

Fågel, fisk eller mittemellan?

En kvantitativ studie av hur institutionellt ägarskap inverkar på VD-ersättning i svenska börsnoterade företag

619 Degree Project in Management

Sweden has seen a dramatic increase in institutional ownership in publicly listed companies during the last two decades. The development has resulted in a discussion of the role of institutional investors in corporate governance. By analysing their impact on one of the most debated corporate governance mechanisms, the CEO compensation contract, this study aims to find empirical evidence of institutional influence by testing hypotheses formulated with basis in agency theory. A regression analysis of data from 235 Swedish listed firms is used to test institutional ownership impact on the total, variable and long-term variable CEO compensation for the fiscal year 2016. No significant relationship is found in the study between concentration of institutional ownership and total, variable and long-term variable CEO compensation, after introducing controlling variables such as firm size. However, a broader theoretical framework is used to discuss whether the result implies that Swedish institutional investors are passive in the formulation of CEO compensation contracts. While our study did not find a significant impact of institutional ownership, we argue that the institutions are likely to have an impact on Swedish corporate governance practices that in turn may influence CEO compensation contracts. The study introduces several aspects for further research to explore this statement based on a more applied agency theory approach, or a broader theoretical framework. Furthermore, the study highlights the potential simplification of current discussion about institutional investor impact on an aggregate level and stresses the need to view institutional actors as a heterogeneous group.

Handledare: Stefan Einarsson

Framläggning: Maj 2018

Antal ord: 11 990

Keywords: Executive pay, institutional ownership, corporate governance, Sweden, agency theory

TACK

Till:

Stefan Einarsson
för värdefull feedback och förstklassig handledning

Per-Olov Edlund
för vägledning och råd inom statistik

Sophie Nachemson-Ekwall
för intressant diskussion och nya perspektiv

Novare Pay Consulting
för tillgång till information kring VD-ersättning

Handledningsgruppen
för givande kommentarer och motiverande synpunkter

Familj och vänner
för ytterligare värdefulla åsikter

Innehållsförteckning

1. Inledning	6
1.1. Bakgrund	6
1.2. Syfte och forskningsfråga	7
1.3. Avgränsningar	7
1.4. Antaganden	8
1.5. Disposition	8
2. Forskningskontext	9
2.1. Bolagsstyrning och normgivning	9
2.1.1. Bolagsstyrning i Sverige	9
2.1.2. Reglering av ersättningar i Sverige	10
2.2. Institutioner som investerare	11
2.2.1. Regelverk och lagstiftning för institutioner i Sverige	11
2.2.2. Institutionella investerares roll	12
3. Teori	14
3.1. Studiens utgångspunkt	14
3.2. Olika perspektiv på VD-ersättning	15
3.1.1. Stewardship Theory	15
3.1.2. The Value Approach	16
3.1.3. Institutionell teori	16
3.1.4. Agentteori	17
3.1.5. Problematisering av agentteorin	18
4. Hypotesformulering och operationalisering	20
4.1. Hypotesgenerering	20
4.1.1. Det institutionella ägandets inverkan	20
4.1.2. Kontrollvariabler	21
4.1.3. Hypoteser	23
4.2. Operationalisering	23
4.2.1. Beroende variabler	23
4.2.2. Oberoende variabler	25
4.2.2.1. Institutionellt ägande	25
4.2.2.2. Företagsstorlek	25
4.2.2.3. Företagets finansiella prestation	26

4.2.2.4. Utländskt ägande	26
4.2.2.5. VD:s personliga karaktäristika	26
4.2.2.6. Branschskillnader	26
4.2.2.7. Institutionell representation i valberedning	27
5. Metod och data	29
5.1. Forskningsansats	29
5.2. Forskningsmetod	29
5.2.1. Datakällor och urval	29
5.2.2. Karaktäristika för urvalet	30
5.2.3. Statistiskt tillvägagångssätt	31
5.2.3.1. Normalfördelade feltermmer	33
5.2.3.2. Homoskedastiska feltermmer	33
5.2.3.3. Ingen autokorrelation	33
5.2.3.4. Ingen multikollinearitet	33
5.3. Metoddiskussion	34
6. Resultat	36
6.1. Regressionsresultat	36
6.2. Det institutionella ägandets statistiska inverkan	38
7. Diskussion	40
8. Slutsatser	43
8.1. Studiens slutsats	43
8.2. Framtida forskning	43
9. Referenser	44
10. Appendix	47
Appendix 1: Lista över institutioner	47
Appendix 2: Deskriptiv statistik	48
Appendix 3: Modellantaganden	49
Appendix 4: Regressionsresultat	51

Definitioner

Begrepp	Definition
Institutionella investerare	En organisation som på uppdrag av dess medlemmar investerar med huvudsakligt mål att skapa maximal avkastning givet en viss nivå av risk (Hellman, 2005). Avser i uppsatsen svenska pensionsfonder, aktiefonder och försäkringsbolag. Benämns också institutionella ägare.
Institutionellt ägande	Avser det aktieinnehav som en/flera institutioner har i ett bolag i termer av röstmakt.
Ägarstruktur	Avser distributionen av eget kapital inom ett bolag beträffande röstmakt.
Röstmakt	Möjligheten att rösta i bolagsstyrningsrelaterade frågor till följd av ett aktieinnehav.
VD-ersättning	Avser ersättning som en verkställande direktör (VD) erhåller för dennes tjänster. I studien berörs VD-ersättning både i termer av nivå och komposition. Benämns också VD-kompensation eller VD-lön.
Kortsiktig rörlig lön	Rörlig lön som betalas ut till anställd för prestation under året, i.e. årlig bonus (Novare Pay Consulting, 2017). Benämns också kortsiktig rörlig ersättning.
Långsiktig rörlig lön	Rörlig lön, oftast aktier eller andra finansiella instrument, som tilldelas den anställda för dennes prestation över ett flertal år och som normalt är inlåst eller uppskjuten över en definierad tidsperiod (Novare Pay Consulting, 2017). Benämns också långsiktig rörlig ersättning.
Total VD-ersättning	Summa av baslön, kortsiktig rörlig lön, långsiktig rörlig lön, pension samt förmåner.
Andel rörlig ersättning	Summa av kortsiktig- och långsiktig rörlig lön som andel av total VD-ersättning.
Andel långsiktig rörlig ersättning	Långsiktig rörlig lön som andel av total VD-ersättning.
Ägarstyrning / bolagsstyrning	Svensk översättning av det mera heltäckande begreppet corporate governance. Avser mekanismer, regler och normer som påverkar styrningen i bolag. De två termerna behandlas som synonymer i uppsatsen.

1. Inledning

1.1. Bakgrund

“Nordea mörkar kostnaden för VD:n Clausens bonus” och “En VD-lön lika stor som 54 industriarbetarlöner” är rubriker på artiklar som publicerats i Svenska Dagbladet (Almgren, 2014) samt Aftonbladet (Thorwaldsson & Bergström, 2016). Frågan verkar inte sluta intressera media och samhälle och åsikterna om vad som är ett rimligt VD-ersättningskontrakt skiljer sig åt mellan individer, företag och länder.

Mycket av forskningen på området har gjorts inom ramen för ägarstyrning, där ett av de mest studerade ämnena är just ersättning till ledande befattningshavare (se bl.a. David, Kochar & Levitaz, 1998; Gomez-Mejia, Tosi & Hinkin, 1987; Randøy & Nielsen, 2002). Många studier har undersökt hur faktorer som företagsstorlek och prestation inverkar på VD-ersättningen (se bl.a. Gomez-Mejia, Tosi & Hinkin, 1987; Core, Holthausen & Larcker, 1999). Resultaten är däremot inte konsistenta vilket enligt Hambrick & Finkelstein (1995) talar för att VD-ersättning inte fullt ut kan förklaras av en enskild variabel. Snarare anses ett större förklaringsvärde nås genom att undersöka det sammanhang i vilket beslut kring kompensation tas, och det framförallt genom att studera företagets ägarstruktur.

Institutionella investerare har vuxit till att bli en av de mer betydande ägargrupperna för börsnoterade företag (Celik & Isaksson, 2013). I Sverige har det privata direkta ägandet i börsföretag minskat vilket till stor del har ersatts av institutionellt ägande (Förtroendekommissionen, 2004). En finansiell logik, baserad i institutionernas huvudsakliga uppgift att maximera avkastningen till dess medlemmar givet en bestämd risknivå, har sedan länge styrt valet av investeringar. Logiken talar för en passiv ägarroll, där institutionerna snabbt kan allokera om i aktieportföljerna för att generera den avkastning som förväntas av medlemmarna (Hellman, 2005). Däremot menar Hellman (2005) att de svenska institutionella investerarna gradvis har antagit en mer aktiv ägarroll, där de bland annat deltar i att utforma och revidera ersättningskontrakt till VD, i linje med samhällets ökade fokus på ägarstyrning.

Ett flertal forskare har ägnat sig åt att undersöka huruvida graden av institutionellt ägande inverkar på VD-ersättning. Existerande litteratur har funnit ett negativt samband för nivå på VD-ersättning när koncentrationen av institutionellt ägande ökar. Hartzell & Starks (2003) finner att detta samband gäller även efter att ha kontrollerat för faktorer såsom företagsstorlek, bransch och företagsprestation. Samma slutsats dras av Ozkan (2007) som menar att detta indikerar att institutioner antar en aktiv roll i övervakandet av bolagsledningen.

Skillnader länder emellan, gällande regleringar och bolagsstyrning, kan ha betydelse för vilka resultat och samband som går att fastställa mellan VD-ersättning och andra förklaringsvariabler (Ozkan, 2007). Då en stor del av forskningen har grundats på urval av amerikanska eller brittiska företag (se bl.a. David, Kochar & Levitaz, 1998; Hartzell & Starks, 2003; Ozkan, 2007) finns en sannolikhet att de slutsatser som

forskningen påvisat inte nödvändigtvis stämmer för svenska företag eftersom svensk ägarstyrning skiljer sig åt från anglosaxisk. Det har till vår kännedom inte genomförts någon studie som undersöker om det institutionella ägandet har en signifikant påverkan på VD-ersättning i Sverige.

1.2. Syfte och forskningsfråga

Med anledning av de förändringar som Sverige genomgår i termer av ägarstruktur där institutionerna växer sig allt starkare, och där det finns tendenser till att de antar en mer aktiv ägarroll, söker studien att testa sambandet mellan graden av institutionellt ägande och VD-ersättning i en svensk kontext. En bättre förståelse för det institutionella ägandets inverkan på ersättning till ledande befattningshavare är viktigt för akademien såväl som för praktiker, där användbarheten är särskilt stor för lagstiftare, normgivare och styrelsens ersättningsutskott.

Uppsatsen syftar att bidra till forskningen genom att undersöka om det går att statistiskt säkerställa ett samband mellan svenskt institutionellt ägande och VD-ersättning, efter att ha kontrollerat för ett antal förklaringsvariabler, för företag noterade på Stockholmsbörsen. Studien ämnar att, utifrån vedertagen teoribildning kring VD-ersättning, besvara frågan:

“Hur påverkar graden av institutionellt ägande VD-ersättningens nivå och komposition?”

1.3. Avgränsningar

Avseende institutionernas inverkan på VD-ersättning avgränsas studien till att omfatta de 18 största svenska institutionerna (se appendix 1). I och med det avgränsar vi oss från andra institutioner, svenska såväl som utländska, och bortser från deras innehav i de svenska börsnoterade företagen. Vidare tas ingen hänsyn till andra typer av ägare och deras eventuella möjlighet att påverka beslut kring VD-ersättning.

Studien kommer inte att kartlägga enskilda institutioners relation till sina investeringsobjekt, det vill säga om de investerar enligt *exit*- eller *voice*-beteende (se avsnitt 2.2.2 för definition). Inom ramen för studien bedömer vi att en sådan aspekt hade varit för tidskrävande och dessutom mer lämplig att undersöka genom kvalitativ metod. Ingen beaktning tas heller till institutionernas uttalade investeringshorisont eller hur de faktiskt har röstat på bolagsstämmor.

Slutligen avgränsas studien till att undersöka data över VD-ersättning hänförligt till ett år. En längre tidsperiod hade varit intressant att undersöka eftersom det eventuellt hade kunnat bidra med ett starkare resultat kring institutionernas inverkan på VD-ersättning. Däremot gjordes bedömningen att en bredare urvalsgrupp var att föredra över ett smalare urval med data över flera år. Detta eftersom generaliseringsgraden av studiens resultat ansågs vara högre.

1.4. Antaganden

Studien använder sig av en icke-allmän databas över VD-ersättningar erhållen från Novare Pay Consulting¹. Databasen antas vara pålitlig eftersom den är sammanställd av ett svenskt konsultföretag som är specialiserat inom löner, förmåner och incitamentsprogram och som har arbetat med stora nationella och multinationella företag. För att säkerställa att databasen tillhandahåller korrekt information har ett stickprov om 30 observationer genomförts (se också avsnitt 5.2.1). De två andra databaserna använda i studien, Holdings Modular Finance samt borsdata.se, anses som allmänna databaser utgöra pålitliga källor, varvid inga stickprov har gjorts.

1.5. Disposition

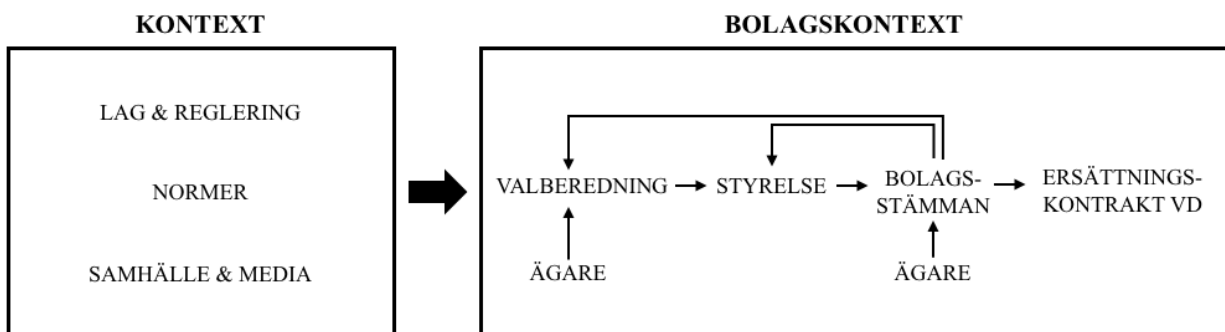
Resterande del av uppsatsen är strukturerad enligt följande: Avsnitt 2 presenterar den kontext inom vilken institutionella investerare är verksamma och vilka potentiella implikationer det kan innebära för utformning av VD-ersättningskontrakt. Avsnitt 3 redogör för studiens teoretiska referensram och utgångspunkt. I avsnitt 4 presenteras hypoteser och operationalisering över valda kontrollvariabler. Avsnitt 5 beskriver forskningsmetod och data, det statistiska tillvägagångssättet och modellantaganden. Avsnitt 6 presenterar resultatet, avsnitt 7 diskuterar och avsnitt 8 konkluderar. Referenser anges i avsnitt 9 och bilagor uppvisas i appendix.

¹ För mer information om Novare Pay Consulting, se: <https://novare.se/pay/>

2. Forskningskontext

Den svenska bolagsstyrningskontexten är central i förståelsen för inom vilka ramar VD-ersättningskontrakt skapas och vilka ägarstyrningsmöjligheter institutionerna har. Bilden nedan presenterar en överblick av den kontext som svenska börsnoterade företag och deras ägare är verksamma inom.

