

# Kompensations kontrakt i börsnoterade företag

En studie av ledningsgruppsmedlemmars  
inkomster och förmåner under 80-talet

*Eva M. Meyerson*





## **Industriens Utredningsinstitut**

är en fristående vetenskaplig forskningsinstitution grundad 1939 av Svenska Arbetsgivareföreningen och Sveriges Industriförbund.

### **Syfte**

Att bedriva forskning rörande ekonomiska och sociala förhållanden av betydelse för den industriella utvecklingen.

### **Verksamhet**

Huvuddelen av arbetet inom institutet ägnas åt långsiktiga forskningsuppdrag. Man siktar härvid till ett studium av de grundläggande sammanhangen inom näringslivet och särskilt till att belysa de frågor som hör samman med strukturella och institutionella förändringar. Forskningsresultaten publiceras i institutets skriftserier.

### **Styrelse**

Tekn. dr Håkan Mogren, ordf.  
Tekn. dr Lennart Ahlgren  
Direktör Gösta Bystedt  
Direktör Torbjörn Ek  
Direktör Gunnar L. Johansson  
Direktör Magnus Lemmel  
Direktör Göran Tunhammar  
Professor Ulf Jakobsson, chef

### **Adress**

Industriens Utredningsinstitut  
Box 5501, 114 85 Stockholm  
Tel. 08-783 80 00  
Fax 08-661 79 69

# **Kompensationskontrakt i börsnoterade företag**

**En studie av ledningsgruppsmedlemmars  
inkomster och förmåner under 80-talet**

Industriens Utredningsinstitut

# Kompensationskontrakt

i

## börsnoterade företag

En studie av ledningsgruppsmedlemmars  
inkomster och förmåner under 80-talet

Eva M. Meyerson

Distribution: Almqvist & Wiksell International, Stockholm

© 1994 Industriens Utredningsinstitut

Citering ur denna bok är tillåten om följande uppgifter anges: Eva M. Meyerson, Kompensationskontrakt i börsnoterade företag, Industriens Utredningsinstitut, Stockholms 1994.

ISBN 91-7204-470-5

**gotab** 11541, Stockholm 1994

## **Förord**

Kompetens och incitament är begrepp som ökar i betydelse och som uppmärksammas mer och mer i ekonomiska studier av företagens vinst- och produktivtetsutveckling. Kompetensen på ledningsgruppsnivå är avgörande för företagets långsiktiga fortlevnad och tillväxt. Därför är också utformandet av belönings-system för höga befattningshavare i företag särskilt viktigt.

Denna studie av fil. dr Eva M. Meyerson ger en överblick över litteraturen om kompensationskontrakt och avslutas med en empirisk studie baserad på en unik databas om kontraktsvillkor för ledande befattningshavare i svenska börs-noterade företag 1985.

Stockholm i april 1994

Gunnar Eliasson

## Innehåll

Ledningsgruppers kompensationskontrakt .....	9
Den offentliga debatten .....	10
Uppläggning av uppsatsen .....	10
Kontrakt och ofullständig information .....	11
Riskneutrala ägare och chefer med riskaversion .....	12
Fyra kontraktprinciper .....	13
Några kontraktsteoretiska hypoteser .....	14
En beskrivning av kompenationssystem i svenska	
börsnoterade företag 1985 .....	19
Variabler och urval .....	20
Fast lön .....	21
Utfallsrelaterad lön .....	22
Omförhandlingar av kompensationskontrakt .....	26
Förmåner .....	26
Bestämningsfaktorer för kompenationssystem .....	28
Sammanfattning .....	34
Referenser .....	37
Appendix: Variabeldefinitioner, univariater och korrelationsmatris .....	39
Bilaga: Frågeformulär .....	47

## Ledningsgruppers kompensationskontrakt\*

En företagsledning är central för företagets produktivitet och framgång. Utformningen av ledningsgruppers belöningsystem är därför av stor betydelse för företaget. Kompensationen har inte bara konsekvenser för individuella chefers och aktieägares välfärd utan även för hela samhällets effektivitet. Det är viktigt att belysa företagsledares kompensationsvillkor eftersom dessa visar vilka insatser som belönas och vilka som bestraffas. Alla olika kompensationsystem i ett samhälle visar hur ledningskompetensen allokeras, dvs. vilken typ av individuell talang som belönas.

Om chefers ersättningar vet vi förhållandevis litet. Detaljerad information om alla aspekter på toppcheferers kompensationskontrakt saknas inte bara i Sverige utan också internationellt. Inom den ekonomiska kontraktslitteraturen finns modeller som beskriver hur kompensationskontrakt bör skrivas men dessa modellers empiriska relevans har sällan testats. I föreliggande uppsats redogörs för ett unikt datamaterial om kompensationskontrakt i svenska börsföretags ledningsgrupper. Följande frågor besvaras:

1. Hur ser kompensationskontrakten ut i svenska börsnoterade företags ledningsgrupper?
2. Vilka är de faktorer som påverkar utformningen av kompensationsystem i företagen?

Studien är explorativ och baseras på ett datamaterial som består av ett urval av 28 börsnoterade företag som under 1985 konfronterades med starka negativa signaler från aktiemarknaden. I dessa företag intervjuades 123 medlemmar av ledningsgrupperna om karriärhistorik, demografiska karaktäristika, sociala nätverk samt anställningskontrakt för året 1985. (För en mer utförlig redogörelse av hela databasen se Meyerson 1992.)

---

\* Ett stort tack för värdefulla kommentarer riktas till kollegorna vid IUI, i synnerhet till Sten Nyberg, Jörgen Nilson, Eugenia Kazamaki Ottersten och Erik Mellander. Värdefulla kommentarer och förslag har också Tore Ellingsen, Lars Hörngren, Stefan Lundgren och Lars E.O. Svensson bidragit med.



## Den offentliga debatten

Den internationella diskussionen om chefers löner har varit het men knappast särskilt informativ. En VDs fasta lön på 8 miljoner kronor har jämförts, i upprädda termer, med en annan VDs rörliga, dvs. utfallsrelaterade, lön på 18 miljoner. Avsikten med utfallsrelaterad lön är att öka den anställdes vilja till ansträngning. En utfallsrelaterad lön innebär en risk för den anställde eftersom även slump och oförutsedda händelser påverkar utfallet. Därför kompenseras ofta den anställde med en högre lön. Kompensationskontrakt bör därför lämpligen bedömas utifrån både relativ lönenivå och kompensationsmix, dvs. avvägningen mellan fasta och utfallsrelaterade delar.

