utsträckning av skattelagstiftningen. Framförallt beskattning av aktierelaterad ersättning, incitamentsprogram och optioner är i många avseenden komplicerad och oklar och kommer inte att behandlas ingående här. Kort kan sägas att en del av logiken bakom incitamentsprogram och aktierelaterad ersättning består i att sådan ersättning kan ge upphov till en förmånligare beskattning. Dels beskattas inkomster av värdepapper såsom aktier och optioner som kapital, vilket typiskt sett ger en lägre skatt än för inkomster som beskattas som inkomst av tjänst. Dels möjliggör personaloptioner uppskjuten beskattning eftersom de inte beskattas förrän de utnyttjas eller överlåts (Skatteverket, Incitamentsprogram, 2012).

4.3 Ersättningens komponenter

4.3.1 Allmänt om ersättningens olika komponenter

Principer för ersättning till verkställande direktörer skiljer sig mycket mellan företag och branscher. Huvuddrag kan emellertid ses i ersättningens struktur och jag har i denna uppsats valt att dela upp verkställande direktörers ersättning i följande delar:

- (i) Grundlön, fast lön, fast ersättning;
- (ii) Rörlig lön, tantiem, bonus, lång- och kortsiktiga incitamentsprogram;
- (iii) Förmåner;
- (iv) Pension;
- (v) Optioner, aktierelaterad ersättning, finansiella instrument; och
- (vi) Avgångsvederlag och uppsägningslön.

Dessa kategorier har kommit att framstå som de mest självklara under det att jag arbetat med insamling av data. Några kommentarer ska här ges om ersättningskategoriernas förhållande till varandra för de data jag samlat för uppsatsen.

En viss överlappning föreligger mellan kategori (i) grundlön och kategori (iii) förmåner. I flera fall angavs lön och förmåner tillsammans i en och samma post. Som ersättning sett skiljer sig dock de två kategorierna avsevärt. Förmåner (eng. *perquisites* eller *perks*) utgör en ickepekuniär ersättningstyp och räknas i den amerikanska litteraturen till sådan ersättning som är svår att observera och värdera. Till sådana svårobserverbara ersättningar räknas samtliga av kategorierna (iii) till (vi). Svårigheten att iaktta och värdera dessa dolda ersättningar beror dels på bristande tillgång till information i årsredovisningar, dels – vad beträffar pension, optioner och avgångsvederlag – på att ersättningarnas storlek och utfall är villkorat av framtida händelser. De olika ersättningstypernas särdrag och iakttagbarhet behandlas nedan.

Medan det till viss del stämmer att nämnda typer av ersättning är svåra att iaktta förtjänar påståendet att nyanseras. För amerikanska företag råder allmänt låg transparens avseende ersättningar i form av förmåner, pension och avgångsvederlag (Frydman och Jenter, 2010). För svenska företag har jag emellertid i mina observationer funnit att utbetalningar avseende dessa ersättningstyper redovisats i förhållandevis stor utsträckning. Framförallt under senare

delen av 00-talet. Vad beträffar ersättning i form av optioner är förhållandet dock det motsatta.

Överlappning föreligger till viss del också mellan kategori (ii) rörlig lön och kategori (v) optioner. Dels kan optioner ges som bonus – ersättning utöver den fasta lönen, dels saknas enhetlighet i redovisningen av optioner, aktierelaterad ersättning och finansiella instrument som förekommer i olika former – däribland som en del av rörlig ersättning. I Svensk kod för bolagsstyrning (Koden 9.1) inkluderas också aktie- och aktiekursrelaterad ersättning i rörlig ersättning men för denna framställning underlättar en uppdelning av de två kategorierna.

4.3.2 Grundlön, fast lön, fast ersättning

Fast lön bestäms typiskt sett genom ”benchmarking” inom respektive bransch. Denna metod för lönesättning bidrar till att upprätthålla en skillnad i lön beroende på företagsstorlek, vilket ska undersökas närmare i uppsatsens analyserande del. Grundlönen utgör allmänt den största andelen av verkställande direktörens totala ersättning i svenska bolag (se Diagram 2 nedan) och är en viktig komponent i ersättningspaket av flera anledningar. Genom en garanterad fast lön som utgår som en återkommande betalning ges en trygghet mot svängningar i lönenivå och riskaversiva verkställande direktörer kommer att föredra en ökning i fast ersättning framför till exempel en ökad målbonusnivå. Grundlönen kommer typiskt sett också att öka successivt genom lönehöjningar och uppräknings för inflation. Den fasta lörens storlek kan också inverka positivt på den totala ersättningen eftersom grundlönen ofta tjänar som underlag för andra ersättningskomponenter. Det är vanligt förekommande att pensionspremier, avgångsvederlag och maximal rörlig ersättning baseras på grundlönen. En ökning i grundlön kan därför medföra en vidare ökning i verkställande direktörens totala ersättning (Murphy 1999, s. 10).

4.3.3 Rörlig lön, tantiem, bonus, lång- och kortsiktiga incitamentsprogram

Genom användning av rörlig prestationsbaserad lön kan företaget ge verkställande direktören incitament att styra företaget på ett sätt som är fördelaktigt för aktieägarna och minskar agentkostnader. Genom användandet av olika verksamhetsrelaterade prestationsmål utifrån vilka verkställande direktören utvärderas och tillerkänns bonus kan syrelsen uppnå ett tillnärmande av intressen. För verkställande direktören blir prestationskriterierna och sannolikheten att uppnå dessa avgörande för om denne föredrar en ökning i grundlön framför

en ökad möjlig rörlig ersättning (Jusek, 2011). I utformningen av ersättningens struktur gäller för företagen att göra en avvägning mellan att ge starka incitament och samtidigt inte utsätta riskaversiva verkställande direktörer för alltför hög volatilitet i deras ersättningsnivå. För att maximera värde för aktieägarna bör verkställande direktörens ersättning grundas på vidtagna åtgärder som stärker bolagets värde. En sådan preciserad grund för ersättning kan dock vara svår att åstadkomma eftersom aktieägarna sannolikt inte kan avgöra exakt vilka åtgärder som är maximalt värdeskapande (Frydman och Jenter 2010, s. 9).