Figur 2.1. Överblick av studiens forskningskontext



2.1. Bolagsstyrning och normgivning

2.1.1. Bolagsstyrning i Sverige

Svenska bolag lyder under Aktiebolagslagen (SFS 2005:551) vilken reglerar grundläggande aspekter av bolagsstyrning. Styrelsen upprättar förslag kring riktlinjerna för samtlig ersättning som kan utgå till ledning. Bolagsstämman är det högsta beslutsfattande organet i svenska företag, och enligt 8 kap. 61 § ska aktieägare i noterade bolag på bolagsstämman bland annat fatta beslut om riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare. (Sevenius & Örtengren, 2017).

Utöver Aktiebolagslagen bör noterade bolag tillämpa svensk kod för bolagsstyrning. Koden fungerar som ett verktyg för att förbättra styrningen i svenska företag genom att ange normer och principer för god bolagsstyrning. Även om det saknas ett organ som kontrollerar om koden efterlevs är incitamenten stora för företagen att tillämpa koden, eller tydligt förklara eventuella avvikelser, eftersom risken annars är stor att företagen utsätts för negativ publicitet och bristande förtroende på aktiemarknaden. (Sevenius & Örtengren, 2017).

Enligt koden nomineras styrelsen av valberedningen, vars syfte är att föreslå styrelsen och revisor. Det är i sin tur bolagsstämman som utser valberedningens sammansättning som ska bestå av minst tre ledamöter. Ingen ur bolagsledningen får sitta i valberedningen (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2016).

2.1.2. Reglering av ersättningar i Sverige

Vid utformandet av VD:s ersättningskontrakt ska hänsyn tas till rekommendationer utfärdade av EU-kommissionen. Rekommendationerna ämnar bland annat att förse aktieägarna med god insyn i ersättningar till ledande befattningshavare genom offentliggörande. Aktiebolagslagen anger att all ersättning som under året har utgått till VD skall redovisas. Lagkraven finns för att underlätta övervakning och kontroll av VD:s handlande. (Sevenius & Örtengren, 2017; Randøy & Nielsen, 2002).

I kölvattnet av finanskrisen ansåg många att kortsiktig rörlig ersättning gynnat ett icke-hållbart riskbeteende. Som en lösning på problemet med rörlig ersättning, vilken gynnade kortsiktigt framför långsiktigt värdeskapande, skiftade fokus mot mer långsiktiga incitamentsprogram. Programmen förser befattningshavare med egen ekonomisk insats i bolaget för att öka graden av gemensamt intresse mellan befattningshavare och ägare och därigenom förespråka långsiktigt värdeskapande. (Sevenius & Örtengren, 2017).

Efter finanskrisen, som direkt svar på aktieägares och myndigheters oro kring de rörliga ersättningarna har reglerna för ersättning stramats åt väsentligt. EU-direktiv är de främsta källorna till regleringarna kring ersättning, vilka sedan har införlivats i nationell lagstiftning. Särskilt inom den finansiella sektorn regleras bland annat rörlig ersättning för gruppen risktagare, däribland VD². Regelverken bestämmer till exempel inlåsningsperioder om ett visst antal år för utbetalning av rörlig ersättning (PwC, 2014), vilket begränsar utrymmet för godtyckligt skapade ersättningskontrakt.

2.1.3. Bolagsstyrning och ersättningar ur ett internationellt perspektiv

Tidigare forskning kring VD-ersättningar har i stor utsträckning baserats på amerikanska och brittiska företag (se bl.a. Abowd & Kaplan, 1999; Ozkan, 2007). Den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen skiljer sig från den svenska, till exempel genom att det är tillåtet för VD att sitta som ordförande i styrelsen. Denna dualism har däremot erhållit mycket kritik eftersom det förväntas kunna minska styrelsens effektivitet i att övervaka ledningen (Core, Holthausen & Larcker, 1999).

Ägarbilden i länder som USA och Storbritannien anses vara mer spridd än den svenska, där den svenska länge har karaktäriserats av familjefärer och kontrollerande ägare. Eftersom ägarstrukturen i Sverige är annorlunda faller det sig naturligt att bolagsstyrning och de normer som utvecklats också ser olika ut. (OECD, 2017). Därigenom är det rimligt att ersättningar till ledande befattningshavare och utformandet av sådana kontrakt skiljer sig åt.

² Exempel på direktiv: AIFMD, UCITS V, CRD III och CRV IV. I gruppen risktagare ingår befattningar som direkt anses påverka bolagets ekonomiska resultat.

Sett till nivån på VD-ersättning mellan länder är variationen hög, där framförallt amerikanska VD:ar är särskilt välbetalda (Abowd & Kaplan, 1999). Inom anglosaxisk bolagsstyrning är också långsiktig rörlig ersättning vanligt förekommande. 2016 hade 94% av de högst värderade börsbolagen i USA särskilda program för långsiktig rörlig ersättning (Suh & Clobberly, 2016).

Det utländska kapitalet har blivit allt större på den svenska börsen (Nachemson-Ekwall, 2016). Den ökande internationella närvaron i ägarbilden är en anledning till att den svenska bolagsstyrningsmodellen undergår förändringar, där ett exempel är ett större intresse för incitamentsbaserad ersättning till VD (Novare Pay Consulting, 2017). Implikationen av en ökad grad av internationalisering är att den svenska bolagsstyrningsmodellen rör sig närmare den anglosaxiska (Randøy & Nielsen, 2002).

2.2. Institutioner som investerare

Institutionella investerare är intressanta att studera i grupp eftersom de skiljer sig från den individuella investeraren. Inledningsvis förvaltar de generellt större kapital, lyder under specifika regelverk, har större resurser att samla och bearbeta information samt har enklare tillgång till en direkt dialog med styrelsen (Bratten & Xue, 2017).

Ägargruppen står för ungefär en femtedel av det publika kapitalet på den svenska börsen (Nachemson-Ekwall, 2016). Denna studie omfattar de största försäkringsbolagen, fondbolagen samt AP-fonderna vilka enligt vår data ägde omkring 19% av det totala börsvärdet på Stockholmsbörsen under 2015. En institution kan däremot avse ett fondbolag, ett investmentbolag, en stiftelse eller ett försäkringsbolag, för att nämna några (Nachemson-Ekwall, 2016).

2.2.1. Regelverk och lagstiftning för institutioner i Sverige

Institutioner som förvaltande ägare lyder under dels kvalitativa, dels kvantitativa regler. Självreglerande koncept som lojalitet och ansvarstagande är viktiga i förtroendeuppdraget, men de lyder också under hårdare regleringar kring portföljallokering mellan bolag och finansiella instrument. Institutionernas regleringar påverkar därmed deras investeringsstrategi och agerande i ägarstyrningen. (Nachemson-Ekwall, 2012).

I uppsatsens grupp av institutionella investerare ingår bland annat fondbolag som förvaltar olika aktiefonder. Ett fondbolag får i termer av röstmakt inte ha ett innehav som förser fondbolaget med väsentligt inflytande över ledningen (Lag om värdepappersfonder, SFS 2004:46). Sett till kapitalandelar får de inte inneha mer än 10% av aktierna i ett företag och andelen får inte heller utgöra mer än 5% av fondbolagets egna tillgångar (Nachemson-Ekwall, 2012). Aktiefonder måste agera utifrån den enskilde spararens omedelbara intresse vilket förhindrar handlingar som potentiellt kan sänka fondens värde på kort sikt. Kraven kan därför i praktiken medföra svårigheter att investera i tillgångar över en längre tid och verka

för långsiktig avkastning genom ett mer aktivt ägande. Däremot faller vissa fondbolag under definitionen för "alternativa investeringsfonder" som ges betydligt större friheter i sin placeringsstrategi (Lag om förvaltare av alternativa investeringsfonder, SFS 2013:561).

De svenska pensionsfonderna, såsom Alecta och AMF, lyder precis som aktiefonderna under reglering kring riskspridning. Pensionsfonderna får maximalt investera 5% av totalt förvaltad kapital i ett bolag. Däremot finns inga regleringar kring vilket inflytande de får ha i bolagen och det finns undantag som gör att mer än 5% av kapitalet kan investeras i ett och samma bolag. Pensionsfonder ges därmed större möjlighet att ta en mer aktiv ägarställning än aktiefonder. (Nachemson-Ekwall, 2012).

AP-fonderna, som är de svenska allmänna pensionsfonderna, lyder under egna regelverk. Med anledning av att de inte är tillåtna att "påverka den svenska marknadens funktionssätt" får de investera högst 25% av tillgångarna i aktier, varav upp till 2% av fondens totala tillgångar får allokeras i ett enskilt bolag. Vidare får innehavet inte motsvara mer än 10% av rösterna i bolaget. (Nachemson-Ekwall, 2012).

2.2.2. Institutionella investerares roll

Hellman (2005) påstår att institutioner, genom den portföljmodell de grundas i, är utformade att agera i linje med *exit*- snarare än *voice*-beteende. *Exit*-beteende är synonymt med passivt ägande och innebär att man värderar möjligheten att snabbt kunna avyttra sitt aktieinnehav högre än möjligheten att kunna påverka styrelse och ledning genom ett betydande aktieinnehav eller plats i valberedningen. Lagstiftningen (presenterad i avsnitt 2.2.1) gynnar en indexföljande placeringsstrategi som kan ses som långsiktigt hållbar eftersom man normalt sett inte avyttrar aktier så länge investeringsobjektet ingår i index. Beslutet att inte göra *exit* är därmed passivt. (Nachemson-Ekwall, 2012).

De svenska institutionella investerarna är både tillåtna och duktiga på att agera i grupp, vilket fördelar övervaknings- och styrningskostnader. Internationellt sett är det dock ofta svårt för ägargrupperingar att samarbeta. Institutionella investerare i Storbritannien lyder till exempel under stränga regler kring olovliga samarbeten, vilket gör det svårare att fördela sådana kostnader dem emellan. Därmed försvagas incitamentet att agera som aktiva ägare, något som föranleder *free-rider* problematiken. Detta innebär att en ägare som lägger ner resurser för att aktivt arbeta för att övervaka ledningen och strategiskt påverka bolaget ofta står själv, eftersom de andra ägarna då kan förhålla sig passiva, det vill säga, ta rollen som *free-riders*. Den goda möjligheten för svenska institutioner att samarbeta implicerar att *free-rider* problematiken inte bör vara lika central på den svenska börsen. (Nachemson-Ekwall, 2012).

Flera av de största institutionella investerarna ingår i den ideella föreningen Institutionella Ägares Förening (IÄF) som verkar för att främja en god utveckling av självreglering på marknaden. Föreningen har bland annat varit drivande i framtagandet av regler kring hållbarhet, ägardirektiv, aktiehandel, rösträttsförfarande och styrelsetillsättning. Exempelvis har de aktivt stöttat framtagandet av tydligare

regler kring ersättningsprogram för ledande befattningshavare i svenska börsbolag. (Nachemson-Ekwall, 2012). IÄF är en av huvudmännen till Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, som verkar genom till exempel Aktiemarknadsnämnden och Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

I sin studie finner Nachemson-Ekwall (2017) att nära 80% av de svenska institutionerna under tidsperioden 2007–2017 har ökat andelen kapital hängivet till mer fokuserade och långsiktiga investeringar på den svenska börsen. Anledningen till detta anses grundas i finanskrisen. Innan dess förlitade sig investerare i högre utsträckning på en effektiv, självreglerande marknad som inte kräver ställningstaganden och aktivt engagemang för att sedan efter krisen snarare sätta sin tilltro till akademien som talar för mer långsiktiga investeringar. Nachemson-Ekwall (2017) menar utifrån ett flertal intervjuer med svenska institutionella investerare att det framträder en indikation på att de också ser sig själva som kapabla till att agera som långsiktigt hållbara ägare.

Den svenska bolagsstyrningen är intressant eftersom den stöder *voice*-beteende, vilket bland annat görs synligt i de externt ledda, aktieägarrepresenterade valberedningarna. I dessa finns generellt en eller flera institutioner representerade. Trenden för institutionernas representation växte efter finanskrisen när fokus, som tidigare nämnts, skiftade mot ett mer aktivt ägande hos de stora institutionerna. (Nachemson-Ekwall, 2017).

3. Teori

En genomgång av befintlig litteratur kring VD-ersättning visar att konceptet kan förklaras utifrån ett flertal, något isärgående teoribildningar. Teorierna bygger på olika grundantaganden kring motivation, prissättning av tjänster och betydelsen av normer, och antar således olika perspektiv på VD-ersättning.

I detta avsnitt redogörs för fyra teoribildningar. Agentteorin, vilken belyser förhållandet mellan en principal och en agent är den teoretiska utgångspunkt som dominerar i diskussioner kring VD-ersättning (se bl.a. Randøy & Nielsen, 2002; Almazan, Hartzell & Starks, 2005). Även teorier som *stewardship*, *the value approach* och den brett applicerbara institutionella teorin anses kunna ge ett förklaringsvärde (se bl.a. Donaldson & Davis, 1991; Eisenhardt, 1988).

3.1. Studiens utgångspunkt

VD-ersättning är ett mångfacetterat koncept där ingen enskild teori fullständigt lyckas förklara alla dimensioner. Teorierna bygger på ett brett spektrum av kvalitativa och kvantitativa koncept, som i bildandet kräver stor förståelse för både samhällskontext, marknad, individ och bolag idag såväl som historiskt. Inom ramen för vår studie ger den dominerande forskningsteorin kring ersättning, det vill säga agentteori, ett greppbart och kvantifierbart ramverk för att undersöka VD-ersättning i Sverige.

Enligt Eisenhardt (1989) förser agentteorin forskare med ett verklighetstroget och empiriskt testbart ramverk för de problem som kan uppkomma när ägarskap och kontroll separeras. Bebchuk & Fried (2004) går så långt som att kalla agentteorin för "*the official story on executive pay*". Utöver agentteorins tillämpbarhet inom ersättningsområdet har den också tillskrivits förklaringsvärde inom områden som redovisning, marknadsföring, finans, organisationsbeteende, för att nämna några (Eisenhardt, 1989). Genom att använda samma teoretiska ramverk som många andra studier kring VD-ersättning blir denna studies resultat därför mer jämförbart. Trots att studiens empiriska modell har sin utgångspunkt i agentteori, genom hypotesbildning och val av kontrollvariabler, ämnar vi att använda ett bredare teoretiskt ramverk för att diskutera resultatet. Anledningen är, likt nämnt ovan, att agentteorin ensamt inte kan förväntas förklara ersättningen fullt ut.

3.2. Olika perspektiv på VD-ersättning

Figur 3.1. Fyra teoribildningar kring VD-ersättning

Teorier	Agentteori	Stewardship-teori	The Value Approach	Institutionell teori
Perspektiv på ersättning	Ersättning betraktas som ett redskap för att överkomma särgående intressen mellan VD och ägare	Inre motivationsfaktorer bedöms viktigare än externa faktorer såsom ersättning	Ersättning bör reflektera det förväntade marknadsvärdet av att erhålla en VD:s tjänster	Ersättning påverkas av normer och traditioner förankrade i organisationen så väl som den bredare marknadsomgivningen
Nyckelbegrepp	Likriktning av intressen, principal/agent, egenintresse, rationalitet, riskaversion, kontrakt	Ikke-finansiella motivationsfaktorer, plikt-känsla, prestation beroende av organisationsstruktur	Marknadsvärde, utbud och efterfrågan, perfekt information och mobilitet	Anpassning, legitimitet, imitation, tradition
Exempel på forskning	Jensen & Meckling (1976) Eisenhardt (1988) (1989) Bebchuck & Fried (2003)	Donaldson & Davis (1991)	Gomez-Mejia et. al (1987) Otten (2007)	Eisenhardt (1988)

3.1.1. Stewardship Theory

Utöver agentteori, finns det teoretiska utgångspunkter kring VD-ersättning som grundas i annan psykologisk och sociologisk forskning. *Stewardship*-teori menar att icke-finansiella motivationsfaktorer, så kallade inre (*intrinsic*) faktorer, primärt driver VD. De innefattar individens egna strävan mot att på ett tillfredsställande sätt utföra utmanande arbete, erhålla beröm och prestige från omgivningen samt bygga auktoritet (Herzberg, Mausner & Snyderman, 1959; citerad i Donaldson & Davis, 1991). Enligt teorin antas VD därför drivas av viljan att genomföra ett bra jobb och agera som en god förvaltare av företagets tillgångar (Donaldson & Davis, 1991). Det innebär att ersättning snarare antar en sekundär roll.