Chefer har anklagats för att sko sig på aktieägarnas bekostnad. Koncentrerat ägande anses ofta betyda ökad kontroll av chefers handlande jämfört med spritt ägande. Ägare med stora kontrollerande aktieinnehav har ett starkt incitament till insyn och till övervakning av företagsledningen. Ägare med små aktieinnehav har mindre intresse av att övervaka och väljer istället att byta investeringsobjekt om avkastningen är otillfredsställande. I företag med spritt ägande är kontrollen därför svårare. Vidare är det oklart hur en ägare som har intresse av att övervaka företagsledningen organiserar detta. Det finns olika teoretiska modeller för uppläggning av incitamentskontrakt (Hirschman 1970, Harris & Raviv 1979, Milgrom & Roberts 1992). Förhållandet mellan ägarstrukturen och anställda chefers anställningskontrakt är ett empiriskt relativt utforskat område.

En annan del av den offentliga debatten som har syns i tidningsrubriker är att lönedifferenserna mellan övriga anställda och chefen skulle kunna påverka moralen i samhället, i synnerhet arbetsmoralen, på ett negativt sätt. För stor belöning av individuella insatser kan leda till att den samlade arbetsinsatsen blir av lägre kvalitet. Den individuella prestationen premieras istället för lagandan (se Kandel & Lazear 1992 och Petersen 1992 för en diskussion om laganda och kompensation). Samtidigt hävdar forskare att ägare kan dra fördel av anställdas missnöje med löneskillnader och därmed förbättra sin möjlighet till övervakning (Arnott & Stiglitz 1991).

## Uppläggning av uppsatsen

Uppsatsen är uppdelad i fyra avsnitt. I det första avsnittet redovisas relevanta delar av den teoretiska diskussionen kring kompensationskontrakt och från dessa

härleddes fyra hypoteser. I det andra avsnittet beskrivs kompensationskontraktens utformning och innehåll utifrån det empiriska materialet från svenska börsnoterade företag. I det tredje avsnittet testas de fyra hypoteserna på det empiriska materialet. Slutligen sammanfattas och diskuteras resultaten i det sista avsnittet.

## Kontrakt och ofullständig information

Kontraktproblemet gäller relationen mellan principalen (ägaren) och agenten (den verkställande chefen).<sup>1</sup> Principalen, exempelvis ägaren, anställer en agent, en chef, för att koordinera och driva en verksamhet. Ett "principal agent"-förhållande innehåller ett informationsproblem, nämligen att principalen är ofullständigt informerad om agentens avsikter och handlingar. Problemet med ofullständig information medför svårigheter att motivera en individ att handla i en annan individs eller grups intresse. En så kallad moral hazard-situation uppstår där principalen inte kan bilda sig en tillförlitlig uppfattning om agentens ansträngning. Utan denna information kan inte realistiska krav ställas på agenten och ansvar utkrävas.<sup>2</sup>

Principalens och agentens intressen kan samordnas på flera sätt, bland annat genom arbetsuppgifter, befordringsgång och den ekonomiska kompensationsformen. Formen för samordningen är kontrakt.<sup>3</sup> Kontrakt kan vara explicita, vilket innebär att förväntningarna om parternas prestationer är klart och tydligt formulerade. Kontrakt kan också vara implicita vilket innebär att parterna har en gemensam uppfattning om och förväntning på varandras bidrag, men att dessa uppfattningar är outtalade (se Milgrom & Roberts 1992, s. 132, för diskussion).

Kontrakt är för det mesta ofullständiga vilket medför osäkerhet om respektive kontrahents framtida handlingar och därmed deras framtida åtaganden

---

<sup>1</sup> Principal agent-problemet, som är ett kontrollproblem, förekommer i alla typer av organisationer och samarbetsförhållanden där det finns ofullständig information om parternas insatser och kunskaper och där parterna får del av det gemensamma utfallet (Jensen & Meckling 1976, s. 306).

<sup>2</sup> Det intressanta fallet med "adverse selection", dvs. där chefernas information om den egna kapaciteten leder till en selektion av chefstyper till positioner med lågrisk respektive positioner med högrisk diskuteras inte.

<sup>3</sup> Det finns andra typer av mekanismer för upprätthållandet av överenskommelser än formella kontrakt, såsom "corporate culture", "closure" eller ömsesidig social kontroll (Coleman 1992), "calculative trust" (Williamson 1992) och moralkoder som leder till att implicita kontrakt inte bryts eller att explicita kontrakt inte sägs upp och omförhandlas utan vidare. Det finns kostnader med dessa typer av kontrollmekanismer. Dessa mekanismer är både svåra att skapa och är instabila över tiden (se Meyerson 1993, s. 178, och Petersen 1992 för en överblick av litteraturen).

och förpliktelser. Denna ofullständighet kan sammanfattas till: brist på information och okontrollerbara händelser. I det följande diskuteras huvudsakligen det explicita kompensationskontraktet uttryckt i manifesta ekonomiska transaktioner, men även interaktionen mellan implicita och explicita kontrakt.

Många svårigheter är förenade med att skriva kontrakt. För att motivera den anställde att handla i principalens intresse i en situation med moral hazard kan utfallsrelaterade kontrakt skrivas. Den anställde hålls ansvarig för utfallet av en handling. Det ökade incitamentet för agenten att anstränga sig medför också en risk som övervältras från principalen till agenten. Risken består i att utfallen av agentens val och handlingar påverkas av faktorer utanför dennes kontroll. Denna risk måste agenten kompenseras för, vilket i sin tur medför en ökad kostnad för principalen. Det är svårt att skriva fullständiga kontrakt där alla eventuella händelser täcks in. Men fullständiga kontrakt är också svåra att skriva på grunda av att människor skiljer sig med avseende på motivation. Detta innebär att en typ av belöning ger vissa individer skäl att anstränga sig medan andra inte påverkas. Vidare kan negativa oförutsedda effekter uppstå med kontrakt som fokuserar specifikt på vissa uppgifter, exempelvis att alla arbetsuppgifter inte utförs utan enbart de som ger mest avkastning.