Enligt Svensk kod för bolagsstyrning ska rörlig ersättning vara kopplad till förutbestämda och mätbara kriterier som är möjliga att utvärdera i efterhand. Koden betonar också vikten av att rörlig ersättning främjar långsiktigt värdeskapande (Koden 9.4). För sådan ersättning som utgår kontant föreskrivs att en gräns för maximalt utfall ska fastställas. Maxgränsen kan uttryckas som ett bestämt kontant belopp eller som en andel av den fasta lönen (Koden 9.5). I det undersökta materialet förekommer enstaka fall av negativ rörlig ersättning.

4.3.4 Övriga förmåner

Övriga förmåner förekommer i stor utsträckning och i många olika former. En förmån definieras av Skatteverket som ”ersättning för arbete” som utgår till en anställd i annan form av kontanter som den anställda också kan använda för personligt bruk (Skatteverket, Förmåner, 2012) . Beskattning av förmåner omges av omfattande lagstiftning och lämnas utanför denna uppsats. Den mest vanligt förekommande förmånen är bilförmån och företagets kostnad är i allmänhet cirka 100 000 SEK (se Diagram 2 nedan). I observationerna har även noterats förmåner i form av resor, försäkringar och betald skolgång för barn.

Förmåner är särskilt problematiska ur ett agentteoretiskt perspektiv. Icke-kontant ersättning som kan utnyttjas av verkställande direktören för att förbättra sin personliga ställning i termer av till exempel social status, bekvämlighet och tillfredsställelse ger utrymme för ett förbrukande av företagets resurser utan motsvarande positiv inverkan på företagets prestation. En verkställande direktör med litet eller inget ägarintresse i sitt företag är mer benägen att använda företagets resurser till förmåner med ökade övervakningskostnader för aktieägarna som följd (Jensen och Meckling, 1976, s. 312 f.). Enligt Frydman och Jenter kan utgivande av förmåner ses om en indikation på svag bolagsstyrning då minskningar i företags marknadsvärde till följd av offentliggörande av utgivna förmåner visats överstiga förmånernas

faktiska kostnad. Utgivande av vissa förmåner kan därmed ses som ett tecken på verkställande direktörers överflöd och minska aktieägarvärde (Frydman och Jenter, 2010, s. 7). Till stöd för förmånens berättigande har anförts att dessa kan bidra till att spara tid och effektivisera ledande befattningshavares arbete (Rajan och Wulf, 2006). Det bör påpekas att de förmåner som exemplifieras i den amerikanska litteraturen – ett vanligt förekommande exempel är privat användning av flygplan – skiljer sig från de förmåner som utgår i svenska företag.

4.3.5 Pension

Inbetalning av pension till verkställande direktörer är ett ämne som inte behandlats i någon större utsträckning i litteraturen. Empiriskt underlag saknas i stor utsträckning för amerikanska företag (Frydman och Jenter, 2012, s. 8) och det svenska pensionssystemet skiljer sig därtill från det amerikanska. Storleken på pensionsinbetalningar och betalning av pensionspremier för verkställande direktörer bestäms vanligtvis som en procentandel av grundlönen, och i vissa fall inkluderas även rörlig lön. Liksom gällande rörlig ersättning och förmåner är det svårt att göra några generella uttalanden om pensionsvillkor eftersom pensionslösningar skiljer sig mycket mellan företag. En allmänt gällande fördel med pensionsförmåner är att ersättning som utbetalas som pension istället för lön medför den skattemässiga fördelen att ersättningen beskattas vid ett senare tillfälle.

4.3.6 Optioner, aktierelaterad ersättning, finansiella instrument

Syftet med optioner som kompensationsform är att knyta ersättning direkt till aktiekurs och på så sätt ge verkställande direktören incitament att skapa aktieägarvärde (Frydman och Jenter, 2010, s. 5). Optioner och aktierelaterad ersättning är ett effektivt sätt att sammanföra verkställande direktörens intressen med aktieägarnas och kan användas för att minska agentkostnader. I amerikanska bolag är användningen av optionsersättningar utbredd och från senare hälften av 90-talet till mitten på 00-talet utgjorde optioner den största enskilda komponenten av verkställande direktörers ersättning i USA. Optionernas popularitet under perioden förklaras dels av de skattemässiga fördelar de erbjuder, dels av aktiekursernas positiva utveckling under perioden (Frydman och Jenter, 2010, s. 6).

4.3.7 Avgångsvederlag, uppsägningslön

Avgångsvederlag och lön under uppsägningstid räknas inte som en del av verkställande direktörens totala ersättning såsom den beskrivs i denna uppsats, men utgör alltså en komponent i direktörens ersättningspaket. Den slutliga omfattningen av dessa typer av avskedsersättning är i hög grad svår att avgöra på förhand vilket sammanhänger med att utbetalningen ofta är föremål för begränsningar och avräkning mot nya uppdrag. En lång uppsägningstid kan vara till nackdel för verkställande direktören eftersom anställningen fortgår och denne är hindrad att tillträda en ny anställning under tiden (Jusek, 2011, s. 9).

Det har i många fall varit svårt att göra åtskillnad på å ena sidan avgångsvederlag och å andra sidan uppsägningstid under vilken lön utgår. Begreppen tycks inte ha någon exakt innebörd och används omväxlande i årsredovisningarna. De kriterier för åtskillnad jag använt när jag sorterat information om ersättning i samband med tjänstens avslutande är huruvida beloppet utgår som ett engångsbelopp – varvid det enligt min mening snarare är fråga om ett avgångsvederlag – eller om det utbetalas under loppet av en viss tid samt om arbetsplikt föreligger varvid det snarare rör sig om en uppsägningstid med rätt till lön. Jag har noterat den längsta möjliga uppsägningstiden i fall av ordinär uppsägning som anges i årsredovisningen. Denna uppsägningstid har i så när som samtliga fall varit bolagets uppsägningstid i gentemot verkställande direktören, alternativt en ömsesidig uppsägningstid. För somliga verkställande direktörer gällde särskilda mer förmånliga uppsägningsvillkor för det fall att väsentliga ändringar i företagens ägarstruktur äger rum (eng. *golden parachute*). Jag har inte inkluderat dessa särfall i mina data i syfte att åstadkomma en mer likvärdig jämförelse av verkställande direktörernas avskedsvillkor.