Etzioni (1975; citerad i Donaldson & Davis, 1991) menar att den upplevda ”plikten” kan medföra att VD åsidosätter intresset för egen nyttomaximering. *Stewardship* påstår därmed att det inte nödvändigtvis finns ett problem i motivationen hos ledande befattningshavare att agera i aktieägarnas intresse, eftersom det som motiverar dem snarare handlar om personligt upplevda värden. Däremot erkänner *stewardship* existensen och inflytandet av yttre motivationsfaktorer såsom lön. Teorin menar att likriktningen av VD:s och aktieägares intressen påverkas av till vilken utsträckning VD upplever att framtida ersättning beror av nuvarande arbetsgivare, vilket anses hålla även ifall VD själv inte är aktieägare i företaget (Silverman 1970; citerad i Donaldson & Davis 1991).

VD:s prestation hänförs inom *stewardship* snarare till de kringliggande strukturella faktorerna som gör att denne kan förverkliga sin ambition, till exempel om bolagets organisationsstruktur underlättar för VD att formulera och implementera initiativ för att maximera bolagets prestation. (Donaldson & Davis, 1991).

3.1.2. The Value Approach

The value approach, vilken grundar sig i ekonomiska teorier om utbud och efterfrågan, betraktar VD-ersättning som en reflektion av marknadsvärdet av vad dennes tjänster kan förväntas uppgå till (Ottens, 2007). Inom ramen för denna teoribildning, enligt Ottens (2007) definition, finner man bland annat teorier om marginalproduktivitet, humankapital och alternativkostnad som alla talar för att VD-ersättning ska uppgå till ett marknadsmässigt värde.

Enligt marginalproduktivitetsteorin nås den övre gränsen av vad ett företag är villigt att betala i kompensation till VD av dennes marginalomsättningsprodukt. Denna kan beräknas som företagets observerade prestation under VD:s ledning minus den prestation som förväntas ha uppnåtts ifall den näst bästa VD:n hade anställts, plus kostnaden av att anställa den näst bästa VD-kandidaten. Ersättningens lägre gräns uppgår till vad VD skulle erhålla genom att acceptera det näst bästa anställningserbjudandet. Den lägre och övre gränsen konvergerar under förhållanden såsom perfekt information och mobilitet på arbetsmarknaden, vilket resulterar i att ersättningen antar en nivå som är likvärdig VD:s marginalomsättningsprodukt. (Gomez-Mejia, Tosi & Hinkin, 1987). Teorin om alternativkostnad menar, likt marginalproduktivitetsteorin, att möjligheten att anställa och bibehålla en VD kräver att ersättningen uppgår till åtminstone det belopp som hade betalats ut till den näst bästa VD-kandidaten (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997).

Ottens (2007) sammanfattar tidigare litteratur om humankapitalteori, vilken påstår att ju mer kunskap och färdigheter som en VD har, desto större är dennes humankapital. Ett större humankapital innebär att personen är bättre lämpad för att genomföra sitt jobb och därav också bör erhålla en högre ersättning.

3.1.3. Institutionell teori

Nyckelidén bakom institutionalisering i den teoretiska meningen, inte att förväxla med uppsatsens centrala ägargrupp institutioner, är att organisationers handlande är en konsekvens av ett över tid utvecklat sätt att agera. Institutionell litteratur understryker att bolagens struktur och processer tenderar att bli isomorfiska, det vill säga, att de konvergerar mot en marknadsnorm. Människan ses snarare som en legitimitetssökande tillfredsställare än en rationell och självisk nyttomaximerare. (Eisenhardt, 1988).

Till skillnad från agentteori och *stewardship*-teori menar institutionell teori, i viss likhet med *the value approach* (i det hänseendet att ersättningen bör vara marknadsmässig), att industrinormer spelar en stor roll i utformningen av ersättningskontrakt. Faktorer som traditioner, normer samt management-trender inverkar enligt teorin på kontraktsförhandlingen. När kontrakten väl är formulerade på basis av ovan nämnda faktorer, är kontrakten svåra att påverka nämnvärt eftersom faktorerna är rotade i företagskulturen. (Eisenhardt, 1988).

Enligt institutionell teori uppkommer utformningen av organisatoriska verktyg, såsom VD:s ersättningskontrakt, ur mimetiska influenser från jämförbara parter (*eng. peers*) samt bolags- och marknadstraditioner. Centralt i teorin är därför bolagets strävan mot legitimitet som uppnås genom att följa de "accepterade" normerna på marknaden. En sådan legitimitet inger en bild av en ansvarstagande ledning, tillfredsställer externa intressenter och undviker potentiell negativ publicitet. (Eisenhardt, 1988).

3.1.4. Agentteori

Separationen mellan ägarskap och kontroll innebär att befattningshavare i företag till viss del har diskretion gällande bolagsstyrning (Berle & Means, 1932; citerade i Bebchuck & Fried, 2003). Med detta som grund formulerade Jensen & Meckling (1976) agentteorin, vilken presenterar det problem som uppstår i situationer där en principal anförtror en agent ett uppdrag och där principalen har en begränsad möjlighet att kontrollera agentens agerande.

Gomez-Mejia & Wiseman (1997) summerar tre grundläggande antaganden kring den förenklade agentmodellen; (1) agenten är riskavert, (2) agenten handlar i eget intresse och (3) agentens intresse är inte likriktat med principalens. Relationen mellan agent och principal kan beskrivas utifrån två fall. I det första fallet råder inga informationsasymmetrier, vilket innebär att principalen har full insikt i agentens handlande. Att förse agenten med incitament är därför inte nödvändigt och hade snarare ineffektivt skiftat över risk på en riskavert agent. I det andra fallet råder däremot informationsasymmetrier, där principalen inte alltid är medveten om när agenten avviker från vad som är i principalens intresse. Baserat på teorins grundantagande om den själviske agenten är därför incitament och kontrakt ett sätt att bemöta agentprincipal-problematiken. (Gomez-Mejia & Wiseman; 1997).

Jensen & Meckling (1976) menar dock att det är nästintill omöjligt att försäkra sig om att agenten handlar i linje med principalens intresse utan att det uppkommer agentkostnader. Agentkostnader definieras som summan av (1) principalens kostnader för att övervaka agentens handlande (exempelvis genom att införa budgetrestriktioner, verksamhetsregler och ersättningspolicys), (2) plikter i agentens kontrakt som begränsar agentens aktivitet och (3) den förlust som orsakas av en eventuell diskrepans mellan agentens beslut, och det beslut som skulle ha maximerat värdet för principalen.

Agentproblematiken kan mer djupgående studeras utifrån två perspektiv; optimal kontraktsteori samt ledningsmaktsteori. Optimal kontraktsteori är bland ekonomer den utgångspunkt som dominerat i studier kring VD-kompensation (Bebchuck & Fried, 2003). Ett optimalt kontrakt utsätter VD för samma risk som aktieägare genom att förse denne med incitament kopplat till bolagets prestation. Därigenom riktas VD:s finansiella intressen samman med övriga aktieägares (Jensen & Meckling, 1976). Det optimala kontraktet utformas på det sätt som bäst överkommer den *trade-off* som råder mellan kostnad att övervaka VD:s

agerande och kostnaden för att förse VD med incitament (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997). Ersättningskontraktet utgör därigenom ett redskap för att lindra agentproblematiken.

Bebchuck & Fried (2003), som kartlägger landskapet kring ersättning till ledande befattningshavare med utgångspunkt i agentteorin, utvecklar ett andra perspektiv som de benämner ledningsmaktsteori. Grenen berör den relativa maktbalansen mellan principal och agent och menar att ersättningen är ett resultat av detta maktförhållande (Ottén, 2007). På grund av separationen mellan ägarskap och kontroll befinner sig ledande befattningshavare i en position som naturligt förser dem med en viss handlingsfrihet, vilken kan användas för att påverka den egna ersättningen. Enligt optimal kontraktsteori anses denna grad av handlingsfrihet begränsas eller helt och hållet uteslutas genom att upprätta ett kontrakt med incitament som får VD att agera i linje med aktieägarnas intressen. Ledningsmaktsteori, å andra sidan, menar att ersättningskontraktet i sig är utsatt för agentproblematik (Bebchuck & Fried, 2003). Handlingsmakten, som ersättningskontraktet ämnar styra, kan enligt denna teoretiska gren användas för att påverka kontraktets utformning genom exempelvis VD:s påtryckningar eller relation till styrelsen (Ottén, 2007). Däremot är denna metaproblematik i högre utsträckning direkt tillämplig i kontexter där VD till exempel har möjlighet att sitta som styrelseordförande, vilket är fallet i anglosaxisk bolagsstyrning.

3.1.5. Problematisering av agentteorin

Nyberg, Fulmer, Gerhart & Carpenter (2010) sammanfattar baserat på tidigare forskning av bland annat Holmström (1979) att det finns en underliggande problematik i resonemanget bakom optimal kontraktsteori. Inledningsvis riskerar nya kostnader, hänförliga till det *trade-off* förhållande nämnt ovan, att uppkomma till följd av att risk skiftas över till agenten genom ersättningskontraktet. Det baseras på att en högre osäkerhet kring ersättningens utkomst ofta medför en högre total ersättning som kompensation för den ökade riskexponeringen. Vidare försöker ersättningskontraktet styra och förutse riskbeteende genom explicit koppling till olika finansiella instrument och prestationsmått på bolagsnivå, vilket kan få oönskade konsekvenser på riskbeteendet hos agenten. Till exempel kan optioner som incitament snarare skapa ett för aktieägarna ofördelaktigt riskbeteende, eftersom optioner som instrument har en stor uppsida men en begränsad förlust. Detta kan VD tänkas utnyttja för att kortsiktigt maximera aktievärdet vid optionens exercis. Slutligen kan ett optimalt ersättningskontrakt, i det hänseende teorin förespråkar, i praktiken vara svårt att uppnå eftersom det inte går att helt kompensera för prestationsfaktorer bortom VD:s kontroll, såsom makroekonomiska cykler och geopolitiska händelser. (Nyberg et al., 2010).

Ottén (2007) anser att optimal kontraktsteori försummar bland annat det symboliska värdet VD-ersättning kan representera och det sammanhang under vilket ersättningskontrakten utformas. Han avslutar sin kritiska utvärdering av ersättningsteorier med att forskningen, i kontrast till optimal kontraktsteori som tidigare har dominerat, verkar vara på väg mot ett perspektiv på ersättning som ser denna som en utkomst

av de normer som råder kring utformandet av ersättningskontrakt, vilka ligger inbäddade i bolagsstyrningsarrangemang som i sin tur kan påverkas av den handlingsfrihet som en VD kan anses ha inom en organisation.

Trots det faktum att agentteorin har mottagit kritik ämnar studien ändå att tillämpa ramverket som utgångspunkt för hypotesgenerering. Vi menar att ersättningskontrakt som kontinuerligt förespråkar bolagsstyrningsbeslut av VD som gynnar aktieavkastningen bör mildra den problematik som uppkommer när kontroll och ägarskap är separata. Utifrån ovan resonemang bör det ligga i aktieägarens intresse att använda ersättningskontraktet som redskap för att säkerställa att VD handlar i dennes intresse.

4. Hypotesformulering och operationalisering

4.1. Hypotesgenerering

Teori och tidigare forskningsresultat tyder på att det finns många variabler som kan inverka på VD-ersättning. Med utgångspunkt i agentteori presenteras i följande avsnitt ett resonemang kring vilka faktorer som kan tänkas ha ett samband med VD-ersättningen och därmed bidra till att förklara ersättningens nivå och komposition. Dessa faktorer kommer att ligga till grund för studiens ekonometriska modell och de hypoteser som ämnas att testas genom regressionsanalys. Genom att inkludera kontrollvariabler kan vi i större mån isolera vilken inverkan det institutionella ägandet har på VD-ersättningens nivå och komposition.

4.1.1. *Det institutionella ägandets inverkan*

I och med att institutionernas innehav på en aggregerad nivå är stort kan institutionerna, ifall de arbetar tillsammans, utöva ett signifikant inflytande över VD-kompensation. Genom att agera som grupp blir också agentkostnaderna i form av övervaknings- och styrningskostnader lägre. I enlighet med agentteorin där institutionerna antar rollen som principal med ett intresse om att maximera sitt eget innehav, förväntar vi oss att institutionerna antar en mer aktiv roll i bolagsstyrningsfrågor, och däribland inverkar på ersättningskontrakt till VD.

David, Kochar & Levitaz (1998) finner ett negativt samband mellan VD-ersättning och institutioner som har ett rent investeringsmässigt förhållande, snarare än affärsmässigt, med sina investeringsobjekt. Ett affärsmässigt förhållande å andra sidan, där institutionen i större grad anses vara beroende av investeringsobjektet på grund av verksamhetsrelaterade skäl, inverkar snarare positivt på nivån av VD-ersättning. Ett flertal forskare menar dock (se bl.a. Hartzell & Starks, 2003; Ozkan, 2007) att koncentrationen av institutionella ägare som grupp har en negativ påverkan på nivån av total VD-ersättning. Ett negativt samband talar för att institutionerna tar en mer aktiv roll i övervakandet av VD och således i utformandet av ersättningskontrakt.

Enligt agentteorin kan agentproblematik överkommas genom att länka en del av VD-ersättningen till företagsprestation, där VD erhåller större belöning ju bättre företaget presterar. Eftersom VD anses drivas av finansiell kompensation och ägarna av maximerad avkastning, skapas därigenom en likriktning av intressen. Därför bör rörlig prestationsbaserad kompensation ingå i ett optimalt ersättningskontrakt. Den prestationsbaserade ersättningen, som kan utgå i form av kortsiktiga eller långsiktiga incitament, minskar en del av de övervakningskostnader som sannolikt är betydande i en diversifierad portfölj.

Vidare presenterar en relativt aktuell studie genomförd av Nyberg et al. (2010) ett betydande positivt samband mellan VD:s aktieinnehav och ägarnas avkastning, vilket implicerar att ersättningskontrakt med högre emfas på att involvera VD som aktieägare (principal) än anställd (agent) medför en högre avkastning för aktieägarna. Att förse VD med en större andel långsiktig rörlig ersättning fungerar som ett "billigt" redskap för institutionerna att övervaka VD. Därav förväntar vi oss att det institutionella ägandet har en positiv inverkan på andel långsiktig rörlig ersättning.

VD kan å andra sidan föredra en lägre andel långsiktig rörlig ersättning eftersom VD enbart erhåller sin belöning ifall bolagets prestation förbättras, vilken kan influeras av faktorer bortom ledningens kontroll i form av bland annat konjunkturcykler och förändrad efterfrågan. VD-ersättning kan därav ses som utkomsten av en politisk maktkamp mellan VD, som vill erhålla en så hög kompensation som möjligt och ägarna, som vill begränsa nivån på ersättningen och öka andelen prestationsanknuten ersättning. Hur väl ägarna lyckas påverka beslut kring VD-ersättning beror helt enkelt på vilken makt de kan utöva över VD (David, Kochar & Levitaz, 1998). Det ökade inflytandet som institutionerna får i takt med högre närvaro på kapitalmarknaden och övergången mot en mer aktiv ägarroll bör innebära att de influerar både nivå och komposition av VD-ersättningen.