### **Riskneutrala ägare och chefer med riskaversion**

I ekonomisk teori brukar man anta att chefer är riskaverta; de undviker alltför stor variation i sin framtida inkomst. Ägare diversifierar bort sin så kallade osystematiska risk genom att satsa på investeringsprojekt som inte är perfekt korrelerade och gardera sig på detta vis mot oförutsedda händelser. Anställda å andra sidan kan inte diversifiera sitt humankapital. Chefer, exempelvis, har sina mest värdefulla tillgångar i humankapital och socialt kapital.<sup>4</sup> Chefens prestationer påverkar hans framtida befordran och därmed hans inflytande och handlingsfrihet, oavsett om han flyttar mellan företag eller inom ett och samma företag. Chefens humankapital är dock inte delbart eller möjligt att överföra till andra vilket innebär att han inte kan diversifiera sin risk. Vid alltför stort risktagande

---

<sup>4</sup> Socialt kapital definieras som tillgång på sociala nätverk. Dessa kan ha olika karaktäristika vilket medför olika typer av resurser. I Meyerson (1992) beskrivs exempelvis hur vissa ledningsgrupper utvecklar informationseffektiva nätverk. I andra typer av ledningsgrupper utvecklas nätverk som lämpar sig för att påverka andra till handling eller till att avhålla sig från det. (Se Meyerson (1993) och Burt (1992) för en diskussion om chefers sociala kapital.) Det finns skäl att tro att humankapital och socialt kapital samvarierar.

sätts chefens framtida arbetsmöjligheter på spel även om hans riskexponering mildras av en trygg "fall back"-garanti, såsom en stark ägare kan erbjuda, eller ett fördelaktigt fallskärmsavtal. En chef bör erhålla viss erfarenhet (humankapital) inom viss tidsenhet för att ha förutsättningar att befordras tillräckligt ofta. Vidare bör en chef ha samlat på sig ett socialt kapital som ger honom, inte bara gott rykte utan också ett visst inflytande och därmed större handlingsutrymme (Meyerson 1993). Dåligt rykte på managementmarknaden är ödesdigert för en chef. Sammanfattningsvis kan anställda inte diversifiera sin risk och blir därför mer benägna att undvika alltför riskfyllda projekt.

Denna inställning till risk ligger dock inte alltid i ägarens intresse. Att sammanföra ägarens och chefens intressen i ett kontrakt är ytterst komplicerat.<sup>5</sup> Trots alla problem som är förknippade med kontrakt ökar användningen av dessa för att reglera och koordinera komplicerade partsförhållanden.

### **Fyra kontraktsprinciper**

I situationer med ofullständig information bör en avvägning ske mellan kostnader för och intäkter av incitamentsorienterade kontrakt. Milgrom & Roberts (1992, s. 221) sammanfattar kontraktsforskningen genom att ange ett antal principer för effektiv kontraktsskrivning i "moral hazard"-sammanhang.

Den första principen, informationsprincipen, innebär att ett utfallsrelaterat mått bör vara informationseffektivt (informativeness principle). Detta innebär att den anställde inte straffas för påverkan utanför dennes egen kontroll. Relativa utfallsrelaterade mått, exempelvis då utfallet av ett företags resultat jämförs med resultaten i andra företag inom samma bransch, förespråkas av forskare. Informationsprincipen innebär i detta fall att feltermen, dvs. det som den anställde inte kan kontrollera, bör gälla för alla relevanta individer, med andra ord de som individen jämförs med.

Den andra principen, intensitetsprincipen (incentive intensity principle), behandlar hur känslig belöningen är för förändringar i individens prestation. Effektiviteten i ett incitamentskontrakt beror på hur förändringen i vinst ger

---

<sup>5</sup> Riskneutralitet och riskaversion definieras normalt som egenskaper hos individen som inte är beroende av omständigheterna. Dessa kan dock sammanfalla om man antar att självselektion förekommer, dvs. av chefer med respektive attityd. I föreliggande uppsats används begreppen riskneutralitet och riskaversion inte som attityder eller egenskaper utan istället som benägenhet att handla riskorienterat eller ej.

upphov till ytterligare ansträngningar; med vilken precision man kan beskriva den önskade aktiviteten eller beteendet; den anställdes risktolerans samt agentens benägenhet att reagera på incitament. Ju mer riskneutral (benägen att ta risker) en chef är desto vanligare borde, enligt intensitetsprincipen, riskfyllda belöningsinstrument såsom aktietilldelning vara.

Den tredje principen kallas för övervakningsprincipen (the monitoring intensity principle). Övervakning är förenad med kostnader. Principen säger att i situationer där individen påverkas starkt av incitament, och där det finns ett klart samband mellan beteende och vinst, lönar sig övervakning.

Slutligen beskrivs den fjärde principen som likhetsprincipen (the equal compensation principle). Om en anställd fördelar tid och uppmärksamhet mellan två olika aktiviteter och detta inte kan övervakas av principalen måste marginalavkastningen vara densamma för bägge aktiviteterna för att den anställde inte skall välja att satsa enbart på den med högre avkastning.<sup>6</sup>

### Några kontraktsteoretiska hypoteser

Principal agent-modellen i sin enklaste utformning innehåller en risk- och ansträngningsovillig agent samt en riskneutral principal. Den senare kan inte observera hur mycket den förre anstränger sig (eller i vilken utsträckning denne arbetar i samklang med ägarnas mål) och kan inte heller med säkerhet sluta sig till detta från utfallet, exempelvis företagets vinst, eftersom detta också påverkas av andra faktorer och slumpen. Agenten har vad som benämns privat information, inte minst om sig själv, dvs. information som inte kommer ägaren tillgodo. Man brukar tala om en situation med asymmetrisk information. Ägaren (principalen) kan genom att låta företagsledarens (agentens) belöning bero på utfallet få dennes incitament att närma sig ägarens. Eftersom företagsledaren antas vara riskovillig så måste denne kompenseras med en högre förväntad lön för den ökade risk ett sådant arrangemang innebär jämfört med om företagsledaren hade erhållit en fast lön. En kontraktsteoretisk tes kan därmed formuleras:

---

<sup>6</sup> Ett annat skäl till hög kompensation av chefer ger Gaumont & Merlateau (1993). De pekar på att chefers förvaltning av sina egen privata aktieportföljer konkurrerar med skötseln av chefsskapet. Ägaren bör konstruera ett kontrakt där det lönar sig för chefen att koncentrera sig på företagets fortlevnad och tillväxt istället för att ägna uppmärksamhet på den egna portföljförvaltningen. Detta är emellertid kostsamt. Ett sådant kontrakt kommer av naturliga skäl att innehålla ett krav på att det egna företagets aktier skall utgöra en viktig del av chefens privata aktieportfölj, ett s.k. pilotinnehav.