I denna del kan brister i materialets kvalitet föreligga då redovisningen av utbetalda avgångsersättningar inte gjorts på ett enhetligt sätt i årsredovisningarna och observationer därmed kan ha förbisetts. Ersättningar i samband med tjänstens upphörande har redovisats under olika poster i årsredovisningarna, vanligtvis som övrig ersättning, avgångsvederlag eller liknande. Det har också förekommit att sådan ersättning utbetalats som pension. Därtill kan det föreligga diskrepans mellan kostnadsförd och utbetald ersättning.

I 2010 års Svensk kod för bolagsstyrning har en begränsning införts avseende maximal ersättning i samband med uppdragets upphörande. Fast lön under uppsägningstid och

avgångsvederlag ska totalt enligt Koden inte överstiga två fasta årslöner (Koden 9.9). I EU-kommissionens rekommendation som ligger till grund för revideringen av Kodens kapitel 9 om ersättningar finns också en regel om begränsning av rätten till avgångsvederlag om uppsägning sker till följd av bristande resultat (Europeiska gemenskapens kommission, 2009, 3.5). Denna regel har emellertid inte införts i koden. Det är värt att notera att rörlig lön, pensionsförmåner och andra förmåner inte omfattas av begränsningen (Svernlöv, 2011). Generellt relaterar begränsningen av avgångsvederlag och uppsägningslön till fast lön. I några få fall ingick även ett genomsnitt av föregående års bonus som en del av den maximala ersättning verkställande direktören kunde få som avgångsersättning.

5. Presentation och analys av data

I det följande redovisas de data jag samlat in, i diagramform. Nödvändiga förklaringar och kommentarer ges i anslutning till varje diagram. Då jag sammanställt data för behandling har jag exkluderat data i enlighet med vad som förklaras nedan. Totalt har 2 107 företagsår inkluderats i den del av analysen som beskriver vd-ersättningarnas storlek (Diagram 1 och 2). Det ursprungliga antalet företagsår var 2 671. Data har inte korrigerats för inflation.

Den största andelen exkluderade företagsår utgörs av fall där en ny verkställande direktör tillträtt under året och bolaget således haft kostnader för två eller flera verksställande direktörer och i vissa fall också haft kostnader för avgångsvederlag. Företagsår där avgångsvederlag eller andra stora engångsbelopp betalats ut, till exempel pension eller retroaktiva utbetalningar, har likaledes exkluderats från urvalet. I färre än fem av företagen har för vissa år ersättning utgått i annan valuta än SEK för ett, flera eller samtliga år. De år då så skett har exkluderats från undersökningen för att undvika felaktigheter på grund av valutapåverkan. Några få företagsår för vilka information om ersättning helt saknats, eller där den totala ersättningen varit obefintlig har exkluderats. För ett av bolagen har insamlade data varit uppenbart felaktiga och därmed uteslutits. Regressionsanalyserna baseras på 2 095 företagsår eftersom information om MVE saknats för vissa företag för vilka information om vd-ersättningar fanns.

5.1 Diagram 1 – median total ersättning och median börsvärde (MVE)

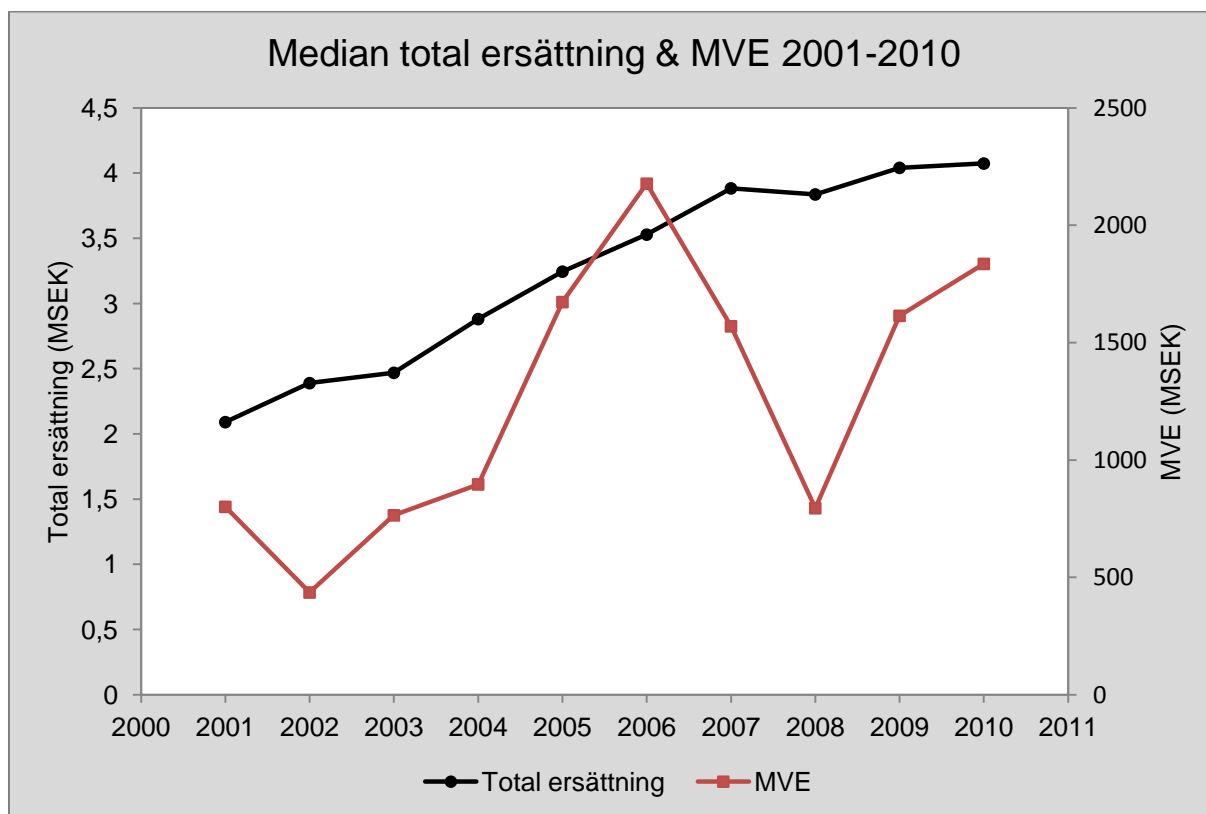


Diagram 1 visar utvecklingen för median av total ersättning samt medianbörsvärde under perioden 2001-2010.