4.1.2. Kontrollvariabler

Att det föreligger en korrelation mellan VD-ersättning och storlek på företaget är inte särskilt förvånande. Inom forskningen diskuteras att komplexiteten av VD:s arbete ökar i samband med att organisationen blir större och att ersättningen således bör spegla den ökade graden av komplexitet (Agarwal, 1981; citerad i Gomez-Mejia, Tosi & Hinkin, 1987). Tosi, Werner, Katz & Gomez-Mejia (2000) finner att upp till 40% av variationen i VD-ersättning kan förklaras av företagsstorlek. Vi anser därför att företagsstorlek är en viktig faktor att ta i beaktning. Då vi förväntar oss ett starkt positivt samband inkluderar vi företagsstorlek som en kontrollvariabel i vår regressionsmodell.

En annan variabel som kan tänkas ha ett inflytande på VD-ersättning är företagsprestation. Som tidigare nämnts föreslås, i enlighet med optimal kontraktsteori, incitamentsprogram som en lösning på agentproblematiken. Enligt teorin innebär det att VD arbetar i linje med vad som maximerar företagets värde. Om ersättning till VD då kopplas samman med aktieägaravkastning, ofta benämnt *pay-for-performance*, kan ett positivt samband rimligtvis förväntas råda mellan ersättning och företagsprestation. Det bekräftas av bland andra Gomez-Mejia, Tosi & Hinkin (1987).

Randøy & Nielsen (2002), som undersöker VD-ersättning bland svenska och norska företag, finner en svag men positiv korrelation mellan avkastning på eget kapital och VD-ersättning. Utiifrån agentteorin kan en svag länk mellan ersättning och företagsprestation förklaras genom bristfälligt utformade incitament. Däremot menar bland andra Gomez-Mejia, Tosi & Hinkin (1987) att forskningen kring VD-ersättning,

efter att ha kontrollerat för företagsstorlek, inte kan påvisa en sådan stark eller konsistent relation mellan VD-ersättning och företagsprestation som teorin förespråkar. Trots tvetydiga forskningsresultat kring korrelationen mellan företagsprestation och VD-ersättning utgår denna studie från att det bör råda ett positivt förhållande mellan de två i enlighet med agentteorins resonemang kring *pay-for-performance*. Därav inkluderar vi företagsprestation som kontrollvariabel.

Utländska ägare kontrollerar en betydande del av kapitalet på Stockholmsbörsen idag (Nachemson-Ekwall, 2017). Däremot kan de anses ha en sämre möjlighet att ta en aktiv ägarroll på grund av faktorer som bristande förståelse för den svenska bolagsstyrningsmodellen och språkbarriärer (Ehne, 2014; citerad i Nachemson-Ekwall, 2017). En sämre möjlighet att ta ställning i bolagsstyrningsfrågor behöver inte nödvändigtvis betyda att de inte gör det. Eftersom VD-ersättningskontrakt, sett till nivå och struktur, kan skilja avsevärt mellan länder kan det tänkas att graden av utländskt ägande påverkar. Vi väljer därför att inkludera detta som kontrollvariabel för att testa eventuell inverkan.

Samtliga hittills definierade kontrollvariabler berör externa faktorerers påverkan på VD:s ersättningskontrakt. Däremot talar till exempel humankapitalteori för att VD:s personliga karaktäristika kan vara av betydelse. McKnight, Tomkins, Weir & Hobson (2000) menar bland annat att VD:s ålder inverkar positivt på lönenivå och andelen rörlig ersättning upp till en viss ålder. Ett annat forskningsområde undersöker huruvida VD:s kön kan bidra till att prediktera lönenivå. Bertrand & Hallock (2001) understryker att löneskillnader på grund av kön till stor del är hänförligt till det faktum att kvinnliga VD:ar i större utsträckning förekommer i mindre bolag, men menar ändå att ett visst samband föreligger även efter att ha kontrollerat för företagsstorlek. Med anledning av ovan inkluderar vi även VD:s ålder och kön som kontrollvariabler.

I bolag där aktiva ägare saknas följer VD-ersättning med större sannolikhet branschtendenser. En anledning till detta menar Hambrick & Finkelstein (1995) kan vara att en sådan ersättningsnivå och komposition kräver minst motivering av VD när det gäller löneanspråk, eftersom den är att bedöma som marknadsmässig. Finns det däremot aktiva ägare menar Hambrick & Finkelstein (1995) att man inte ignorerar branschnormen, men att man inte heller förlitar sig på att det är den optimala ersättningen. För att kontrollera för eventuella variationer i ersättning mellan industrier inkluderar vi ytterligare en variabel i regressionsmodellen. Att VD-ersättning kan skilja sig mellan industrier har även tagits i beaktning i tidigare forskningsstudier (se bl.a. Almazan, Hartzell & Starks, 2005).

Slutligen är svenska institutioner ofta representerade i valberedningar (Nachemson-Ekwall, 2017). I och med att det är valberedningens uppgift att nominera styrelsemedlemmar, vilka i sin tur utformar och föreslår ersättningskontrakt, skulle det eventuellt kunna finnas ett samband mellan ersättning och institutionell representation i valberedningen. För att testa om ett samband föreligger lyfter vi in

institutionell representation i valberedningen som en variabel, där vi förväntar oss att VD-ersättningen antar en lägre nivå och en högre andel rörliga komponenter ifall det finns en institution representerad.

4.1.3. Hypoteser

Huruvida graden av institutionellt ägande inverkar på VD-ersättning bland svenska börsnoterade företag är studiens primära syfte att undersöka. Det institutionella ägandet utgör därav den oberoende variabeln som vi i högst grad är intresserade av. Som tidigare påpekats är VD-ersättning något som har kunnat förklaras av en rad olika variabler. Resonemanget ovan har resulterat i att ett antal förklarande variabler inkluderats i studiens ekonometriska modell, för att i större mån kunna isolera det institutionella ägandets inverkan på VD-ersättning. Beträffande nivån på VD-ersättning formulerar vi följande hypotes:

Hypotes 1: En högre grad av institutionellt ägande har en negativ inverkan på nivån av total VD-ersättning, efter att ha kontrollerat för andra förklaringsvariabler

Utifrån diskussionen ovan kring institutionernas framväxande roll som aktiva, övervakande ägare samt agentteorins förespråkande av att länka ersättning och bolagsprestation blir det vidare intressant att undersöka institutionernas inverkan på andelen total rörlig ersättning. Utöver den totala rörliga andelen är det utifrån agentteorins lösning på långsiktigt likriktade intressen mellan agent och principal särskilt intressant att testa institutionernas inverkan på andelen långsiktig rörlig ersättning. Vi formulerar därför följande hypoteser:

Hypotes 2a: En högre grad av institutionellt ägande har en positiv inverkan på andelen total rörlig VD-ersättning, efter att ha kontrollerat för andra förklaringsvariabler

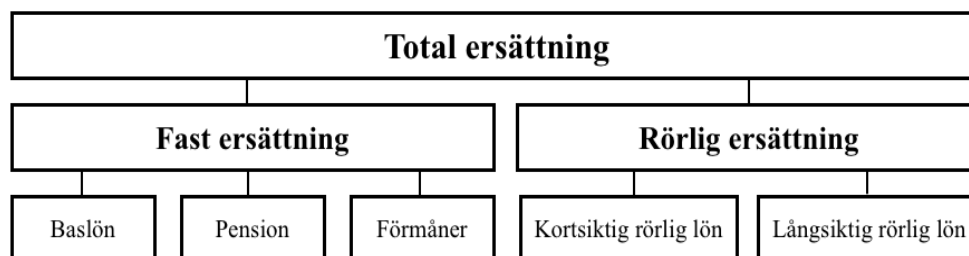
Hypotes 2b: En högre grad av institutionellt ägande har en positiv inverkan på andelen långsiktig rörlig VD-ersättning, efter att ha kontrollerat för andra förklaringsvariabler

4.2. Operationalisering

4.2.1. Beroende variabler

VD-ersättning består i regel av ett antal komponenter, där strukturen varken är explicit reglerad enligt lagrum eller normgivning. Även om viss reglering finns, inom till exempel finanssektorn kring rörlig ersättning, har en generell ersättningsstruktur snarare vuxit fram på marknaden. Med anledning av detta tillämpar börsnoterade bolag generellt samma lönestruktur, med undantag för just de rörliga delarna vilka kan skilja sig mellan marknader och sektorer. (Novare Pay Consulting, 2017)

Figur 4.1. Generell struktur för VD-ersättning



Fast ersättning definieras som summan av baslön, pension och förmåner. Baslön, också benämnt som grundlön, är den fasta ersättningen som betalas ut månadsvis till den anställda (Novare Pay Consulting, 2017). Baslönen sätts utifrån ett antal faktorer såsom befattning, kvalifikation och individuell prestation (Atlas Copco, 2018). Dessa faktorer kommer i denna studie inte att analyseras närmare på grund av studiens begränsade omfång.

Rörlig ersättning definieras som summan av kortsiktig och långsiktig rörlig ersättning. Kortsiktig rörlig ersättning, också kallat årlig bonus, betalas ut kontant till VD baserat på hur denne har presterat under året. Syftet med ersättningen är att skapa incitament för goda resultat på kort sikt. Prestation mäts ofta utifrån kriterier som försäljning, vinst eller rörelsemarginal. (Novare Pay Consulting, 2017).

Långsiktig rörlig ersättning utgår generellt i form av aktier, optioner eller syntetiska aktier genom incitaments-program som är godkända av bolagsstämman. Vanligtvis överläts dessa till VD ifall vissa prestationsmått har uppnåtts. Den långsiktiga prestationen mäts utifrån ett antal fördefinierade kriterier såsom exempelvis *Total Shareholder Return* (Ozkan, 2007). Långsiktig rörlig ersättning baseras på en längre prestationsperiod och uppgår vanligen till 3 år. Redovisat värde är nuvärdet av den ackumulerade långsiktiga rörliga lönen, där värderingen av finansiella instrument enligt praxis görs i linje med Black-Scholes modell³.

Total VD-ersättning definieras i uppsatsen som summan av fast ersättning och rörlig ersättning hänförliga till år 2016. Då studien exkluderar de bolag som har bytt VD under 2016 påträffas inte problematiken att VD-ersättningen kan innehålla startersättning eller avgångsvederlag.

Total VD-ersättning, sett till nivå, utgör studiens primära beroende variabel. Genom vår ekonometriska modell ämnar vi testa hur väl de oberoende variablerna kan förklara variationen i total VD-ersättning mellan företag. I studien används den naturliga logaritmen för total VD-ersättning eftersom variabeln inte är normalfördelad. En normalfördelning är betydelsefull inom statistik eftersom den kan användas för att approximera fördelningen av en variabel och därigenom göra det möjligt att beskriva företeelser och

³ Se Black, F. & Scholes, M. (1970). The Pricing of Options and Corporate Liabilities.

samband i ett dataset (Newbold, Carlson & Thorne, 2013)⁴. En logaritmering av total VD-ersättning är i enlighet med forskning genomförd av Randøy & Nielsen (2002), som undersöker relationen mellan företagsprestation, bolagsstyrningsarrangemang och VD-kompensation bland svenska och norska företag, och Core, Holthausen & Larcker (1999) som undersöker samma sak bland amerikanska börsnoterade bolag.

Studien omfattar ytterligare två beroende variabler hänförliga till VD-ersättning. Den ena avser andelen rörlig lön i förhållande till total VD-ersättning, och den andra avser andelen långsiktig rörlig lön. Huruvida det institutionella ägandet, efter att ha kontrollerat för andra förklarande variabler, inverkar på samtliga beroende variabler är studiens huvudsakliga syfte att undersöka.

Eftersom baslön fastställs inför nästkommande räkenskapsår, men rörliga komponenters utfall beror av aktuellt räkenskapsår, har data för oberoende variabler anpassats till detta. Institutionellt innehav, utländskt ägande, VD-ålder, branschskillnader och institutionell representation i valberedning är samtliga hämtade per 2015-12-31 eftersom det är den tidpunkt som för urvalsgruppen sammantaget lämpligast kan beskriva förhållandena vid formulering av ersättningskontraktet. Rörlig ersättning beror av företagets finansiella prestation under året och hämtas därmed för år 2016.

4.2.2. Oberoende variabler

4.2.2.1. Institutionellt ägande

Institutioner individuellt kan ha små innehav i företag, men på en aggregerad nivå blir det tillräckligt stort för att förse institutionerna med inflytande över ledningen (Davis & Thompson, 1994; citerad i David, Kochar & Levitaz, 1998). För att mäta det institutionella ägandets inverkan på ersättningen använder vi ett mått på det totala institutionella innehavet i respektive bolag, i linje med Bratten & Xue (2017) som undersöker hur institutionellt ägande inverkar på aktiegrundade incitament för VD. Variabeln avser i studien de 18 största svenska institutionernas innehav (se också avsnitt 1.4).

Det institutionella innehavet i studien avser institutionernas röstandelar i bolagen. En tillämpning av röstandelar, snarare än kapitalandelar, anses ge en mer rättvisande bild av hur koncentrationen av institutionellt ägande inverkar på VD-ersättningen eftersom det är röstmakt som avgör vilket inflytande ägaren har i beslut kring kompensationskontrakt.

4.2.2.2. Företagsstorlek

Randøy & Nielsen (2002) menar att storlek på företag skiljer sig från industri till industri, från olika positioner inom en och samma industri, och beroende på vilken fas i livscykeln som företaget befinner sig i. Därav använder de sig av börsvärde som ett mått för företagsstorlek snarare än omsättning eller equity-

⁴ För mer om normalfördelning, se Newbold, Carlson & Thorne (2013), s. 186–197.

to-assets. I likhet med Randøy & Nielsen (2002) kommer företagsstorlek i denna studie att beräknas som den naturliga logaritmen av börsvärdet för att erhålla ett normalfördelat dataset.

4.2.2.3. Företagets finansiella prestation

För att mäta företagets finansiella prestation kan redovisningsbaserade mått, marknadsbaserade mått eller en kombination av de båda användas. Däremot har ingen entydig slutsats nåtts i litteraturen kring vilket mått som är bäst lämpat för att förklara variationen av VD-ersättning, vilket också bekräftas av Pukthuanthong, Talmor & Wallace (2004) som finner att de två måtten spelar en liknande roll.

I denna studie används avkastning på eget kapital (ROE) för år 2016, vilket visar bolagets lönsamhet utifrån aktieägarnas perspektiv. ROE beräknas som företagets vinst dividerat med eget kapital och är det enda redovisningsbaserade mått som är jämförbart mellan företag av olika karaktär. Exempelvis hade mått som avkastning på tillgångar (ROA) blivit missvisande eftersom studiens urval bland annat inkluderar banker som normalt har oproportionerligt stora balansräkningar. (Malmqvist, 2018)

4.2.2.4. Utländskt ägande

Variabeln utländskt ägande avser andelen aktier i bolaget som innehas av ägare utanför Sverige. Ett mått på aggregerat utländskt ägande torde ge en indikation på vilken roll de tar i svensk bolagsstyrning, i vårt fall i beslut kring VD:s ersättningskontrakt. Bedömningen gjordes att detta på ett övergripande plan ger en bild av det utländska ägandets förklaringsvärde. Möjligen skulle en närmare undersökning och kategorisering av ägargruppen kunna ge en tydligare uppfattning kring utländska ägares påverkan, men eftersom detta inte är studiens primära fokus lämnas detta till vidare forskning att utreda.

4.2.2.5. VD:s personliga karaktäristika

Variablerna som avser att mäta inverkan av VD:s personliga karaktäristika på ersättningsnivå och komposition är VD:s ålder samt kön. Variabeln för kön är hanterad som en dummyvariabel, där kvinna anges värdet 1⁵. Möjligen skulle ytterligare variabler avseende VD:s personliga profil kunna inkluderas i den statistiska modellen, men bedömningen gjordes att ålder och kön på ett övergripande plan kan indikera huruvida variabler av den här typen har ett förklaringsvärde.