*Hypotes 1.* Ju högre en individs utfallsrelaterade lön är, desto mer kommer hon att kompenseras med en högre förväntad total lön.<sup>7</sup>

### Ägarstruktur och kontraktsprinciper

Separationen av ägande och kontroll innebär att ägarna har anledning att övervaka företagsledningens handlingar och beslut. För att få företagsledningen att tillvarata aktieägarnas intressen krävs en ändamålsenlig övervakning. Om ägarna skall granska ledningens arbete in i minsta detalj kan de lika gärna driva företaget själva. Övervakningen är dock inte kostnadsfri. Om en aktieägare investerar i att övervaka ledningen kommer denna information kostnadsfritt de andra ägarna tillgodo. Denna "free rider"-effekt gör att små aktieägare har små incitament att investera i övervakning (övervakningsprincipen och intensitetsprincipen). I ett företag med mycket koncentrerat ägande tillgodogör sig huvudägaren en stor del av den värdeökning som är resultatet av den noggrannare övervakningen. Detta är egentligen Hirschmans (1970) "exit voice"-argument, som innebär att stora ägare har incitament att påverka en företagsledning medan mindre intressenter tjänar på att rösta med fötterna och att placera sina pengar på ett annat sätt. Slutsatsen blir att vi kan förvänta oss mer övervakning i företag med koncentrerat ägande. Frågan är dock om den starka ägarens lägre kostnad för den noggranna övervakningen leder till riskövervältring (intensitetsprincipen).

Om det är möjligt att minska osäkerheten i utvärderingen av agentens prestation blir den nödvändiga riskpremien mindre.<sup>8</sup> Övervakning av företagsledningen ökar precisionen i bedömningen och följaktligen skulle behovet av riskövervältring vara mindre vid koncentrerat ägande, vidare skulle kontrakten

---

<sup>7</sup> Det kan noteras att hypotes 1 stöds av både principal agent- och effektivitetslöneresonemang. Detta är inte så konstigt eftersom de båda bygger på samma grundstruktur av ofullständig information, en moral hazard-situation. En lön kallas för "efficiency wage" om den sätts högre än marknadsklareringslönen. Poängen med att sätta en högre lön är att motivera den anställda att anstränga sig i sitt arbete. Genom att betala en effektiv lön belönar företaget ärlighet, något som motverkar fusk och stimulerar ansträngning. Konsekvenserna av att bli upptäckt vid bristande insats är då mycket kostsamma. (Se Milgrom & Roberts 1992, s. 252.) Samtidigt bör det uppmärksammas att till skillnad från principal agent-modellerna som behandlar intensitet i incitamentskontrakt, exempelvis andelen utfallsrelaterad lön, är det lönenivån som fokuseras i effektivitetslöneteorin. I den förra modellen bestraffas agenten genom att förlora pengar medan i den senare genom att förlora jobbet.

<sup>8</sup> En riskpremie definieras som "...the amount a person would be willing to pay to make the switch from a certain income to a random, with the same expected value" (Milgrom & Roberts 1992, s. 210). Man kan också uttrycka riskpremien som den genomsnittliga löneökningen som den anställda kräver för att acceptera en större variabilitet i lön.

ge svagare incitament (tolkat här som risken att förlora arbetet) och därmed en lägre lönenivå (Shapiro & Stiglitz 1984) jämfört med kontrakten i företag med spritt ägande. Exit voice-argumentet och effektivitetslöneteori skulle båda kunna tolkas som att ju mer information som erhålls via övervakning desto mindre är behovet av en hög lönenivå och av incitamentskontrakt och därmed kompensation för övervältring av risk. Ökad övervakning och hög lön är substitut i effektivitetslöneteori. Ökad övervakning och incitamentskontrakt skulle också kunna vara substitut.

Milgrom & Roberts' övervakningsprincip, innebär att övervakning lönar sig i situationer där individen är känslig för incitament och där det finns ett klart samband mellan beteende och vinst. Där övervakning går att genomföra och där det finns individer som reagerar på incitament, lönar sig incitamentskontrakt. Detta resonemang stöds av studier av den amerikanska "fast food"-branschen, i vilken en stor andel restauranger drivs på "franchise"-basis. Man har bl.a. funnit att chefer i franchiseägda restauranger, där ägaren får större del av vinsten och har stora incitament att övervaka, har lägre lön än chefer i restauranger som drivs av moderbolaget (Krueger 1990).

Som tidigare nämnts skiljer sig chefer åt med avseende på riskaversion. I Meyerson & Lang (1993) framgår att chefers riskbenägenhet påverkas av ägarstrukturen. En VD, som etablerat ett partnerskap med ägarna eller ägaren, har ett effektivt skyddsnät (fall back-garanti) vid oönskade händelser. I den nämnda studien visas att en chef som ingått ett partnerskap med ägaren bör vara mer riskbenägna än hans kollega utan partnerskap.<sup>9</sup> Vid partnerskap finns en underförstådd överenskommelse mellan ägare och VD som stipulerar att vid kris bör ägaren och VD vara gemensamt ansvariga och att VD inte utan vidare avskedas från sitt arbete. Meyerson (1992) fann att sannolikheten för etablering av partnerskap är större i ägarkoncentrerade företag än i spritt ägda företag.<sup>10</sup> Eftersom ägarstrukturen mer eller mindre direkt påverkar chefers riskbenägenhet är det troligt att partnerskap påverkar den ekonomiska kompensationen, dvs. de explicita ekonomiska kontrakten.

---

<sup>9</sup> Med riskovilliga chefer menar jag chefer som försöker handla på ett sådant sätt att de undviker alltför stor variation i sin framtida inkomst.

<sup>10</sup> Partnerskapet är ett uttryck för ett ömsesidigt beroendeförhållande mellan ägare och VD. VD har privat information som ökar ägarens beroende av honom. VDs önskan att få inflytande är beroende av ägarens förtroende för att få tillgång till finansiellt kapital. Ett mått på partnerskap som används i Meyerson (1992) är graden av delegering av kontroll från ägare till VD. Ett annat indicium är om ägarna tar med sig VDn till nya uppdrag vid försäljning av företaget.