Under perioden 2001-2010 har den totala medianersättningen ökat med cirka 95 % från 2 091 000 SEK 2001 till 4 074 000 SEK 2010. Under samma period har det samlade medianbörsvärdet ökat med cirka 130 % från 801 000 000 SEK 2001 till 1 836 000 000 SEK 2010.

Enligt Gabaix och Landier som ansluter sig till teorin om optimal lönesättning föreligger ett samband mellan löneutvecklingen för verkställande direktörer i stora amerikanska företag under åren 1980 till 2003 och kapitaliseringsgraden – alltså börsvärdet – för dessa bolag (Gabaix och Landier, 2008, s 72 se ovan vid 3.5). Till skillnad från det samband Gabaix och Landier konstaterat för USA under perioden 1980-2003 har i Sverige under perioden 2001-2010, marknadens kapitaliseringsgrad ökat mer än medianvärdet för vd-ersättningar för samma period. Att ett svagare samband kan observeras i Sverige för perioden kan möjligen vara en konsekvens av utomstående påverkansfaktorer som inverkat på det samlade

börsvärdet. Det svagare sambandet kan också förklaras av ersättningsens struktur och komponenter. Ersättningen för svenska verkställande direktörer är, vilket visas nedan i Diagram 2, inte kopplad till börsvärde i samma utsträckning som i USA. I svenska bolag utgörs inte vd-ersättningar av aktierelaterad ersättning i samma omfattning som i amerikanska bolag. Möjligen därför finns inte samma samband mellan ersättning och börsvärde.

Som visas av Diagram 1 påverkade den ekonomiska nedgången under åren 2007 och 2008 både samlat börsvärde och vd-ersättningarnas nivå. Det kan noteras att börsvärdet procentuellt minskade mer än vd-ersättningarna, samt att minskningen för den totala ersättningen inte uppstod förrän år 2008 medan börsvärdet minskade redan år 2007. Medianbörsvärdet sjönk från år 2007 till 2008 med 49 % medan den totala ersättningen för verkställande direktörer endast minskade med 1,2 %. Detta förhållande kan delvis förklaras av att den största andelen av total ersättning i svenska bolag utgörs av fast ersättning. Mer om detta ska sägas nedan vid 5.2 i anslutning till Diagram 2.

5.2 Diagram 2 – ersättnings komponenter

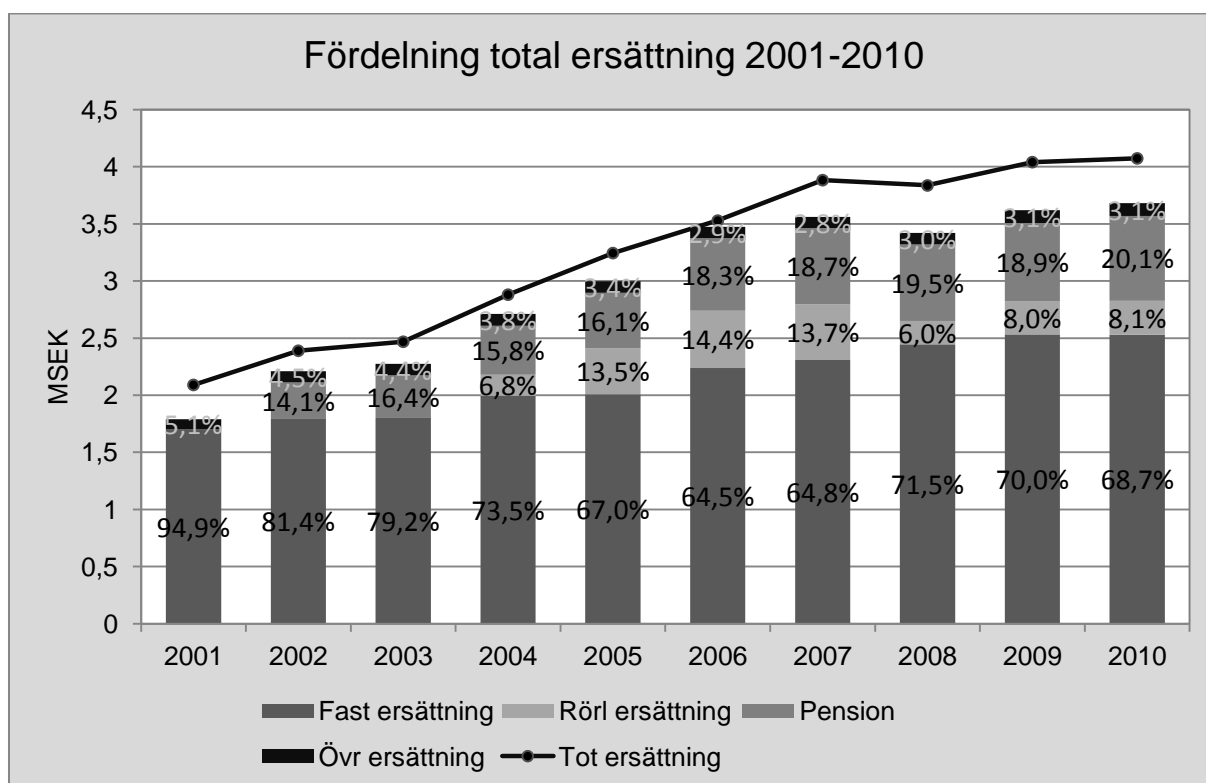


Diagram 2 visar liksom **Diagram 1** median total ersättning, samt i stapeldiagramform hur denna fördelas mellan olika ersättningskategorier. Stapeldiagrammen visar median av respektive ersättningskategori. Procentsatserna anger andel av totalsumman av medianvärdet för respektive ersättningskategori för varje år.