4.2.2.6. Branschskillnader

För att ta hänsyn till eventuella branschskillnader inför vi dummyvariabler för tolv branscher; industri, telekom & media, hälsovård, finans, råvaror, handel & varor, tjänster, informationsteknik, material, energi

⁵ En dummyvariabel är en egenskapsvariabel som kan anta två möjliga värden: 0 och 1. Variabeln antar värdet 1 när observationen innehar egenskapen man är intresserad av, och 0 annars.

& miljö, fastigheter och sällanköp. Med tolv sektorer skapas elva dummyvariabler, där industri utgör basbranschen.

4.2.2.7. Institutionell representation i valberedning

I de fall en institution sitter representerad i valberedningen kan en större möjlighet att påverka beslut kring VD-ersättning förväntas. Detta eftersom valberedningen utser styrelsen som i sin tur bestämmer riktlinjer kring ersättning till VD.

Studien testar ett eventuellt samband mellan VD-ersättning och institutionell representation i valberedningen genom att införa en dummyvariabel. Dummyn antar värdet 1 ifall en institution sitter representerad i valberedningen, annars 0. Ingen hänsyn har tagits till vilken institution som sitter representerad eller hur deras aktieinnehav ser ut för bolaget i fråga. Ingen beaktning har heller tagits för valberedningens andra medlemmar.

4.2.3. Variabelsammanfattning

Tabell 4.1. Beroende variabler

Beroende variabler	Definition
LN Total VD-lön	Den naturliga logaritmen av summan av baslön, förmåner, pension, kortsiktig- samt långsiktig rörlig lön hänförligt till år 2016
Andel total rörlig lön	Summa av kortsiktig- och långsiktig rörlig lön som andel av total VD-ersättning hänförligt till år 2016
Andel långsiktig rörlig lön	Långsiktig rörlig lön som andel av total VD-ersättning hänförligt till år 2016

Tabell 4.2. Oberoende variabler

Oberoende variabler	Definition	Förväntad inverkan på VD-ersättning
Institutionellt ägande	Summan av institutionernas innehav, sett till röstandelar, i bolaget som andel av det totala innehavet per 2015-12-31	För H1: – För H2: +
Logaritmerat börsvärde	Den naturliga logaritmen av börsvärde per 2015-12-31	+
Avkastning på eget kapital (ROE)	Vinst dividerat med eget kapital år 2016	+
Utländskt ägande	Aktieägare med annan hemvist än Sverige som andel av det totala antagandet ägare per 2015-12-31	+
VD-ålder	Ålder på VD 2015	+
Kön (dummy)	Antar värdet 1 ifall VD är man, 0 för kvinna	n/a
Branschskillnader (dummy)	Antar värdet 1 ifall bolaget tillhör den angivna branschen, annars 0	n/a
Institution i valberedning (dummy)	Antar värdet 1 ifall en institution finns representerad i valberedningen, annars 0	n/a

5. Metod och data

Med grund i ett deduktivt angreppssätt, vilket innebär att teori är överordnat empiri, ämnar studien undersöka hur graden av institutionellt ägande inverkar på VD-ersättning i svenska börsnoterade företag. Med stöd i teori och tidigare forskningsresultat har tre hypoteser formulerats vilka kommer att testas genom kvantitativ metod.

5.1. Forskningsansats

Kvantitativ forskning är en forskningsstrategi med betoning på kvantifiering av empiri, både vid insamlandet och analys av data, vilken grundas i en objektivistisk ontologisk position. Det innebär att frågeställningen angrips utifrån ett synsätt som ser verkligheten som en extern, objektiv verklighet bestående av lagar och samband. Eftersom ett sådant perspektiv tillämpas kan studien anses falla inom det positivistiska forskningsparadigmet, vilket anser att forskning är till för att testa teorier och bistå med material för utveckling och formulering av lagar om verkligheten. Ett positivistiskt forskningsförfarande innebär ett sökande efter kunskap som möjliggör prediktion och kontroll. (Bryman & Bell, 2013).

Eftersom VD-ersättning är ett koncept som är direkt kvantifierbart och agentteorin, på vilken våra hypoteser grundas, ett ramverk som bygger på explicita antaganden kring människans beteende, ansågs en kvantitativ forskningsstudie vara mest lämplig. En kvantitativ metod förser oss med möjligheten att observera och estimerar graden av samband mellan koncept på ett sätt som är konsistent över tid och med annan forskning.

Studien är av deskriptiv karaktär eftersom den ämnar beskriva det eventuella förhållandet mellan VD-ersättning och institutionellt ägande. Enligt vissa forskare ligger en deskriptiv undersökning i linje med ett positivistiskt forskningsparadigm. (Bryman & Bell, 2013).

Vidare tillämpar studien en tvärsnittsbaserad forskningsdesign. En tvärsnittsdesign, vilken innebär att flera dataobservationer vid en specifik tidpunkt sammanställs till en datamängd utifrån vilken man kan upptäcka ifall eventuella samband föreligger, anses vara i linje med vad studien syftar att undersöka. (Bryman & Bell, 2013).

5.2. Forskningsmetod

5.2.1. Datakällor och urval

Studien utgår ifrån samtliga bolag som var registrerade på Stockholmsbörsens Small-, Mid- och Large-Cap-listor under 2016. Listor över bolagen hämtades från Holdings Modular Finance, tidigare SIS Ägarservice AB. Listorna inkluderade däremot inte de företag som sedan 2016 har avnoterats från börsen, trots att de vid studiens referenstidpunkt var noterade. Detta innebär att ett antal bolag adderades manuellt

till studiens sammanställda lista över företag, som då omfattade 296 företag. Vidare inkluderade listorna från Holdings Modular Finance också bolag som noterades under 2016, och eftersom studien ämnar undersöka institutionernas innehav per 2015-12-31 har dessa bolag uteslutits, vilket reducerade antalet företag till 280.

I en databas från Novare Pay Consulting hämtades information kring VD-ersättningar och VD:s personliga karaktäristika i form av ålder och kön. Löner som angetts i utländsk valuta har omräknats till SEK enligt 2016-års genomsnittliga växelkurser⁶. De bolag som bytte VD under 2016 har exkluderats ur studien vilket reducerade antalet observationer till 244. För att validera informationen från Novare Pay Consulting har ett stickprov om 30 observationer genomförts där data har jämförts med vad som har redovisats kring ersättningar i respektive bolags årsredovisning. Med anledning av bristande data exkluderade vi ytterligare 9 företag ur studien, vilket resulterade i ett totalt urval om 235 observationer.

Studien utgår ifrån de 18 största svenska institutionerna som har listats av Sophie Nachemson-Ekwall⁷ i *Nordic Journal of Business* (2017). I datainsamlingen har samtliga grenar inom en och samma institution inkluderats för att därigenom erhålla en mer heltäckande bild av institutionernas aggregerade innehav. Det resulterade i att innehavet har undersökts för sammanlagt 26 institutioner (se appendix 1). Från Holdings Modular Finance databas har vi hämtat respektive institutions innehav sett till röstandelar per 2015-12-31. För att få den totala graden av institutionellt ägande per börsnoterat företag summerades de olika institutionernas innehav.

Data över utländskt ägande och branschtillhörighet har hämtats för respektive bolag från Holdings Modular Finance. Vidare erhöles information kring valberedningssammansättning från databasen, där vi per institution kontrollerade huruvida de hade en representant i valberedningen för samtliga bolag. I de fall där en institution fanns representerad angavs observationen värdet 1, annars 0.

Avkastning på eget kapital för respektive bolag erhöles från borsdata.se, vilket är en databas över nyckeltal, delårsrapporter och årsredovisningar för börsnoterade företag. Databasen är oberoende av finansiella aktörer och informationskällor. (Börsdata, 2018).

5.2.2. Karaktäristika för urvalet

Medianen för den totala VD-ersättningen uppgår i vårt urval till 6 096 250 SEK, men varierar mellan en lägsta nivå på 766 218 SEK och en högsta på 51 852 000 SEK. Medianen för kortsiktig rörlig lön uppgår till 814 000 SEK, medan genomsnittet ligger på 1 891 902 SEK. Långsiktig rörlig lön varierar stort mellan företagen i urvalet där medianen ligger på 0 SEK, vilket talar för att majoriteten av VD:ar i urvalet inte erhåller någon långsiktig ersättning (se appendix 2 för fullständig information).

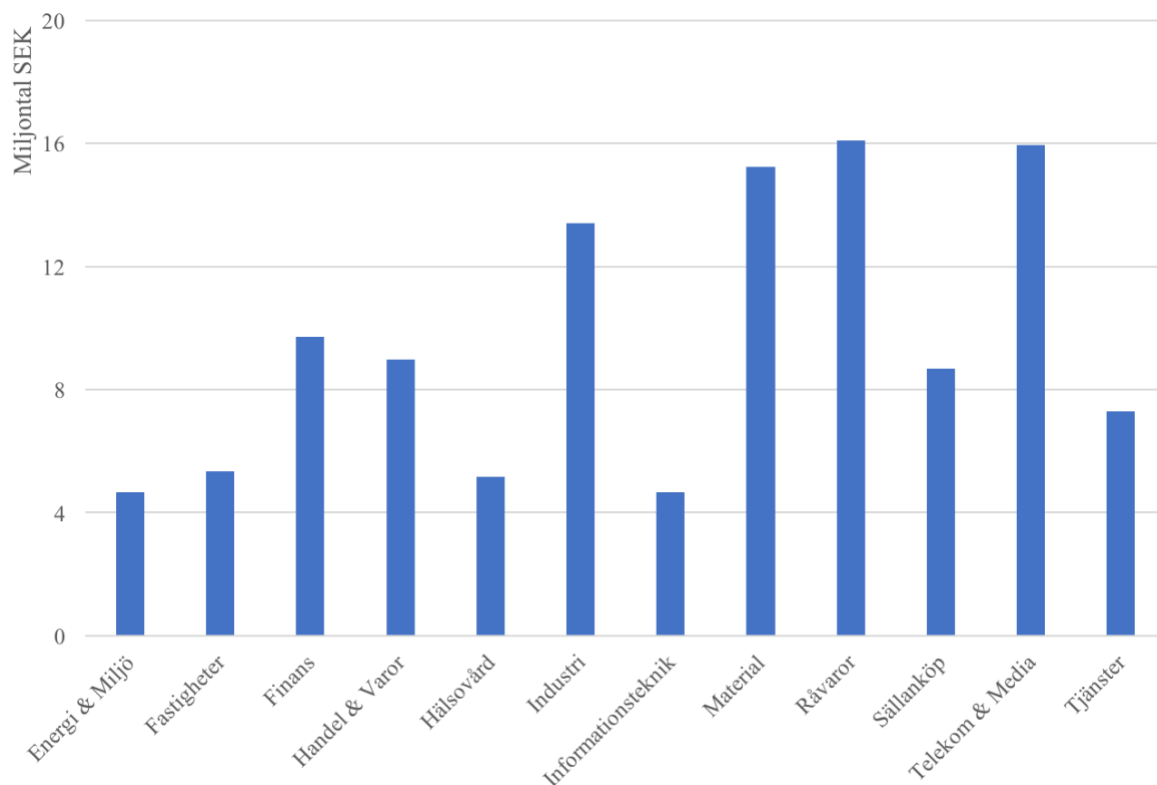
⁶ 1 USD = 8,5613 SEK; 1 EUR = 9,4704 SEK; 1 CHF = 8,6882 SEK hämtat från Riksbank.se.

⁷ Forskare på institutionella ägare och långsiktiga värdeskapande investeringar vid Handelshögskolan i Stockholm.

Det genomsnittliga börsvärdet per 2015-12-31 uppgår för urvalet till 19 892 mSEK. Medianen ligger på 3 515 mSEK. Det institutionella ägandet, sett till röstandelar, varierar i företagen mellan 0,00% och 49,55%, där medianen ligger på 11,53%. ROE antar ett genomsnittsvärde på 11,19% efter justering för extremvärden. Värt att tillägga är att spridningen i ROE är stor bland bolagen i urvalet, trots exkludering av extremvärden. Vidare uppgår genomsnittet för andelen utländskt ägande i urvalet till 25,37% och medianen till 21,00%. VD-ålder varierar mellan 35 och 71 år, där både genomsnitt och median ligger på 52 år. Avseende variabeln kön består urvalet av 12 kvinnor och 223 män.

Urvalet visar att nivån på total VD-ersättning skiljer sig åt mellan branscherna. Bland företag inom Telekom & Media, Råvaror och Material är genomsnittsnivån som högst. Den lägsta genomsnittsnivån för total VD-ersättning föreligger inom branscherna Informationsteknik och Energi & Miljö.

Tabell 5.1. Genomsnittlig total VD-ersättning per bransch



5.2.3. Statistiskt tillvägagångssätt

Genom en linjär multipel regressionsanalys enligt minsta kvadratmetoden (*eng. ordinary least squares, OLS*) ämnade vi testa de hypoteser som formulerats i avsnitt 4.1.3. Programmet SPSS Statistics användes för att estimerar en regression för vardera beroende variabel, där eventuella samband har testats på en 5%-signifikansnivå. Regressionsmodellerna har utformats genom en delvis iterativ process. Detta i och med att vi har testat oss fram med data över oberoende variabler som i linje med teori eller tidigare forskning

kan tänkas påverka de beroende variablerna. Variablerna VD-ålder och kön har exkluderats ur den slutliga modellen då de visat sig vara icke-signifikanta, vilket innebär att det inte går att dra några slutsatser kring deras inverkan⁸. Beslutet att exkludera variablerna togs med grund i att studien fokuserar på externa faktorerers inverkan på VD:s ersättningskontrakt, varvid en analys av inverkan av VD:s personliga karaktäristika lämnas till framtida studier.

Den slutliga regressionsmodellen för nivån på total VD-ersättning, vilken ämnar testa hypotes 1, kan uttryckas som:

$$\ln(\text{total VD lön}) = \beta_0 + \beta_1 * \text{Institutionellt ägande}_i + \beta_2 * \ln(\text{Börsvärde}_i) + \beta_3 * \text{ROE}_i + \beta_4 * \text{Utländskt ägande}_i + \beta_5 * \text{Branschskillnader}_i + \beta_6 * \text{Institution valberedning}_i + \varepsilon_i$$

Regressionsmodell 2, där den beroende variabeln avser andelen total rörlig ersättning, inkluderar samma kontrollvariabler som ovan med undantag för branschdummys. Eftersom den beroende variabeln mäts i andelar, där observationerna kan anta värden mellan 0% och 100%, förväntas företagens branschtillhörighet ha ett mindre förklaringsvärde⁹. Regressionsmodell 2 inkluderar de observationer för vilka andelen total rörlig ersättning är större än 0, vilket gäller för 151 företag.

Regressionsmodell 3, avseende andelen långsiktig rörlig ersättning, inkluderar samma kontrollvariabler som modell 2. Enbart de observationer där andelen översteg värdet 0, vilket gäller för 50 företag, har inkluderats i regressionen. I och med att datasetet är förhållandevis litet visar modellskattningen inget tolkningsbart samband och resultatet från regressionen anses därmed inte bidra till studiens syfte och diskussion. Således kommer inga resultat att presenteras för regressionsmodell 3.

En multipel regressionsanalys är enbart lämplig att genomföra ifall den data som används möter de antaganden som krävs för att regressionen ska ge ett giltigt resultat (Newbold, Carlson & Thorne, 2013). Om antagandena möts kan estimaten anses vara väntevärdesriktiga (*eng. unbiased*) och effektiva (*eng. efficient*). Detta innebär att estimaten i genomsnitt är likvärdiga med deras sanna värden och att de riktiga värdena kan estimeras med den lägsta möjliga graden av osäkerhet (Gujarati, 2015).

Regressionsmodell 1 och 2 uppfyller de antaganden som anses vara nödvändiga för att på ett korrekt sätt kunna tolka resultatet. En kort redogörelse av modellantagandena presenteras nedan. För tydligare redovisning av antaganden och tester, se appendix 3.