I de fall där ägarkoncentrationen är stark finns riskneutrala chefer som tolererar stor variabilitet i sin inkomst. I spritt ägda företag där fall back-garantier inte går att etablera på samma sätt som i den första typen av ägarstruktur blir riskövervältringen mycket kostsam vilket innebär att dessa företag kommer att ledas av chefer som är riskaverta.<sup>11</sup>

Följaktligen verkar både övervakningsprincipen och intensitetsprincipen mer troliga som förklaringar till benägenheten till riskövervältring i kompensations-system i olika typer av företag. Ägare med incitament att övervaka har till sitt förfogande chefer som är mer riskbenägna och därmed reagerar på ett kontrakt baserat på stark koppling mellan vinst och beteende. Ägare som röstar med fötterna har till sitt förfogande chefer som är riskovilliga. Kostnaden för riskövervältring blir i dessa fall relativt hög.

Utfallsrelaterad kompensation ges i olika former. Exempel på kompensationslag som innehåller ett visst mått av risk är tantiem, även benämnt bonus.<sup>12</sup> Detta kopplas till en individs enskilda eller en grups kollektiva prestation. Aktier skiljer sig från tantiem, och i ännu högre grad från optioner, i det att en aktiepost med samma förväntade värde som en tantiemöverenskommelse eller ett optionsinnehav har mer varians än dessa. Följaktligen kan vi förvänta oss att ägare i företag med mycket koncentrerat ägande har starka skäl att övervaka förvaltningen av det investerade kapitalet. Dessa ägare etablerar partnerskapsliknande förhållanden med cheferna vilket påverkar deras riskbeteende. Med riskneutrala chefer kommer överenskommelserna att präglas av ökad intensitet i kompensationskontrakten. Kontrakt som innehåller stor andel risk, dvs. där den utfallsrelaterade delen av lönen är stor, kommer att vara vanligare i ägarkoncentrerade företag än i spritt ägda företag. Hypotes 2 kan därför formuleras på följande sätt.

*Hypotes 2.* Chefer i företag med ägare med dominerande aktieinnehav (stort kontrollerande aktieinnehav) förväntas ha sin utfallsrelaterade del av total kompensation i företaget aktier medan chefen i företag med spritt ägande företrädesvis har sin del i tantiem.

---

<sup>11</sup> Trots fallskärmar kommer dessa chefer ändå att vara mer riskovillig i sina handlingar än kollegorna i den motsatta typen av ägarförhållanden eftersom humankapital och socialt kapital inte är diversifierbart. Önskade uppköp eller andra oförutsebara händelser kommer att leda till större osäkerhet för dessa chefer än för kollegorna i ägarkoncentrerade företag.

<sup>12</sup> Lexikaliskt betyder *tantiem*: andel i vinst som tillägg till lön. *Bonus* har en bredare betydelse: tillägg eller återbäring. I föreliggande studie används dessa två begrepp synonymt. Därför används termen tantiem som ett samlingsnamn på olika typer av tantiem och bonus.



### Ofullständig information och sociala kontrollmekanismer

Ägare kan utnyttja indirekta sociala kontrollmekanismer för att göra en situation med asymmetrisk information, chefens privata information, mer symmetrisk. Skillnader i inkomst bland agenter som upplever sig som lika duktiga kan skapa incitament hos dessa att vidareförmedla privat information i syfte att använda den för att förbättra sin egen inkomst (se Arnott & Stiglitz 1991).<sup>13</sup> Holmström & Milgrom (1990) beskriver en strategi där en förman övervakar medarbetarna men inte har intresse av att ingå hemliga överenskommelser med de övriga agenterna. Inom sociologin framkommer i empiriska undersökningar tendenser till hemliga mer eller mindre explicita överenskommelser om grad av ansträngning i arbetet (maskningsaktioner, hålla nere arbetsintensiteten för att kontrollera ackorden, se Petersen 1992 för diskussion).

En ägare kan förstärka lojaliteten mellan sig och VD på bekostnad av lojaliteten mellan VD och resten av ledningsgruppen genom att differentiera kompensationskontrakten. Lazear & Rosen (1981) har föreslagit att låg lön i början av karriären och hög lön i slutet leder till lägre omsättning av personal i företaget, dvs. en typ av förstärkt lojalitet hos de anställda. Ju högre upp en position är i hierarkin desto viktigare blir skillnaden i lön vid nästa positionsflyttning. En sådan lönesättning innebär exempelvis att VDs lön är kvalitativt annorlunda konstruerad eller ligger på en mycket högre nivå än övriga ledamöters lön. Innehavaren har således incitament att stanna i sin organisation och använda sin privata information till företagets fromma.

En ägare med ett kontrollerande innehav ökar övervakningsmöjligheten vilket minskar problemet med privat information. Behovet av att förstärka lojaliteten skulle därför vara mindre i ägarkoncentrerade företag än i spritt ägda företag. Härav följer den tredje hypotesen.

*Hypotes 3.* Skillnaden mellan VDs och övriga ledningsgruppsmedlemmars lön är större i företag med spritt ägande än i företag med stark ägarkoncentration.

I ägardominerade företag har VD, med sin speciella lojalitet till ägaren, naturligtvis ett intresse av att göra den övriga ledningsgruppens privata informa-

---

<sup>13</sup> Man kan naturligtvis ifrågasätta värdet av denna information. Den egna positionen kan förbättras genom att information om andras relativa prestationer förvanskas och förvrängs. Därmed minskar värdet av den gemensamma informationen för principalen.

tion till gemensam. I enlighet med Arnott & Stiglitz' (1991) resonemang finns det skäl för VDn att tillåta en kraftig variation i kompensationsnivå mellan medlemmarna i ledningsgruppen. VDn i spritt ägda företag är främst lojal mot sin ledningsgrupp. Den samhörighet som behövs i denna grupp hotas om kompensationskontrakten skiljer sig åt alltför mycket. Hypotes fyra kan därmed formuleras på följande sätt.

*Hypotes 4.* Variationen i övriga ledningsgruppsmedlemmars, förutom VDs, totala inkomst är större i ägardominerade företag än i företag med spritt ägande.