5.2.1 Fast ersättning

Den fasta ersättningen utgör den största andelen av den totala ersättningen för svenska verkställande direktörer. Under den undersökta perioden har medianvärdet för den fasta ersättningen (fast årslön) ökat med 49 % från 1 700 000 SEK år 2001 till 2 530 000 SEK år 2010. Utvecklingen har varit positiv över i princip hela perioden, med undantag för åren 2003 och 2010 då den fasta ersättningsnivån var nästintill oförändrad (1 000 SEK ökning år 2003 respektive 3 000 SEK minskning år 2010). I jämförelse med de ersättningsdata som sammanställts av Frydman och Jenter (2010) avseende amerikanska bolag i gruppen S&P 500 utgör den fasta ersättningen en stor andel av den totala ersättningen i svenska bolag. Under perioden 2000-2008 utgjorde andelen fast lön (eng. *salary*) i de amerikanska bolagen mellan 15-20 % av den totala ersättningen (Frydman och Jenter, 2010, s. 39).

5.2.2 Rörlig ersättning

Medianvärdet för rörlig ersättning som redovisas i grafen ovan innefattar både rörlig ersättning och i förekommande fall optioner. Denna ersättningskategori uppvisar den tydligaste förändringen mellan två år, av samtliga undersökta kategorier. Mellan åren 2007 och 2008 minskade medianvärdet för rörlig ersättning med 58 % från 486 500 SEK år 2007 till 205 500 SEK år 2008. Därefter har den rörliga ersättningen inte heller uppgått till samma nivå som under år 2007.

De stabila ersättningsnivåerna i svenska bolag kan förklaras av förhållandet mellan fast och rörlig ersättning. Frydman och Jenter (2010) presenterar en graf avseende ersättning till verkställande direktörer i bolag som ingår i S&P 500, motsvarande den som presenteras i Diagram 2. Den mest påfallande skillnad som framgår vid en jämförelse är den övervägande andelen icke-fast ersättning som utgår till verkställande direktörer i USA, och motsatt den stora andel fast ersättning som betalas till svenska verkställande direktörer. Frånvaron av rörlig och aktierelaterad ersättning och tonvikten av fast ersättning i svenska bolag kan ses om en indikation på att svenska verkställande direktörer är riskaversiva i förhållande till verkställande direktörer i amerikanska bolag.

5.2.3 Pensionsersättning

Andelen pensionsersättning har som framgår av Diagram 2 ökat successivt under den undersökta perioden, dock att utvecklingen – i likhet med den totala ersättningen – har avstannat något efter 2008. Det faktum att medianvärdet för pensionsersättning för år 2001 är lika med noll beror med stor sannolikhet på att pensionsersättning endast redovisades i undantagsfall i årsredovisningarna. Bristande information i årsredovisningarna kan också inverkat negativt på medianvärdet för år 2002. Den ökande andelen pensionsersättning kan anses tyda på att verkställande direktörer i ökad utsträckning utnyttjar möjligheten att skjuta upp beskattning och förflytta sina inkomster i tiden.

5.2.4 Övrig ersättning

Andelen övrig ersättning har som visas av Diagram 2, varit stabil över de sista fem åren av den undersökta perioden och har uppgått till 3 % av den totala ersättningen eller cirka 100 000 SEK. Motsvarande andel för amerikanska bolag var 5 %. De låga beloppen kan ses som en indikation på att omfattande förmåner eller *perquisites* är ovanliga i svenska bolag. Detta förhållande beläggs också av den genomgång jag gjort vilken redovisas ovan vid 4.3.4. Härav kan dras slutsatsen att självberikande beteenden hos svenska verkställande direktörer som inverkar värdeförstörande för bolaget och ökar övervakningskostnader inte är vanligt förekommande i Sverige. En orsak till detta kan vara den omfattande beskattning som omger löneförmåner.