⁸ En anledning till könets icke-signifikans kan tänkas bero på att urvalet för gruppen kvinnor är väldigt litet (12) jämfört med män (223) vilket försvårar generella slutsatser om vilken inverkan kön har på VD-ersättning.

⁹ Inledande regressionsanalyser påvisade att branschtillhörighet inte bidrog nämnvärt till modellens förklaringsvärde.

5.2.3.1. Normalfördelade feltermmer

Eftersom studien inkluderar hypotestester tillkommer antagandet att feltermerna är normalfördelade (och har medelvärdet noll) vilket innebär att feltermerna mycket ofta antar ett värde nära genomsnittet och väldigt sällan ett värde som avviker stort från genomsnittet. Med Jarque-Beras test kan vi undersöka om feltermerna följer en normalfördelning eller inte¹⁰. (Newbold, Carlson & Thorne, 2013).

En deskriptiv analys av feltermerna för respektive regressionsmodell visar att de antar medelvärdet noll och en tillämpning av Jarque-Beras test förkastar inte nollhypotesen om att feltermerna är normalfördelade. Modellantagandet är således uppfyllt.

5.2.3.2. Homoskedastiska feltermmer

Homoskedasticitet, också kallat uniform varians, innebär att variansen av feltermerna är konstant (Newbold, Carlson & Thorne, 2013). Motsatsen, då kallat heteroskedasticitet, medför att OLS inte längre är den mest effektiva metoden för skattning av koefficienterna och att koefficienterna inte är väntevärdesriktiga.

Ett test för heteroskedasticitet tillämpas i enlighet med tillvägagångssättet presenterat i Newbold, Carlson & Thorne (2013)¹¹. Test för regressionsmodell 1 och 2 visar att nollhypotesen inte förkastas, vilket talar för att ingen heteroskedasticitet föreligger. Antagandet om homoskedastiska feltermmer är därav uppfyllt. Detta medför att vi på ett giltigt sätt kan tolka signifikansnivåerna för regressionskoefficienterna.

5.2.3.3. Ingen autokorrelation

Antagandet om ingen autokorrelation innebär att feltermerna ska vara oberoende mellan två observationer (Gujarati, 2015). Sannolikheten att autokorrelation föreligger är särskilt stor och kritisk att undersöka för data över tid (Newbold, Carlson & Thorne 2013). Eftersom studien inte analyserar tidsseriedata är risken för autokorrelation liten och ett test anses inte vara nödvändigt.

5.2.3.4. Ingen multikollinearitet

Multikollinearitet innebär att det föreligger ett perfekt linjärt samband mellan de oberoende variablerna, det vill säga att två eller fler variabler samvarierar (Gujarati, 2015). Om perfekt multikollinearitet råder, vilket betyder att en eller flera variabler helt kan förklaras av andra förklarande variabler, innebär det att vi inte kan skatta vår modell. Även om två variabler inte samvarierar till 100% så kan en hög grad av samvariation leda till att skattningen av koefficienterna bli osäker och att koefficienterna med större sannolikhet kan anta fel tecken eller värde (Newbold, Carlson & Thorne, 2013).

¹⁰ För Jarque-Beras test, se Newbold, Carlson & Thorne (2013), s. 591–593. Se också normalfördelning s. 186–197.

¹¹ För test av heteroskedasticitet, se ekvation 13.2. i Newbold, Carlson & Thorne (2013), s. 559–560.

Genom att studera korrelationsmatriser och toleransvärden kan vi identifiera ifall multikollinearitet råder eller inte. Statistik för kollinearitet visar att ingen av de förklarande variablerna samvarierar till en alltför hög grad med någon annan. Inte heller några korrelationer antar värden som talar för stark samvariation. Antagandet om ingen multikollinearitet är därav uppfyllt.

5.3. Metoddiskussion

En viktig aspekt att ta hänsyn till vid utformandet av en forskningsstudie är dess trovärdighet där kriterier som tillförlitlighet och validitet används för att bedöma kvalitén av en undersökning. Tillförlitlighet och validitet, betraktat i termer av mätbarhet, blir särskilt viktiga inom kvantitativ forskning. (Bryman & Bell, 2013). I strävan efter hög tillförlitlighet har data samlats in och bearbetats i par där noteringar kring datas härkomst och eventuell justering för extremvärden har gjorts löpande. Vidare har stickprov genomförts på information från Novare Pay Consulting för att säkerställa dess trovärdighet. För att uppnå en hög grad av validitet har en metod som är väl förankrad i teori och tidigare forskning använts. Vidare har mått som påträffats inom liknande forskningsstudier tillämpats. Dessutom har vi vid fyra tillfällen stämt av det statistiska tillvägagångssättet med en professor inom centrat för Ekonomisk Statistik vid Handels-högskolan i Stockholm.

I kvantitativa studier är det utöver mätbarhet också viktigt att ha i åtanke faktorer som kausalitet och generalisering. Enligt Bryman & Bell (2013) är det genom en tvärsnittsstudie enbart möjligt att undersöka relationer, men inte kausala samband, mellan variabler. Studien har från tidigt skede haft en tydlig åsikt om kausaliteten, där ett antal variabler har antagits influera VD-ersättning. Detta eftersom ett resonemang enligt agentteorin ser ersättningskontrakt som utkomsten av skiljaktigheterna mellan principal och agent avseende deras intressen. Att VD-ersättning antas influeras av andra faktorer snarare än det motsatta är dessutom i linje med tidigare forskning. Hursomhelst bör man vara medveten om att det finns en risk att slutledningen av kausaliteten är felaktig.

Generalisering av studiers resultat kan ses som forskningens ambition att skapa heltäckande teorier (*eng. grand theories*)¹². En av de mest centrala punkterna inom generalisering berör huruvida resultat baserat på ett stickprov kan anses vara applicerbart på populationen i sin helhet. De beroende variablerna för VD-ersättning har baserats på data över samtliga bolag på Stockholmsbörsen, vilket därför representerar ett urval som täcker den fullständiga populationen (bortsett för ett fåtal observationer där data saknas). Däremot inkluderades inte samtliga institutioner med innehav på Stockholmsbörsen i urvalet för att skapa variabeln aggregerat institutionellt ägande. Studien omfattade enbart 18 institutioner vilka tillsammans utgör en dominerande andel av det totala institutionella innehavet, varvid stickprovet ansågs kunna vara

¹² För mer om *grand theories*, se Bryman & Bell (2013) s. 7–10.

representativt för populationen. Det finns dock en risk att stickprovet påvisar ett resultat som inte kan stödjas i populationen, vilket bör tas i beaktning vid tolkning av studiens slutsatser.

En kritik som kvantitativ forskning har mottagit är att sådan forskning söker en relation mellan variabler som skapar en statisk bild av det sociala livet, helt oberoende av de människor som skapar det sociala livet. Metoden bygger på rationella objekt som är förutsägbara baserat på fasta grundantaganden och är därmed bärare av en objektivistisk ontologi som materialiserar den sociala världen. Detta kan ses som en simplificering av verkligheten.

Alternativet att komplettera en kvantitativ metod med ett kvalitativt moment har övervägts eftersom det förväntas ha kunnat lyfta studiens deskriptiva karaktär till en mer förklarande nivå. Intervjuer med institutioner hade kunnat generera en djupare insikt gällande hur institutionerna själva ser på sitt engagemang i bolagsstyrningsfrågor. Däremot gjordes bedömningen att en kombinerad metod, där det kvalitativa momentet bygger på resultatet från det kvantitativa, hade varit för omfattande i termer av tidsåtgång och utrymme för diskussion som finns inom ramen för denna uppsats.

6. Resultat

6.1. Regressionsresultat

Det institutionella ägandets påverkan, efter att ha kontrollerat för ett antal kontrollvariabler, har undersökts för tre beroende variabler; total, andel rörlig samt andel långsiktig rörlig VD-ersättning. Då modellskattningen för den sistnämnda inte påvisar en övergripande signifikans kommer inte resultatet för regressionsmodell 3 att presenteras. Detta med grund i att urvalet för regressionsmodell 3 var förhållandevis litet och därav inte försåg oss med tillräckligt mycket data för att identifiera ett tydligt samband. Vidare uppfyllde inte regressionen modellantagandet för en homoskedastisk felterm, vilket innebär att regressionens signifikansnivåer inte kan tolkas på ett giltigt sätt. Därav testas inte heller hypotes 2b.

I en korrelationsmatris för regressionsmodell 1 påträffas en stark, positiv korrelation (0,716) mellan logaritmen av total VD-lön och börsvärde. Vidare korrelerar variabeln börsvärde signifikant med övriga förklarande variabler. Däremot är ingen av korrelationerna så starka att det finns en risk för multikollinearitet mellan de oberoende variablerna. Utländskt ägande och total VD-ersättning har en positiv korrelation på 0,379 medan korrelationen mellan institutionellt ägande och total VD-ersättning uppgår till 0,188. Även ROE har en signifikant positiv korrelation med VD-ersättning (0,157).

Regressionsmodellens determinationskoefficient (R^2), som antar att alla variabler som inkluderas i regressionen bidrar till att förklara variationen, uppgår till 0,751. Detta innebär att 75,10% av variationen i total VD-ersättning kan förklaras av de oberoende variablerna. F-värdet, som presenterar regressionens övergripande signifikans, uppgår till 49,279 och är således signifikant på alla nivåer.

Som tidigare nämnts påträffades en stark korrelation mellan börsvärde och VD-ersättning. Ifall variabeln börsvärde utesluts ur regressionen, allt annat lika, erhålls ett värde för R^2 på 0,391, vilket innebär att 39,10% av variationen förklaras av de övriga variablerna.

I regressionsmodell 1, där förhållandet mellan variablerna är log-linjärt (utom för börsvärde där förhållandet är log-log), antar interceptet värdet 12,920 och utgör det förväntade medelvärdet för logaritmen av total VD-ersättning¹³. En anti-logaritmering ger oss ett geometriskt medelvärde på cirka 408 000 SEK för vårt urval, vilket motsvarar predikterad VD-ersättning om samtliga förklaringsvariabler är noll¹⁴. Eftersom både börsvärde och total VD-ersättning är logaritmerade kan koefficienten för börsvärde tolkas som en elasticitet (Newbold, Carlson & Thorne, 2013). För varje 1%-ökning av börsvärde ökar total VD-ersättning med 0,33%. Sambandet är positivt och signifikant på alla

¹³ Ett log-linjärt förhållande innebär att den beroende variabeln är logaritmerad och de förklarande variablerna linjära. Detta innebär att variablerna är av olika skalor och att tolkning av resultat måste ta hänsyn till detta.

¹⁴ $e^{12,920} = 408\,399,034$

signifikansnivåer. Resultatet är i linje med våra förväntningar och konsistent med tidigare studier som menar att företagsstorlek är en viktig determinant för VD-ersättning.

Tabell 6.1. Summering av regressionsresultat

Regressionsmodell:	1: LN Total VD-lön	2: Andel Rörlig Lön
R	0,866	0,523
R ²	0,751	0,264
Justerat R ²	0,735	0,249
Standardavvikelse	0,394	0,116
F-värde	49,279 (0,000)**	10,942 (0,000)**
Konstant	12,920 (0,000)**	-0,050 (0,285)
LN Börsvärde	0,334 (0,000)**	0,033 (0,000)**
Utländskt ägande	0,002 (0,212)	0,001 (0,248)
Institutionellt ägande	0,002 (0,514)	-0,001 (0,502)
ROE	-0,003 (0,074)	0,001 (0,209)

** Signifikant på 1%-nivån

* Signifikant på 5%-nivån

Sig. 2-tailed

För fullständigt resultat, se appendix 4.

I en multivariat kontext visar sig varken institutionellt ägande eller utländskt ägande vara signifikant i att förklara variationen i VD-ersättning. Utan signifikans går det inte att säga ifall koefficienten verkligen är skild från noll och det finns en möjlighet att det är slumpen som avgör om sambandet blir negativt eller positivt. En icke-signifikant inverkan av institutionellt ägande är inte i linje med våra förväntningar. Resultatet innebär att hypotes 1 förkastas.

ROE är signifikant på 5%-nivån då vi genomför ett dubbelsidigt test. För 1-enhets ökning av ROE minskar ersättningen med 0,30%, givet att alla övriga variabler hålls konstanta¹⁵. Koefficienten antar ett negativt tecken, vilket inte är i linje med våra förväntningar. Att korrelationen mellan ROE och VD-ersättning i en isolerad kontext visade sig vara positiv, men att sambandet antar ett negativt tecken då fler variabler inkluderas kan förklaras av att ROE överlappar med en eller flera andra förklaringsvariabler i fastställandet av VD-ersättning.

¹⁵ En anti-logaritmering av koefficienten ger följande resultat: $e^{-0,003} = 0,9970044955$

I regressionsmodell 1 har ett flertal branschdummys exkluderats med anledning av icke-signifikans. På grund av dummyvariabelns karaktär tolkas koefficienterna för de branscher som är inkluderade i regressionen gentemot alla branscher som utesluts. Exempelvis är koefficienten för branschen fastigheter negativ (-0,503) vilket talar för att bolag inom den branschen har en lägre nivå på ersättning jämfört med de uteslutna branscherna, efter att tagit hänsyn till andra signifikanta kontrollvariabler. Dummyn för institutionell representation i valberedningen visar ingen signifikans.

I korrelationsmatrisen för regressionsmodell 2 påträffas en positiv korrelation mellan andel rörlig ersättning och börsvärde (0,394). Beträffande utländskt ägande och ROE finner vi även där positiva korrelationer (0,296 respektive 0,163). Mellan institutionellt ägande och andel rörlig VD-ersättning finner vi ingen signifikant korrelation.

Determinationskoefficienten för regressionsmodell 2 uppgår till 0,264 vilket innebär att 26,40% av variationen i andel rörlig ersättning kan förklaras av de oberoende variablerna. Förklaringsvärdet är därav betydligt lägre än för regressionsmodell 1. Trots det är regressionen på en övergripande nivå signifikant. Ser man till regressionskoefficienterna påträffas en signifikans enbart för kontrollvariabeln börsvärde, där 1%-ökning av börsvärde ökar andelen rörlig ersättning med 0,03%. Övriga koefficienter, däribland institutionellt ägande, visar ingen statistisk signifikans. Därmed kan inga slutsatser dras om vilken inverkan institutionellt ägande har på andelen rörlig ersättning, vilket innebär att hypotes 2a förkastas.

Som nämnt ovan påvisade inte samtliga kontrollvariabler inkluderade i regressionsmodell 1 och 2 en statistisk signifikans. En slutlig modell skulle med fördel kunna exkludera de variabler som inte visat sig vara signifikanta för att erhålla ett fullständigt statistiskt säkerställt och tolkningsbart resultat.

6.2. Det institutionella ägandets statistiska inverkan

Varken regressionsmodell 1 eller 2 påvisar statistisk signifikans för vilken inverkan graden av institutionellt ägande har på VD-ersättningens nivå och komposition i svenska börsbolag, efter att ha kontrollerat för andra förklaringsvariabler. Hypotesen att graden av institutionellt ägande skulle ha en negativ inverkan på nivån av VD:s totala ersättning förkastas således. Detta resultat är inte i linje med studiens teoretiska resonemang enligt agentteorin, där institutioner förväntas förespråka optimala ersättningskontrakt. Däremot, eftersom variabelns inverkan inte går att statistiskt säkerställa, kan man inte heller utesluta att ett sådant samband föreligger. Det motsvarar ett statistiskt fel av typ 1, vilket innebär att man förkastar en sann nollhypotes. Sannolikheten att förkasta en sann nollhypotes motsvarar testets signifikansnivå α , i vårt fall 5% (Newbold, Carlson & Thorne, 2013).