## **En beskrivning av kompensationsystem i svenska börsnoterade företag 1985**

I praktiken är variationen i kompensationsystem liten mellan de svenska börsnoterade företagen under 1980-talet. En kompensationsplan kan innehålla fast lön, förmånliga lån till köp av företagsaktier, konvertibler och optioner samt annan utfallsrelaterad kompensation såsom tantiem. I USA finns en rikare flora på kompensations typer: långsiktiga och kortsiktiga "performance plans" (se Arreglado 1991). Det hävdas ofta att kompensationen av chefer är asymmetrisk i det västerländska systemet. Chefer belönas för goda initiativ men bestraffas inte. Ett exempel på denna asymmetri i belöningsystemet är aktieoptioner. Bra prestation belönas men ingen direkt kostnad är förenad med misslyckanden. "Asymmetry in financial payoffs helps to offset the greater weight that risk-averse managers give to the decrease in the value of their human capital that follows a failure than they give to the increase that follows success and that thus leads them not to want to take risks" (Milgrom & Roberts 1992, s. 431). Det finns dock skäl att hävda att belöningsystemet i västerlandet inte nödvändigtvis är asymmetriskt. Kontrollstrukturen är av betydelse för förekomsten av negativa utfall. Aktiekompensation exempelvis innehåller en bestraffningskomponent. Den vanligaste bestraffningen är att mista arbetet (Gilson & Vetsupens 1993).

En typisk japansk VD i ett stort företag (30 miljarder dollar försäljning) tjänar 17 gånger så mycket som en medelbetald arbetare i samma företag. I Frankrike och Tyskland är skillnaden 24 och i USA 109. När kontroll görs för företagsstorlek jämnar skillnaderna ut sig något. I USA är kompensationsystem med långsiktiga utfallsrelaterade kontrakt, som tantiem, aktieoptioner och konvertibler, mycket vanliga (Arreglado 1991).

”Long term incentive pay components” är de system som möjliggjort den enorma förmögenhetstillväxten hos amerikanska chefer under 1980-talet. Milgrom & Roberts (1992, s. 427) rapporterar att ”Direct performance pay now accounts for the bulk of compensation for CEOs of large U.S. companies with annual bonuses contributing 25% and long term incentives accounting for 36% of total compensation”.

De stora skillnaderna i kompenationssystem mellan Sverige och andra länder såsom USA, rör avvägningen mellan fasta och rörliga samt kortsiktiga och långsiktiga belöningar. Institutionella skillnader mellan länder kan påverka typen av kompenation. Ett typiskt sådant system är skattesystemet. I Sverige beskattades lön före 1988 högre än i många andra länder. Förmånliga skattevillkor för aktier och lån gjorde att många svenska företagsledare tog ut sin belöning från företaget genom förmånliga lån till köp av aktier eller styrelseplatser i utlandet.

En annan institutionell skillnad är det finansiella systemet. Sverige brukar hänföras till ett så kallat bankorienterat system medan USAs system är marknadsorienterat (Rybczynski 1993, Berglöf 1990). Karaktäristiskt för det bankorienterade systemet är långsiktiga affärsrelationer mellan företag och bank. ”Take over”-marknaden som disciplinärt instrument var under 1980-talet mer utvecklat i det marknadsorienterade finansiella systemet. I det första fallet kan bestraffning av en chefs prestation ske på ett mildare sätt jämfört med i det andra fallet där en chef sparkas ut i kylan. I det senare fallet kan vissa typer av försäkringsystem krävas som inte behövs i det första fallet.

## Variabler och urval

Detaljerad information om chefers kompenationskontrakt är sällsynt i forskningen. Känslig information som exempelvis toppchefers löner och sociala kontakter i arbetet kan synas svårt att erhålla. Det har i tidigare studier visats sig vara möjligt att få tillgång till denna typ av data. I Meyerson (1992) finns tidigare svåråtkomlig information om chefers sociala kontaktmönster. I föreliggande material visas, om än för ett litet, icke-slumpmässigt urval, att chefer som tillhör ledningsgrupper också kan vara villiga att berätta om sina lönevillkor och lönesystem. De företag ledningsgrupperna representerar skiljer sig dock inte i väsentliga avseende, såsom ägarstruktur och marknads- och sysselsättningsstorlek, från den totala populationen av börsnoterade företag 1985 (se Meyerson 1992, kapitel 1).

Ur populationen svenska börsnoterade företag som existerade på marknaden 1980 och 1985 valdes 32 företag med det starkast negativa värdet på prestationsmålet "abnormal return".<sup>14</sup> Urvalskriteriet motiveras av en tidigare studie, där detta datamaterial användes, där huvudfrågan gällde krisföretags återhämtning på aktiemarknaden.

Av dessa medverkade 29 företag i den första intervjuomgången om humankapital och socialt kapital. I den andra omgången om kompensationskontrakt valde en företagsledning att avstå. I denna studie ingår således 28 företag. Bortfallet av fyra företag beror på dels att ledningsgrupperna i två av dessa hade ledningsgrupper bestående av endast två personer, vilket är för litet för rimliga gruppanalyser, dels att på ledningsgrupperna i två av företagen avböjde att medverka p.g.a. missnöje med undersökningens uppläggning. Av 147 ledningsgruppsmedlemmar i ursprungsurvalet är 123 medlemmar med i suburvalet. Av de 28 företagsledningarna ingår VD i 20 av dessa. Av resterande 8 VD:ar har tre avlidit och fem avböjt att medverka.

Informationen om kompensationskontrakt som t.ex. optionsavtal, fast inkomst och utfallsrelaterade belöningar samt fallskärmsavtal, arvoderade styrelseuppdrag har framkommit genom personliga intervjuer (se Bilaga, Frågeformulär). Vidare har information om företagsledarnas humankapital (utbildning och yrkeshistoria) samt demografiska data (födelseort, social bakgrund, uppväxtort och civilstånd) samlats in. Medlemmarnas sociala kapital (kontaktstrukturer inom ledningsgruppen och utanför företaget) ingår också i datamaterialet.

## **Fast lön**

Den fasta lönen utgör den huvudsakliga ekonomiska compensationen för ledningsgruppsmedlemmarna i urvalet. Alla utom två personer i ledningsgrupperna hade 1985 fast lön. En VD hade i snitt 767 525 kronor om året i fast lön. Spridningen var mellan 200 000 och 1 840 050 kronor. För ledningsgruppen i övrigt var medellönen 484 886 kronor i fast lön och spridningen mellan 140 000 och 2 400 000 (se Appendix).

---

<sup>14</sup> Abnormal return definieras som skillnaden mellan den faktiska och den förväntade avkastningen på en aktie. Den förväntade avkastningen är linjärt relaterad till den förväntade avkastningen på en s.k. marknadsportfölj. Styrkan i detta samband beror på aktiens grad av samvariation med marknadsportföljen.