5.3 Diagram 3 – regressionsanalys total ersättning och MVE

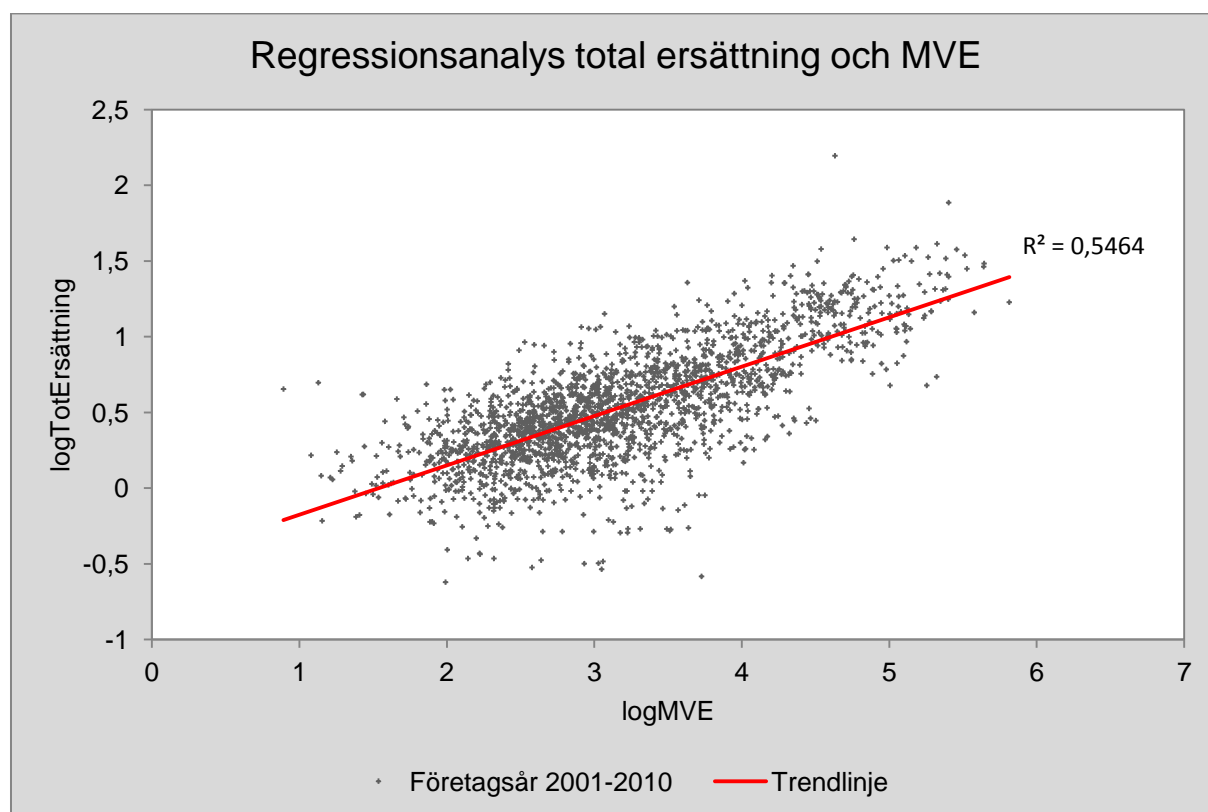


Diagram 3 visar en regressionsanalys av total ersättning och motsvarande MVE för 2 095 företagsår.

Regressionsanalysen visar ett samband mellan företagsstorlek, mätt som börsvärde, och nivån på ersättning till verkställande direktören. Detta samband framstår som givet redan på den grunden att ett större bolag har möjlighet att ägna en större andel av sitt kapital till bolagets ledning. Företagsåren uppvisar en viss spridning kring trendlinjen men ett positivt samband kan alltså påvisas.

5.4 Diagram 4 – regression total ersättning som andel av MVE

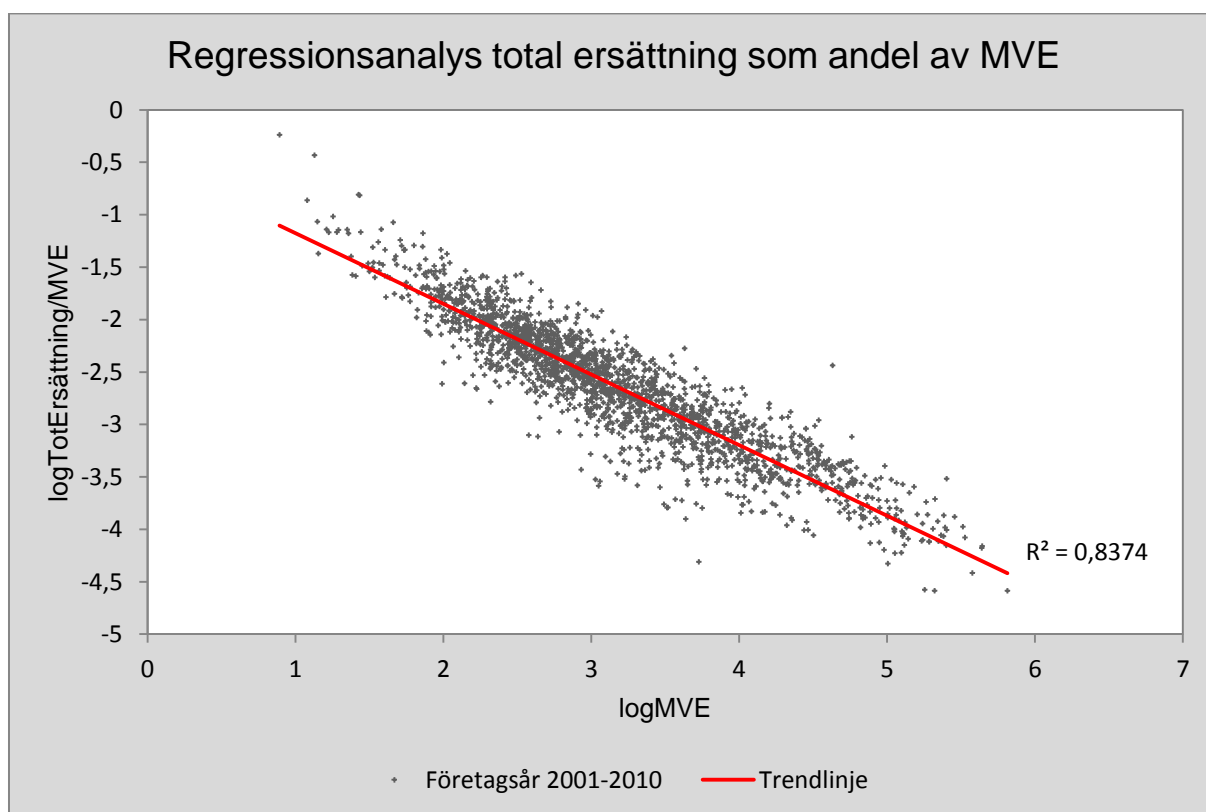


Diagram 4 visar en regressionsanalys av total ersättning som andel av MVE för 2 095 företagsår, mot motsvarande MVE.

Av regressionsanalysen i Diagram 4 framgår att större bolag lägger en mindre andel av sitt totala börsvärde på ersättning till bolagets verkställande direktör.

6. Diskussion

6.1 Samband mellan ersättning och samlat börsvärde

De genomförda regressionsanalyserna visar att vd-ersättningen är högre i större bolag samt att större bolag lägger en mindre andel av sitt totala börsvärde på ersättning till verkställande direktören. Nedan analyserar och diskuterar jag dessa tillsynes självklara samband utifrån bolagens respektive de verkställande direktörernas perspektiv. Diskussionen förs med utgångspunkt i ett marknadssynsätt där bolag konkurrerar om vd-kompetens och verkställande direktörer konkurrerar om ersättning. Det antas att det råder ett underskott på vd-kompetens. Vad beträffar marknaden för svenska verkställande direktörer i jämförelse med vd-marknaden i USA som delvis beskrivits ovan, får antas att den svenska marknaden inte är lika välfungerande som den amerikanska. Antalet bolag som söker verkställande direktörer är större i USA än i Sverige och de ersättningar som betalas i USA är både högre och mer komplext sammansatta än den ersättning som betalas till svenska verkställande direktörer. Dessa förhållanden medför att den amerikanska vd-marknaden på ett mer tillförlitligt sätt kan beskrivas med den teori som behandlats i uppsatsen.