Sett till hur det institutionella ägandet korrelerar med nivån på VD-ersättning i en isolerad kontext finner studien ett signifikant, positivt samband. Ozkan (2007) finner för brittiska företag att korrelationen mellan total VD-ersättning och institutionellt ägande är negativ och signifikant på 5%-nivån. Å ena sidan

överensstämmer vårt resultat med vad David, Kochar & Levitaz (1998) finner för de kategorier av institutioner som kan anses ha en affärsmässig, eller svårdefinierad, relation med sina investeringsobjekt. Hos denna typ av institutioner menar de att ägarinflytandet delvis "ogiltigförklaras" eftersom institutionerna kan anses vara beroende av bolaget, till exempel om något av börsbolagen använder försäkringslösningar av ett försäkringsbolag där institutionen kan anses vara beroende av att ha bolaget som kund. Bolagets ledning kan utnyttja institutionens beroendeställning till sin fördel och därigenom få institutionerna att stödja deras beslut kring ersättningskontrakt.

Eftersom variabeln börsvärde har en signifikant korrelation med samtliga variabler i regressionsmodell 1 kan en positiv korrelation mellan nivå på VD-ersättning och institutionellt innehav också bero på att institutioner generellt investerar i större bolag. Därför är den isolerade korrelationen mellan total VD-lön och institutionellt ägande inte nödvändigtvis värdefull i vidare argumentation.

Även hypotesen att andelen rörlig ersättning påverkas positivt av en högre grad av institutionellt ägande förkastades, då ingen statistisk signifikans kunde fastställas. Vidare påträffas ingen signifikant korrelation mellan andel rörlig ersättning och graden av institutionellt ägande i en isolerad kontext. Likt för hypotes 1 kan vi inte utesluta att ett samband existerar och därmed finns det en möjlighet att ett fel av typ 1 föreligger.

7. Diskussion

Eftersom VD:s ersättningskontrakt enligt agentteorin är en viktig bolagsstyrningsmekanism, och VD-ersättningen ständigt står i medias och investerares fokus, ansågs VD-ersättningskontrakt utgöra ett empiriskt identifierbart koncept utifrån vilket institutionernas inverkan kan undersökas. Studiens resultat kan däremot inte fastställa ett samband mellan institutionellt ägande och VD-ersättning, varken i termer av nivå eller komposition, efter att ha kontrollerat för andra förklaringsvariabler såsom företagsstorlek.

Betyder det att de svenska institutionerna, som äger en dryg femtedel av Stockholmsbörsen, antar en passiv roll i utformandet av VD:s ersättningskontrakt?

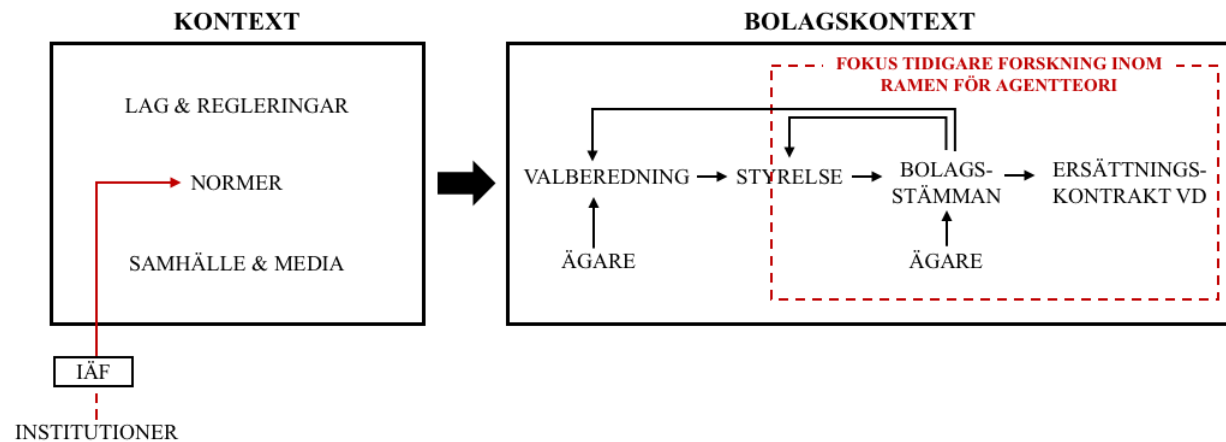
Med grund i studiens teoretiska resonemang och tidigare forskningsresultat anser vi att det finns incitament för institutionerna att påverka formuleringen av VD:s ersättningskontrakt. Vidare anser vi utifrån den svenska bolagsstyrningskontexten att institutionerna, genom närvaro vid bolagsstämma, i normgivande organ samt representation i valberedning också har möjlighet att agera som aktiva ägare i frågan. Att vi inte finner ett sådant samband kan tänkas ha sin förklaring i två perspektiv, vilka diskuterar studiens validitet och teoretiska ramverk.

Inledningsvis kan en anledning vara att den huvudsakliga oberoende variabeln institutionellt ägande har definierats på en alltför övergripande nivå. I vår modell mättes variabeln genom att summera innehavet för samtliga institutioner i respektive bolag och behandlar dem därav som en homogen grupp. Resonemanget bakom valet av det aggregerade måttet låg i antagandet att den svenska kontexten möjliggör samarbete mellan institutionerna i bolagsstyrningsfrågor, vilken tidigare forskning hävdar att institutionerna utnyttjar (Nachemson-Ekwall, 2012). Möjligtvis hade ett större förklaringsvärde kunnat uppnås genom att närmare kartlägga institutionernas karaktär, investeringshorisont och ägarpolicy i termer av *exit*- eller *voice*-beteende. Vi anser dock att en kartläggning av det slaget hade varit mer i linje med en omfattande kvalitativ studie.

En annan anledning till varför ett samband inte har kunnat fastslås kan tänkas ligga i det teoretiska resonemanget drivet i hypotesgenereringen. Studiens resultat kan anses tyda på att den svenska kontexten försvårar appliceringen av anglosaxisk forskning utifrån agentteorin. Agentproblematiken har i tidigare forskning huvudsakligen angripits i formuleringen av det explicita kontraktet, framförallt i kontraktets godkännandeprocess genom styrelsens förslag till ägarerna. En anledning till statistisk icke-signifikans för det institutionella ägandets inverkan kan möjligtvis bero på att agentproblematiken i en svensk kontext angrips i ett tidigare skede. Det synliggörs bland annat genom att flera av de större svenska institutionella investerarna är medlemmar i IÄF som, i rollen som huvudman i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, indirekt utövar inflytande över den svenska bolagsstyrningen och tillhörande normer. En annan tänkbar orsak kan vara de svenska reglerna. Ifall det institutionella innehavet inte får

överskrida 5% eller 10% minskar institutionernas incitament för att anta en mer aktiv roll i bolagsstyrningen och snarare anta rollen som *free-rider*.

Figur 7.1. Utveckling av studiens forskningskontext



Resonemanget att agentproblematiken angrips i ett tidigare skede är en indikation på att agentteorins applicering behöver vidgas, eller kompletteras med andra teoribildningar som kan bidra med ett bredare perspektiv. En intressant vinkel hade varit att inkludera VD:s egna aktieinnehav i bolaget samt att testa agentteorins grundantaganden, framförallt genom att undersöka agentens karaktäristika beträffande riskbeteende.

Baserat på institutionell teori kan normgivning på marknadsnivå vara en stark mekanism för att inverka på VD-kontraktets utformning i det individuella bolaget. Agentteoretiskt sett skulle en stark normgivning också bidra till att begränsa övervakningskostnaderna för en diversifierad portfölj. Intressant i det här resonemanget vore att jämföra normgivningens utveckling över tid med ersättningskontraktets. Det eftersom mycket av förklaringsvärdet och styrkan i normgivningen, enligt institutionell teori, växer fram över tid.

I linje med *stewardship*-teorin hade en djupare förståelse för VD:s motivation kunnat ge en alternativ förklaring till hur ett optimalt ersättningskontrakt ska utformas. Vidare finns en möjlighet att institutionerna, genom representation i valberedningen, snarare kan anses agera i linje med den här teorin. Valberedningen föreslår styrelsen och kan därför påverka det högsta strategiska bolagsorganet, som i sin tur har möjlighet att skapa en struktur som underlättar för VD att förverkliga de ambitioner denne har för utveckling av bolaget. Institutionerna kan, genom att forma bolagsstrukturen, främja VD:s möjlighet till prestation och därigenom anses agera för att långsiktigt värdeskapande.

Som diskuterats ovan kan den anglosaxiska forskningen direkta applicerbarhet ifrågasättas och det teoretiska ramverkets omfattning utvecklas, vilket hade kunnat generera ett mer definitivt svar på forskningsfrågan. Sammantaget anser vi att det finns mycket att undersöka på området för institutionellt ägande och dess roll i svensk bolagsstyrning. VD-ersättning fortsätter att vara ett komplext forskningsområde, där ingen enskild teori fullvärdigt kan bistå med förklaring. Snarare skulle en välbalanserad kombination av de teoretiska ramverken kunna förse oss med en större förståelse och på ett mer verklighetstroget vis kunna förklara varför våra börsbolag betalar VD som de gör.

8. Slutsatser

8.1. Studiens slutsats

VD-ersättningens fortsatta huvudroll i bolagsstyrningen, i kombination med den växande institutionella närvaron, gör det intressant att se huruvida institutionerna som betydande kapitalförvaltare för allmänheten tar ställning i beslut kring VD-ersättningskontrakt. Studiens syfte var därav att undersöka om det går att statistiskt säkerställa ett sådant samband för företag noterade på Stockholmsbörsen.

Med utgångspunkt i agentteorin formulerades tre hypoteser för total, andel rörlig samt andel långsiktig rörlig VD-ersättning. De testades genom tre regressionsmodeller vilka inkluderade ett antal kontrollvariabler som ämnade att bidra till att isolera det institutionella ägandets inverkan på VD-ersättning. Valet av kontrollvariabler, och hur de i modellen kvantifieras, grundades i teori och tidigare forskning. Regressionen för långsiktig rörlig ersättning påvisade inget större förklaringsvärde och uteslöts därmed från studien. Även om regressionsmodellerna för de två andra beroende variablerna påvisade en översiktlig signifikans kunde inget samband fastställas för inverkan av institutionellt ägande på VD-ersättning. Den variabel som var viktigast i prediktionen av både nivå och andel rörlig VD-ersättning var börsvärde, vilket också styrker tidigare forskningsresultat.

Trots att vi inte med statistisk säkerhet kan uttala oss om sambandet anser vi att det inte nödvändigtvis behöver betyda att ett sådant inte existerar. Vi argumenterar för att en närmare kartläggning av institutionerna, studerade som en heterogen grupp, i kombination med ett bredare teoretiskt ramverk eller djupare applicering av agentteorin hade kunnat generera ett annat svar på forskningsfrågan.

8.2. Framtida forskning

Det institutionella innehavet behandlades i studien på en aggregerad nivå utan vidare hänsyn till institutionernas karaktär. För framtida forskning föreslår vi en tydligare kategorisering av institutionerna baserat på bland annat investeringsstrategi och ägarpolicy. Eftersom vår studie är tvärsnittsbaserad hade en studie över tid eventuellt kunnat synliggöra samband som inte kan utrönas vid en isolerad tidpunkt. Ytterligare en intressant aspekt är i vilken grad utformandet av VD-ersättningskontrakt influeras av normativa påtryckningar. Eftersom institutionerna är en betydande ägargrupp på Stockholmsbörsen och till synes aktiva inom utvecklandet av bolagsstyrningsnormer finns det anledning att i framtida forskning kring VD-ersättningskontrakt testa en utgångspunkt i institutionell teori.

9. Referenser

- Abowd, J. & Kaplan, D. (1999). Executive Compensation: Six Questions That Need Answering. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4): 145-168.
- Almazan, A., Hartzell, J. & Starks, L. (2005). Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation. *Financial Management*, 34(4): 5-34.
- Almgren, J. (2014). Nordea mörkar kostnaden för vd:n Clausens bonus. SvD Näringsliv, 25 september. <https://www.svd.se/nordea-morkar-kostnaden-for-vidn-clausens-bonus>
- Atlas Copco. (2018). *Kallelse till årsstämma i Atlas Copco AB*. <http://www.atlascopcogroup.com/se/media/corporate-press-releases/2018/20180320-Annual-General-Meeting-Notice> [2018-04-05].
- Bebchuk, L.A. & Fried, J. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3): 71-92.
- Bebchuk, L.A. & Fried, J. (2004). Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. *Cambridge: Harvard University Press*.
- Bertrand, M. & Hallock, K. (2001). The Gender Gap in Top Corporate Jobs. *Industrial and Labor Relations Review*, 55(1).
- Bratten, B. & Xue, Y. (2017). Institutional Ownership and CEO Equity Incentives. *Journal of Management Accounting Research*, 29(3): 55-77.
- Bryman, A. & Bell, E. (2011). *Business Research Methods: Third Edition*. [Ebook] United States: Oxford University Press Inc.
- Börsdata (2018). *Nyckeltal och aktieanalys*. <https://borsdata.se> [2018-03-27].
- Celik, S. & Isaksson, M. (2013). Institutional Investors and Ownership Engagement. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013(2): 93-114.
- Core, J., Holthausen, R. & Larcker, D. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 51: 371-406.
- David, P., Kochar, R. & Levitas, E. (1998). The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal*, 41(2): 200-208.
- Donaldson, L. & Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1): 49-65.
- Eisenhardt, K. (1988). Agency- and Institutional-Theory Explanations: The Case of Retail Sales Compensation. *Academy of Management Journal*, 31(3): 488-511.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1): 57-74.
- Gomez-Mejia, L., Tosi, H. & Hinkin, T. (1987). Managerial Control, Performance, and Executive Compensation. *Academy of Management Journal*, 30(1): 51-70.

- Gomez-Mejia, L. & Wiseman, R. (1997). Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook. *Journal of Management*, 23(3): 291-374.
- Gujarati, D. (2015). *Econometrics By Example: Second Edition*. UK: Palgrave, s. 6-10.
- Hambrick, D. & Finkelstein, S. (1995). The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises. *Strategic Management Journal*, 16: 175-193.
- Hartzell, J. & Starks, L. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*, 58(6): 2351-2374.
- Hellman, N. (2005). Can We Expect Institutional Investors to Improve Corporate Governance?. *Scandinavian Journal of Management*, 21: 293-327.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2016). *Svensk kod för bolagsstyrning*. [http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/219/Svensk kod för bolagsstyrning gallande fran 1 december 2016.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/219/Svensk_kod_för_bolagsstyrning_gallande_fran_1_d_ecember_2016.pdf) [2018-04-10]
- Malmqvist, P. (2018). *Accounting Problems and Company Valuation*. Stockholm: Handelshögskolan i Stockholm.
- McKnight, J., Tomkins, C., Weir, C. & Hobson, D. (2000). CEO Age and Top Executive Pay: A UK Empirical Study. *Journal of Management and Governance*, 4(3): 173-187.
- Nachemson-Ekwall, S. (2012). *Institutionella ägares förmåga att utöva ägarkontroll*. Stockholm: Svenskt Näringsliv.
- Nachemson-Ekwall, S. (2016). *Hållbar Ägararkitektur för Sverige*. Stockholm: Global Utmaning. <https://www.globalutmaning.se/rapporter/hallbar-agararkitektur-sverige/> [2018-04-15]
- Nachemson-Ekwall, S. (2017). Leveraging on Home Bias: Large Stakes and Long-Termism by Swedish Institutional Investors. *Nordic Journal of Business*, 66(3): 128-157.
- Newbold, P., Carlson, W. & Thorne, B. (2013). *Statistics for Business and Economics: Eighth Edition*. [Ebook]. United States: Pearson Education, Inc.
- Novare Pay Consulting. (2017). *På tal om lön: Ersättning till ledande befattningshavare i svenska börsbolag*. Stockholm: Novare Pay Consulting AB.
- Nyberg, A., Fulmer, I., Gerhart, B. & Carpenter, M. (2010). Agency Theory Revisited: CEO Return and Shareholder Interest Alignment. *Academy of Management Journal*, 53(5): 1029-1049.
- OECD. (2017). *OECD Corporate Governance Factbook 2017*. <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Factbook.pdf> [2018-02-08]
- Otten, J.A. (2007). *Theories on Executive Pay: A Literature Overview and Critical Assessment*. Working Paper, Rotterdam School of Management. The Netherlands: Erasmus University. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/6969/1/theorizingexecutivepay.pdf>
- Ozkan, N. (2007). Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(5): 349-364.