Vidare visar uppdelningen på ägarstruktur i tabell 1 att den genomsnittliga fasta lönenivån är högre i spritt ägda företag än i koncentrerat ägda företag.

Vid samtal med ansvariga för löneförhandlingar och rekrytering till topppositionerna inom några olika ägarsfärer har framkommit att principen om "rättvisa" löner även på chefsnivå är väsentlig. Begreppet rättvis gavs innebörden att alltför stor spridning av lön i ledningsgruppen oavsett prestation var negativ för arbetsmoralen. För stor spridning skapar split. Denna tanke fanns hos alla, utom en, oberoende av position.

**Tabell 1 Medellön vid olika ägarkoncentrationer (CR) uppdelad på VD och övriga ledningsgruppsmedlemmar exklusive VD (TEAM)**

Ägarkoncentration*	VD (n)	TEAM (n)
Spritt ägande CR < 47,56% (n=48)	871 167 (9)	568 936 (39)
Koncentrerat ägande CR > 47,56% (n=73)	682 727 (11)	433 644 (62)

\* Vid uppdelningen mellan spritt och koncentrerat ägande användes den genomsnittliga ägarkoncentrationen vars brytpunkt är 47,56%. (Se Appendix, tabell A2.)

Anm: Siffrorna inom parentes anger hur många som tillhör kategorin.

### Utfallsrelaterad lön

Av 123 ledningsgruppsmedlemmar har 32 personer tantiem. Årlig tantiemplan kan vara konstruerad på många olika sätt. Den kan vara relaterad till ett mål såsom: 1. inget explicit, utan regleras godtyckligt av arbetsgivaren; 2. procent av avkastning på sysselsatt kapital; 3. procent av avkastning på eget kapital; 4. procent av utdelning; 5. procent av omsättning; 6. procent av vinst över branschens genomsnittliga vinst; 7a. procent av vinst efter avskrivning, eller procent av vinst efter finansnetto; 7b. procent på koncernvinst efter finansiella poster; 7c. procent av vinst efter avskrivning men före räntor och dispositioner, med ett tak på 25% av årslönen; 7d. avkastning på arbetande kapital vid årets slut minus arbetande kapital vid årets början multiplicerat med månadslönen men maxmalt 15% i avkastning samt 8. annan konstruktion såsom visst bestämt belopp om avkastningen på företagets aktiekapital överstiger den långa räntan med 5%.

**Tabell 2 Fördelning av tantiemtyp**

Tantiemtyp	1	2	3	4	7	8
Frekvens	2	10	2	1	15	2

I tabell 2 sammanfattas fördelningen på de olika tantiemtyperna. De två vanligast typerna är procent av vinst (typ 7) och procent av avkastning på sysselsatt kapital (typ 2). Varken procent av omsättning (typ 5) eller det relativa utfallsrelaterade måttet procent av vinst över branschens genomsnittliga vinst (typ 6) används.

Vid intervjuer med representanter för ägarna i de viktigaste svenska ägarsfärerna har framkommit en genomgående princip för fastställandet av tantiem. Det finns ett tak där det utfallsrelaterade tantiemet inte bör utgöra mer än 30–50% av den fasta lönen. Representanter för spritt ägda företag hävdade att för stor variabilitet i chefernas individuella löner hotar stabiliteten i deras privatekonomi och därmed deras bedömningsförmåga. Deras privatekonomi bör vara trygg med inte alltför stora variationer i inkomst.

Representanter för koncentrerat ägande argumenterade mot så kallad kort-siktig lönsamhetsrelaterad kompensation utifrån två ståndpunkter. Problemen är stora med att konstruera rimliga och effektiva individuella prestationsmått. En VD utför dessutom många olika arbetsuppgifter och har liten kontroll över vissa faktorer. Dessa två omständigheter skulle leda till att de skickliga och ambitiösa personerna som kan välja mellan olika arbeten aldrig skulle ge sig in i dylika osäkra arbeten (adverse selection-argumentet). Vidare anfördes betydelsen av att få ihop en teamanda vilket skulle bli svårt om den individuella prestationen i alltför hög grad belönades på bekostnad av teamprestationen. (Att vissa individer ändå blir belönade individuellt via beföringssystemet sågs däremot som något naturligt.)

I tabell 3 visas att nivån på tantiemet är högre i spritt ägda företag jämfört med i koncentrerat ägda företag. Den genomsnittliga andelen tantiem av fast lön och tantiem är 33% (n=32) för hela ledningsgruppen men 30% (n=27) för ledningsgruppen exklusive VD. För VD är andelen tantiem 48% (n=5).<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup>

$$\frac{\sum_{i=1}^n (\text{tantiem} / \text{tantiem} + \text{fastlön})}{N}$$

för alla som har tantiem.

Av de 109 personer som hade aktier hade 43 personer mer än 50% av sin portfölj i företagets aktier. Nio personer har företagsoptioner och 22 personer har konvertibler. I tabellerna 4 och 5 visas avkastningen på värdepapper i förhållande till total inkomst. Avkastningen på värdepapper är beräknad som 10% av värdepapprets värde (se också Appendix, tabellerna A2, A3 och A4). Avkastningskriteriet är motiverat av att individen vid beslutstillfället inte kände till den faktiska avkastningen utan baserade sitt beslut på den historiska, genomsnittliga avkastningen på aktien.<sup>16</sup> Total inkomst beräknas på fast lön, tantiem samt avkastning på företagsoptioner, konvertibler och företagsaktier.

**Tabell 3** Värdet av tantiem vid olika ägarkoncentrationer (CR) uppdelat på VD och ledningsgruppsmedlemmer exklusive VD (TEAM)<sup>17</sup>

Ägarkoncentration (CR) <sup>a</sup>	VD (n)	TEAM (n)
Spritt ägande CR < 47,56% (n=48)	5 400 000 (4)	313 667 (15)
Koncentrerat ägande CR > 47,56% (n=73)	400 000 (1)	93 917 (12)

<sup>a</sup> Ägarkoncentrationens brytpunkt erhålls genom att samplets företags genomsnittliga ägarkoncentration tas på 47,56%.

*Anm:* Siffrorna inom parentes anger hur många som tillhör kategorin.