6.1.1 Bolagsperspektivet

I avsnitt 3.4.2 redogjordes för Frydman och Jenter (2010) som föreslår att en ökning i verkställande direktörens kompetens medför en ännu större ökning i bolagets prestation. Förutsatt att en vd med hög kompetens kräver en högre ersättning kommer alltså ett bolag att öka sin prestation genom att betala högre vd-ersättning. Ett sådant antagande grundas på förhållandet att verkställande direktörens kompetens inverkar positivt på bolagets prestation – samt att den krävda ersättningens nivå faktiskt motsvarar verkställande direktörens kompetensnivå – vilket förhållande i och för sig inte nödvändigtvis stämmer. Som noterats tidigare i uppsatsen vid 3.4.1 innebär framförallt de verkställande direktörernas inflytande över sin lönesättning att ersättningsnivåerna inte alltid motsvaras av förväntad kompetens.

Himmelberg och Hubbard (2000) förutser oaktat de invändningar som kan framföras att de största bolagen kommer att kontraktera de mest kompetenta verkställande direktörerna och betala de högsta ersättningarna. Förhållandet att större bolag betalar ut högre vd-löner än mindre bolag bekräftas också av regressionsanalysen i Diagram 3 ovan. Samtidigt gäller som

visats av regressionsanalysen i Diagram 4 förhållandet att för ett större bolag åtgår en mindre andel av bolagets börsvärde till vd-ersättning.

Dessa två förhållanden i kombination medför att ersättningsnivåerna rimligtvis kommer att fortsätta att öka i takt med att bolagen växer. Samtidigt kan det förväntas, såsom visades under år 2008, att en minskning i bolagsstorlek inte nödvändigtvis innebär en motsvarande nedgång i vd-ersättning så länge som rörlig ersättning endast utgör en liten andel av den totala ersättningen.

6.1.2 Vd-perspektivet

För verkställande direktörer innebär förhållandet att ersättningen är högre i stora bolag att en konkurrenssituation uppstår inom vd-kollektivet om positioner i stora bolag. Som förklaras av Guy (2005) innebär skillnaderna i ersättningsnivå mellan bolag beroende på storlek också att en ökning av total ersättning kommer att fördelas ojämnt över vd-kollektivet så att verkställande direktörer i stora bolag tillgodogör sig en större andel av en ökning.

6.2 Optimal lönesättning eller verkställande direktörers inflytande

I teoridelen ovan vid 3.4 har olika förklaringar till ökade vd-ersättningar presenterats. De två huvudsakliga förklaringsmodeller som föreslagits i den akademiska litteraturen är teorin om ledande befattningshavares inflytande, respektive teorin om optimal lönesättning. Nedan diskuteras insamlade data och analysresultat utifrån dessa två teorier.

6.2.1 Liten andel aktierelaterad ersättning – verkställande direktörers inflytande

Ovan vid 5.2.2 noterades att svenska bolag använder sig av rörlig ersättning (som till exempel aktierelaterad ersättning) i liten utsträckning och att andelen rörlig ersättning varit mindre än 10 % av den totala ersättningen efter år 2008. Mot bakgrund av detta förhållande kan sättas ifråga om det för svenska bolag finns en outnyttjad möjlighet att minska agentkostnader genom att i större utsträckning använda ersättning i form av optioner och aktier för att öka verkställande direktörernas intresse i bolaget och sammankoppla bolagets intressen med verkställande direktörens (jämför Jensen och Meckling (1976) och ovan vid 3.1.)

Grundat på antagandet att bolag och verkställande direktörer verkar på en fungerande marknad får antas att en sådan korrigerig skulle ha skett om så var möjligt och/eller optimalt. Enligt Walker (2010) återspeglar ersättningen den nivå på vilken agentkostnader minimeras samtidigt som aktieägarvärde maximeras.

I beaktande av Walkers påstående kan det framstå som märkligt att den optimala ersättningsnivån och -strukturen i Sverige innehåller en så liten andel rörlig ersättning, som anses vara den ersättningskategori som främst bidrar till att minska agentkostnader.

En möjlig förklaring till den låga andelen rörlig ersättning i svenska bolag är att det finns ett underskott på vd-kompetens vilket får till följd att verkställande direktörer har ett stort inflytande över sin egen ersättning (jämför ovan 3.4.1). Den låga andelen rörlig ersättning kan alltså snarare ses som en konsekvens av ledande befattningshavares inflytande än som ett utflöde av optimal lönesättning. Som föreslagits ovan vid 5.2.2 är svenska verkställande direktörer riskaversiva. Med beaktande av de förändringar i marknadens kapitaliseringsgrad som kunnat iaktas under 00-talet är det en naturlig följd av denna riskaversion att andelen rörlig ersättning som relaterar till bolagets prestation eller aktiekurs förblivit liten.

Ersättningens sammansättning, och den stora andelen fast ersättning för svenska verkställande direktörer, kan också bero på traditioner i lönesättningen som är specifika för svenska bolag och verkställande direktörer. Som noterats vid 5.2.4 är till exempel förmåner eller *perks* mindre vanligt förekommande i Sverige än i USA. Detta förhållande kan anses tyda på en skillnad i inställning hos de verkställande direktörerna med avseende på i vilken utsträckning de söker berika sig själva genom den ersättning de får från företagen. Vad beträffar det svenska vd-kollektivet får antas att detta består av en relativt homogen grupp människor, möjligen mer homogen än i USA. En närmare granskning av svenska verkställande direktörers egenskaper (till exempel ålder, kön och utbildningsnivå) ligger emellertid utanför avgränsningen för denna uppsats.