- Pukthuanthong, K., Talmor, E. & Wallace, J. (2004). Corporate Governance and Theories of Executive Pay. *Corporate Ownership & Control*, 1(2): 95-106.
- PwC (2014). *Rörliga ersättningar inom finansbranschen: Nya regler påverkar företagen*. Stockholm: PricewaterhouseCoopers i Sverige AB. <https://www.pwc.se/sv/bank-kapital/assets/rorliga-ersattningar-inom-finansbranschen.pdf> [2018-04-20]
- Randøy, T. & Nielsen, J. (2002). Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6: 57-81.
- Sevenius, R. & Örtengren, T. (2017). *Börsrätt: Fjärde Upplagan*. Lund: Studentlitteratur AB.
- SFS 2004:46. *Lag om värdepappersfonder*. Stockholm: Finansdepartementet.
- SFS 2005:551. *Aktiebolagslagen*. Stockholm: Justitiedepartementet.
- SFS 2013:561. *Lag om förvaltare av alternativa investeringsfonder*. Stockholm: Finansdepartementet.
- SOU 2004:047. *Näringslivet och förtroende*. Stockholm: Förtroendekommissionen.
- Suh, W. & Clobberly, C. (2016). *2016 Top 250 Report*. <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/11/top-250-report-on-director-compensation-for-2016/> [2018-03-30]
- Thorwaldsson, K-P. & Bergström, J. (2016). En vd-lön lika stor som 54 industriarbetarlöner. *Expressen*, 24 september. <https://www.expressen.se/debatt/en-vd-lon-lika-stor-som-54-industriarbetarloner/>
- Tosi, H., Werner, S., Katz, J. & Gomez-Mejia, L. (2000). How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, 26(2): 301-339.

10. Appendix

Appendix 1: Lista över institutioner

Valet av institutioner grundar sig i listan som Nachemson-Ekwall (2017) sammanställer i sin forskningsrapport *Leveraging on Home Bias: Large Stakes and Long-Termism by Swedish Institutional Investors*. I samband med insamling av institutionernas innehav har vi hållit isär olika grenar inom en och samma institution, vilket resulterar i sammanlagt 26 institutioner.

Tabell 10.1. Institutioner med i studien

AFA Försäkring
Alecta Pensionsförsäkring
AMF Pension & Fond
AP1
AP2
AP3
AP4
Carnegie Fonder
Didner & Gerge Fonder
Folksam Ins + KPA
Lannebo Fonder
Länsförsäkringar Fonder
Länsförsäkringar
Nordea Fonder
Nordea Funds (lux)
Nordea Liv & Pension
SEB Fonder
SEB Trygg Liv
Handelsbanken Fonder
Handelsbanken Liv Försäkring

Svenska Handelsbanken AB for PB
Skandia Livsförsäkringsbolag
Skandia Fonder
SPP Fonder
Swedbank Robur Fonder
Swedbank Försäkring

Appendix 2: Deskriptiv statistik

Tabell 10.2. Deskriptiv statistik av ersättningskomponenter hänförliga till år 2016 för 233 företag.

	N Statistic	Min	Max	Mean	Median	St. Deviation
Kontant Baslön	233	556 000	26 888 595	4 817 462	3 666 000	3 816 563
Kortsiktig Rörlig Lön	233	0	22 449 520	1 891 902	814 000	2 929 683
Långsiktig Rörlig Lön	233	0	20 655 626	1 030 801	0	3 130 076
Förmåner	233	0	6 873 338	183 856	74 000	568 585
Pension	233	0	12 881 000	1 469 293	930 300	1 571 305
Total VD-lön	233	766 218	51 852 000	9 393 315	6 096 250	9 036 858

Enhet: SEK

Total VD-lön avser summan av komponenterna baslön, kortsiktig rörlig lön, förmåner, pension samt långsiktig rörlig lön.

Urvalet om 235 observationer har justerats för utstickare genom att exkludera två företag (Astra Zeneca och NAXS). Urvalet uppgår således till 233 observationer.

Tabell 10.3. Deskriptiv statistik av studiens kontrollvariabler (ej dummies)

	N Statistic	Min	Max	Mean	Median	St. Deviation
Börsvärde (mSEK)	235	37	441 269	19 891	3 515	51 940
Utländskt Ägande (%)	205	0,00%	100,00%	25,37%	21,00%	20,28%
Institutionellt Ägande (%)*	235	0,00%	49,55%	13,27%	11,53%	10,93%
ROE 2016 (%)	224	-126,63%	54,64%	11,19%	14,41%	21,80%
VD-ålder 2016	235	35	71	52,05	52	6,67

* Sett till röstandelar

Börsvärde avser det värde respektive bolag uppgick till vid 2015-12-31. Variabeln VD-ålder har uteslutits ur samtliga regressionsmodeller på grund av ett lågt förklaringsvärde. Detsamma gäller för variabeln kön.

Appendix 3: Modellantaganden

Test för feltermernas normalfördelning: Jarque-Bera

Jarque-Beras test prövar antagandet att de skattade residualerna följer en normalfördelning, vilket ger nollhypotesen ($H_0: \varepsilon \sim N(\mu, \sigma^2)$). Alternativhypotesen lyder att feltermen följer en annan fördelning ($H_1: \varepsilon \sim$ annan fördelning).

$$\text{Teststatistika: } JB = n \left[\frac{\text{snedhet}^2}{6} + \frac{(\text{toppighet} - 3)^2}{24} \right] \sim JB_n$$

Beslutsregel: Förkasta H_0 om $JB(\text{obs}) > JB(n; \alpha)$

Tabell 10.4. Jarque-Bera test

	N Statistic	Mean Statistic	Skewness	Kurtosis	Critical value	JB(obs)
Regressionsmodell 1	192	0,000	-0,229	-0,056	JB(192;0,05) ~ JB(200;0,05) = 4,43	1,703200000
Regressionsmodell 2	151	0,000	0,307	-0,370	JB(151;0,05) ~ JB(150;0,05) = 4,39	3,233262333

I ett första Jarque-Bera test för regressionsmodell 1 förkastades nollhypotesen på en 5%-signifikansnivå. Ett histogram över de skattade residualerna visar på att det förekommer vissa utbölingar i vårt urval. Justerar vi bort dessa utbölingar och gör regressionsanalysen på nytt uppfylls modellantagandet om att de skattade residualerna följer en normalfördelning.

Det observerade värdet för Jarque-Beras teststatistika överstiger inte det kritiska värdet för regressionsmodell 2. Således förkastas inte nollhypotesen på en 5%-signifikansnivå.

Test för heteroskedasticitet

Ett av kraven för skattning med OLS-metoden är att feltermerna har konstant varians $V(\varepsilon_i) = \sigma^2$, vilket innebär en homoskedastisk felterm. Regressionen förser oss med skattade värden för den beroende variabeln (*eng. unstandardized predicted value*) och residualerna (*eng. unstandardized residuals*). Genom att estimerar en modell för de skattade värdena kan vi testa om variansen är konstant eller inte.

$$\text{Skattad modell: } e_i^2 = a_0 + a_1 \hat{Y}$$

$$\text{Nollhypotes (H}_0\text{): } a_1 = 0$$

$$\text{Alternativhypotes (H}_1\text{): } a_1 \neq 0$$

$$\text{Teststatistika: } n * R^2$$

$$\text{Beslutsregel: Förkasta H}_0 \text{ om } n * R^2 > \chi_{1;\alpha}^2$$

Tabell 10.5. Test för heteroskedasticitet

	N Statistic	R ²	Critical value	n * R ²
Regressionsmodell 1	192	0,007	$\chi^2_{1;0,01} = 6,635$	1,344
Regressionsmodell 2	151	0,009	$\chi^2_{1;0,01} = 6,635$	1,359

För regressionsmodell 1 och 2 förkastas inte nollhypotesen på 1%-signifikansnivå. Antagandet är således uppfyllt.

Test för multikollinearitet

Multikollinearitet kan upptäckas genom att studera statistik för kollinearitet. Ifall några toleransvärden är mindre än 0,1 eller om variationsinflationsfaktorerna är större än 10 indikerar det på att multikollinearitet förekommer mellan två eller flera förklaringsvariabler. Vidare, om en korrelation överstiger värdet 0,8, eller om flera korrelationer överstiger värdet 0,5 tyder det också på att multikollinearitet föreligger. (Newbold, Carlson & Thorne, 2013).

Tabell 10.6. Kollinearitetsstatistik regressionsmodell 1

Regressionsmodell 1	Tolerance	VIF
LN Börsvärde (mSEK)	0,545	1,836
Utländskt Ägande (%)	0,725	1,380
Institutionellt Ägande (%)	0,700	1,429
ROE 2016 (%)	0,811	1,233
Bransch=Fastigheter	0,864	1,158
Bransch=Finans	0,868	1,152
Bransch=Hälsovård	0,802	1,246
Bransch=Informationsteknik	0,873	1,146
Bransch=Råvaror	0,823	1,215
Bransch=Tjänster	0,811	1,233
Institution Valberedning=Ja	0,636	1,572

Tabell 10.7. Kollinearitetsstatistik regressionsmodell 2

Regressionsmodell 2	Tolerance	VIF
LN Börsvärde (mSEK)	0,640	1,563
Utländskt Ägande (%)	0,772	1,296
Institutionellt Ägande (%)	0,726	1,377
ROE 2016 (%)	0,928	1,078
Institution Valberedning=Ja	0,655	1,527

Inga toleransvärden understiger 0,1 och inga variationsinflationsfaktorer överstiger 10. För korrelationer, se appendix 4. Antagandet om ingen multikollinearitet är därmed uppfyllt.

Appendix 4: Regressionsresultat

Regressionsmodell 1: LN Total VD-lön

Tabell 10.8. Korrelationsmatris

Korrelationsmatris (Pearson Correlations)	LN Total VD-lön (SEK)	LN Börsvärde (mSEK)	Utländskt Ägande (%)	Institutionellt Ägande (%)	ROE 2016 (%)
LN Total VD-lön (SEK)	1	0,716**	0,379**	0,188**	0,157*
LN Börsvärde (mSEK)	0,716**	1	0,399**	0,284**	0,298**
Utländskt Ägande (%)	0,379**	0,399**	1	0,006	0,009
Institutionellt Ägande (%)	0,188**	0,284**	0,006	1	0,167*
ROE 2016 (%)	0,157*	0,298**	0,009	0,167*	1

** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed)

* Correlation is significant at 0,05 level (2-tailed)

Tabell 10.9. Modellsummering

Regressionsmodell:	R	R ²	Adjusted R ²	St. error of the estimate
1	0,886 ^a	0,751	0,735	0,39415

a. Predictors: Constant, Institution Valberedning = JA, Bransch = Råvaror, Bransch = Finans, Bransch = Tjänster, Bransch = Informationsteknik, Bransch = Fastigheter, Bransch = Hälsovård, Utländskt ägande (%), ROE 2016 (%), Institutionellt ägande (%), LN Börsvärde (mSEK)

b. Dependent variable: LN Total VD-lön (SEK)

Tabell 10.10. Analysis of Variance (ANOVA)

Regressionsmodell 1	Sum of squares	df	Mean square	F	Sig
Regression	84,214	11	7,656	49,279	0,000 ^b
Residual	27,964	180	0,155		
Total	112,179	191			

a. Dependent variable: LN Total VD-lön (SEK)

b. Predictors: Constant, Institution Valberedning = JA, Bransch = Råvaror, Bransch = Finans, Bransch = Tjänster, Bransch = Informationsteknik, Bransch = Fastigheter, Bransch = Hälsovård, Utländskt ägande (%), ROE 2016 (%), Institutionellt ägande (%), LN Börsvärde (mSEK)

Tabell 10.11. Regressionskoefficienter

Regressionsmodell 1 ^a	Unstandardized Coefficients B	Sig
Constant	12,920	0,000
LN Börsvärde (mSEK)	0,334	0,000
Utländskt Ägande (%)	0,002	0,212
Institutionellt Ägande (%)	0,002	0,514
ROE 2016 (%)	-0,003	0,074
Bransch=Fastigheter	-0,503	0,000
Bransch=Finans	-0,362	0,002
Bransch=Hälsovård	-0,244	0,008
Bransch=Informationsteknik	-0,345	0,002
Bransch=Råvaror	-0,368	0,063
Bransch=Tjänster	0,165	0,091
Institution Valberedning=Ja	0,113	0,133

a. Dependent variable: LN Total VD-lön (SEK)

Regressionsmodell 2: Andel Rörlig Ersättning

Regressionsmodell 2, där den beroende variabeln avser andelen rörlig ersättning i förhållande till total VD-ersättning, inkluderar enbart de observationer där andelen överstiger 0. Vidare har urvalet justerats för utstickare för att säkerställa att feltermerna följer en normalfördelning. Totalt 151 observationer är inkluderade i regressionsmodell 2.

Tabell 10.12. Korrelationsmatris

Korrelationsmatris (Pearson Correlations)	Andel Rörlig Lön (%)	LN Börsvärde (mSEK)	Utländskt Ägande (%)	Institutionellt Ägande (%)	ROE 2016 (%)
Andel Rörlig Lön ¹ (%)	1	0,316**	0,301**	-0,015	0,092
LN Börsvärde (mSEK)	0,316**	1	0,379**	0,295**	0,302**
Utländskt Ägande (%)	0,301**	0,379**	1	0,006	-0,009
Institutionellt Ägande (%)	-0,015	0,295**	0,006	1	0,167*
ROE 2016 (%)	0,092	0,302**	-0,009	0,167*	1

1. Inkluderar de observationer där andelen rörlig lön > 0

** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed)

* Correlation is significant at 0,05 level (2-tailed)

Notera att på grund av justering för utstickare kan korrelationer mellan variabler, exempelvis mellan börsvärde och ROE, vara annorlunda än vad som är angivet för regressionsmodell 1.

Tabell 10.13. Modellsummering

Regressionsmodell:	R	R ²	Adjusted R ²	St. error of the estimate
2	0,523 ^a	0,274	0,249	0,11616

a. Predictors: Constant, Institution Valberedning = JA, Utländskt ägande (%), ROE 2016 (%), Institutionellt ägande (%), LN Börsvärde (mSEK)

b. Dependent variable: Andel Rörlig Lön > 0

Tabell 10.14. Analysis of Variance (ANOVA)

Regressionsmodell 2	Sum of squares	df	Mean square	F	Sig
Regression	0,738	5	0,148	10,942	0,000 ^b
Residual	1,956	145	0,013		
Total	2,695	150			

a. Dependent variable: Andel Rörlig Lön > 0

b. Predictors: Constant, Institution Valberedning = JA, Utländskt ägande (%), ROE 2016 (%), Institutionellt ägande (%), LN Börsvärde (mSEK)

Tabell 10.15. Regressionskoefficienter

Regressionsmodell 2 ^a	Unstandardized Coefficients B	Sig
Constant	-0,050	0,285
LN Börsvärde (mSEK)	0,033	0,000
Utländskt Ägande (%)	0,001	0,248
Institutionellt Ägande (%)	-0,001	0,502
ROE 2016 (%)	0,001	0,209
Institution Valberedning=Ja	0,017	0,513

a. Dependent variable: Andel Rörlig Lön > 0