6.2.2 *Optimal lönesättning och ersättningsnivåer*

Vad beträffar lönenivåerna som sådana anser jag att dessa påverkas av marknadsmekanismer och fastställs genom optimal lönesättning snarare än av ledande befattningshavares inflytande. I avsnitt 5.1 i Diagram 1 har visats att bolagen ökat i storlek under 00-talet samtidigt som

vd-ersättningarna ökat. Därtill antas att större bolag har större nytta av en mer kompetent (och välbetald) verkställande direktör. Som visats i regressionsanalysen i Diagram 4 ägnas en mindre andel av bolagets värde åt vd-ersättning ju större ett bolag är. Med hänsyn till den multiplikatoreffekt som vd-kompetens medför kommer lönenivåerna att öka som en konsekvens av en marknadsmekanism där större bolag konkurrerar om verkställande direktörers kompetens och är beredda att betala högre ersättningar. Ledande befattningshavares inflytande framstår i detta sammanhang inte som en avgörande påverkansfaktor på ersättningsnivåerna. Möjligen kan sägas att de verkställande direktörerna bestämmer över nivån på sin ersättning såtillvida att det råder underskott på vd-kompetens. Detta är emellertid i min mening något annat – snarast en effekt av marknadsfunktioner – än ett direkt inflytande.

6.3 Alternativa synsätt och vidare studier

Diskussionen i denna uppsats utgår ifrån en situation med en marknad där det råder underskott på vd-kompetens. Detta får, grundat på löneutvecklingen under 00-talet, antas överensstämma med verkliga förhållanden i dagsläget. Det vore intressant att i kontrast till detta antagande föreställa sig en marknad med ett överkott på vd-kompetens och undersöka hur företagen respektive verkställande direktörernas position skulle förändras under sådana förutsättningar. Förevarande uppsats skulle också kunna vidareutvecklas genom att undersöka vilken inverkan vd-ersättningen har på utvecklingen för ett företags börsvärde.

6.4 Slutsats – samband mellan ersättning och företagsstorlek

Min analys har visat att det finns ett påvisbart positivt samband mellan företagsstorlek och storleken på den ersättning som utgår till den verkställande direktören. Därtill har min undersökning visat att stora bolag lägger en mindre andel av sitt börsvärde på vd-ersättning. Vd-ersättningar har inte ökat lika mycket som bolagens storlek under den undersökta tioårsperioden. I svenska bolag utgör fast ersättning den största andelen av totala ersättningen. Rörlig ersättning och aktierelaterad ersättning används endast i liten omfattning i svenska bolag. Till följd härav har utvecklingen av vd-ersättningsnivåer varit stabil över tid, då börsens utveckling endast påverkat ersättningarna i liten utsträckning. Möjligen skulle agentkostnader kunna minskas genom en ökad användning av sådan rörlig ersättning.

Undersökningen har visat att svenska verkställande direktörer framstår som riskaversiva i jämförelse med amerikanska dito. De bakomliggande faktorerna till vd-ersättningarnas utveckling är olika beroende på vilken aspekt av ersättningarna som undersöks. Jag har funnit att ersättningsnivåerna styrs av optimal lönesättning medan ersättnings*strukturer* och *-komponenter* påverkas av verkställande direktörers inflytande.

7. Källförteckning

7.1 Artiklar

Frydman, C. och Jenter, D. (2010), CEO Compensation, Annual Review of Financial Economics, Annual Reviews, vol. 2(1), s. 75-102, december.

Gabaix, X. och Landier, A. (2008), Why Has CEO Pay Increased So Much?, Quarterly Journal of Economics, februari 2008, s. 49-100.

Guy, F (2005), Earnings Distribution, Corporate Governance and CEO Pay, International Review of Applied Economics, vol. 19(1), s. 51-65.

Himmelberg och Hubbard (2000), Incentive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-For-Performance Sensitivity, Working Paper Columbia University, 6 mars 2000.

Jensen, M. och Meckling, W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 3(4), s. 305-360.

Jensen, M. och Murphy, K. (1990), Performance Pay and Top Management Incentives, Journal of Political Economy, vol. 98(2) s. 225-264.

Lazear, E. och Rosen, S. (1981), Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts, Journal of Political Economy, vol. 89(5), s. 841-864.

Murphy, K. (1999), Executive Compensation, Handbook of Labor Economics, volym 3, del B, 1999, s. 2485–2563.

Rajan, G. och Wulf, J. (2006), Are perks purely managerial excess?, Journal of Financial Economics, vol. 79(1), januari 2006, sid 1–33.

Walker, D. (2010), The Law and Economics of Executive Compensation: Theory and Evidence, Boston University Law & Economics Research Paper Series 10/2010 nummer 32, 6 oktober 2010.

7.2 Övriga källor

Aktiebolagslag (2005:551)

Andersson, S., Johansson, S. och Skog, R. (2012), Aktiebolagslagen - En kommentar, uppdaterad per den 1 januari 2012, tillgänglig via Zeteo, Norstedts.

Europeiska gemenskapens kommission (2009), rekommendation 2009/3177/EG av den 30 april 2009 om stärkande av ordningen för ersättningen till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag.

Europaparlamentet (2010), resolution av den 7 juli 2010 om ersättning till direktörer i börsnoterade företag och ersättningspolitik i finanstjänstesektorn (2010/2009(INI)) (2011/C 351 E/08).

Jusek (2011), Hur bör ett vd-avtal se ut? – Exempel på vd-avtal, 4 maj 2011.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2010), Svensk kod för bolagsstyrning, gällande från 1 februari 2010, tillgänglig via www.bolagsstyrning.se, 2012-12-29.

Lag (1982:80) om anställningsskydd

Skatteverket (2012), Förmåner, www.skatteverket.se. 2012-08-25.

Skatteverket (2012), Incitamentsprogram, www.skatteverket.se. 2012-08-25.

Skatteverket (2012), Personaloptioner, www.skatteverket.se, 2012-08-25.

Statistiska centralbyrån (2004), Medelvärde eller median?, www.scb.se, 2012-08-30.

Svenskt Näringsliv(2012), Fakta om vd-löner avseende september 2011, april 2012, tillgänglig via www.svensktnaringsliv.se, 2012-12-29.

Svernlöv, C. (2011), Svensk kod för bolagsstyrning - En kommentar, uppdaterad per den 1 april 2011, tillgänglig via Zeteo, Norstedts.

Årsredovisningslag (1995:1554)