**Tabell 4** Avkastningen på värdepapper i förhållande till total inkomst i procent hos ledningsgruppen i spritt ägda företag

Värdepapper	VD (n)	TEAM (n)
Aktieoptioner	0,1 (1)	0,7 (4)
Konvertibler	0 (0)	1,8 (9)
Aktier	18,2 (9)	25,3 (39)
Företagsaktier	16,0 (9)	17,3 (33)
Totalt antal observationer	9	41

*Anm:* Siffrorna inom parentes anger hur många som tillhör kategorin.

<sup>16</sup> Avkastningskriteriet på 10% utgörs av 3% riskfri del, 5% genomsnittlig inflation och 2% genomsnittlig riskpremie.

<sup>17</sup> Ägarkoncentration (CR) är korrelerat med marknadsvärdet (MV)  $-0,27$ .

**Tabell 5 Avkastningen på värdepapper i förhållande till total inkomst i procent hos ledningsgruppen i företag med koncentrerat ägande**

Värdepapper	VD (n)	TEAM (n)
Aktieoptioner	0,5 (1)	1,0 (4)
Konvertibler	10,3 (3)	1,0 (9)
Aktier	55,7 (10)	37,0 (51)
Företagsaktier	51,7 (9)	28,1 (39)
Totalt antal observationer	11	62

*Anm:* Siffrorna inom parentes anger hur många som tillhör kategorin.

Av chefer i spritt ägda företag som har aktier utgörs dessa av 68% företagsaktier medan andelen företagsaktier är 75% för chefer i ägarkoncentrerade företag. I tabellerna 4 och 5 framkommer vidare att ledningsgruppsmedlemmar i spritt ägda företag, exklusive VD, sprider sina risker så att aktieportföljen är diversifierad. Den består i huvudsak av andra aktier än aktier i det företag där medlemmarna får lön. Situationen är något annorlunda i företag med koncentrerat ägande där ledningsgrupperna tenderar att ha en mer odiversifierad aktieportfölj. Samma förhållande gäller om vi jämför verkställande direktörens olika riskstrategier i företag med olika ägarkoncentration, även om tendensen inte är lika utpräglad som för de övriga medlemmarna.

Avkastningen på företagsaktier som andel av total kompensation, dvs. tantiem, styrelsearvode, fast lön och avkastning på företagsaktieportföljen, är 13% (n=90). För ledningsgruppen exklusive VD är den 12% (n=72) och för VD 16% (n=18).

Eftersom den utfallsrelaterade kompensationen kan ha påverkats av urvalsinstrumentet abnormal return (AR) ingår denna variabel som en kontrollvariabel i relevanta regressionsanalyser i det följande. Generellt är måtten på de utfallsrelaterade kompensationsvariablerna behäftade med åtminstone ett systematiskt mätfel. Detta fel hänger samman med att den utfallsrelaterade kompensationsnivån är korrelerad med det faktum att företaget ingår i samplet. Den utfallsrelaterade kompensationen påverkas av företagets resultat vilket också påverkar sannolikheten för selektion till samplet. Detta mätfel, kan vi dock sluta oss till, går åt ett och samma håll för alla företag; alla företags utfallsrelaterade kompensationsnivåer är med stor sannolikhet undervärderade jämfört med en normal population svenska börsnoterade företag.



### Omförhandlingar av kompensationskontrakt

Styrelseordföranden är den som sätter lönevillkoren för VD. Lönevillkoren för de övriga medlemmarna i teamet bestäms i de flesta fallen av VD. (Se tabellerna 6 och 7.) I de flesta fall finns en automatik i löneförhandlingarna. Varje år justeras lön (tantiem och fast lön) uppåt med en viss procent. Få chefer initierar själva en löneförhandling. Vid samtal med medlemmar ur ledningsgrupperna framkom en tydlig förhandlingsregel: att invänta VDs eller styrelsens initiativ. Är chefen inte nöjd med sitt avtal lämnar han företaget. Att förhandla om sin lön upplevs av flera som förödmjukande.

**Tabell 6 Initiativ till och fastställande av kompensation**

Kategori	VD	TEAM
Ordförande	20	19
VD	0	78
ViceVD	0	3
Sätter egen lön	0	1
Ordförande och VD	0	1

**Tabell 7 Frekvenser för hur ofta lön omförhandlas**

Intervall	VD	TEAM
Varje år	14	89
Vartannat år	3	4
Mer sällan än ovan	3	5
Oregelbundet	0	3

### Förmåner

Så kallade *fringe benefits* fördelar sig relativt jämt över gruppen och består ofta av bil, telefon och tidning. *Styrelsearvoden* hade 32 personer varav 5 av dessa var VD. Det genomsnittliga värdet styrelsearvodet var 141 718 kronor 1985. För VD var den genomsnittliga inkomsten 292 000 kronor och för andra teammedlemmar 113 889 kronor. Tabell 8 visar fördelningen uppdelad på ägarstruktur.

**Tabell 8 Styrelsearvode uppdelat på ägarkoncentration och befattningskategori**

Ägarkoncentration	Sprittd ägande		Koncentrerat ägande	
	VD	TEAM	VD	TEAM
Styrelsearvode	350 000 (4)	151 000 (15)	60 000 (1)	67 500 (12)

Anm: Siffrorna inom parentes anger hur många som tillhör kategorin.

*Avgångsvederlag* är kompensation som en individ kan få vid avsked eller friställande. Det är vanligtvis en lön som utbetalas alltifrån några månader upp till 2 år. Denna typ av avtal kombineras ofta med den mycket vanliga så kallade 60-årsregeln vilken innebär att efter det att chefen fyllt 60 år erhåller han vid friställande en viss procent av lönen fram till pensionering. *Fallskärmsavtal* definieras här som kompensation som stipulerats i kontrakt. Oberoende av vem som säger upp avtalet utgår kompensationen. I fallskärmsavtal kan kompensationen bestämmas på något av tidigare angivna sätt, exempelvis ett visst antal årslöner eller en viss procent av årslönen fram till pension.

**Tabell 9 Avgångsvederlag och fallskärmsavtal uppdelat på ägarkoncentration och befattningskategori**

Ägarkoncentration	Koncentrerat ägande (72)		Sprittd ägande (48)	
	TEAM	VD	TEAM	VD
Avgångsvederlag	12	7	11	1
Fallskärmsavtal	8	2	4	0
60-årsregel eller liknande	1	0	3	3
Flera kombinationer	2	0	0	0
Totalt antal	23	9	18	4

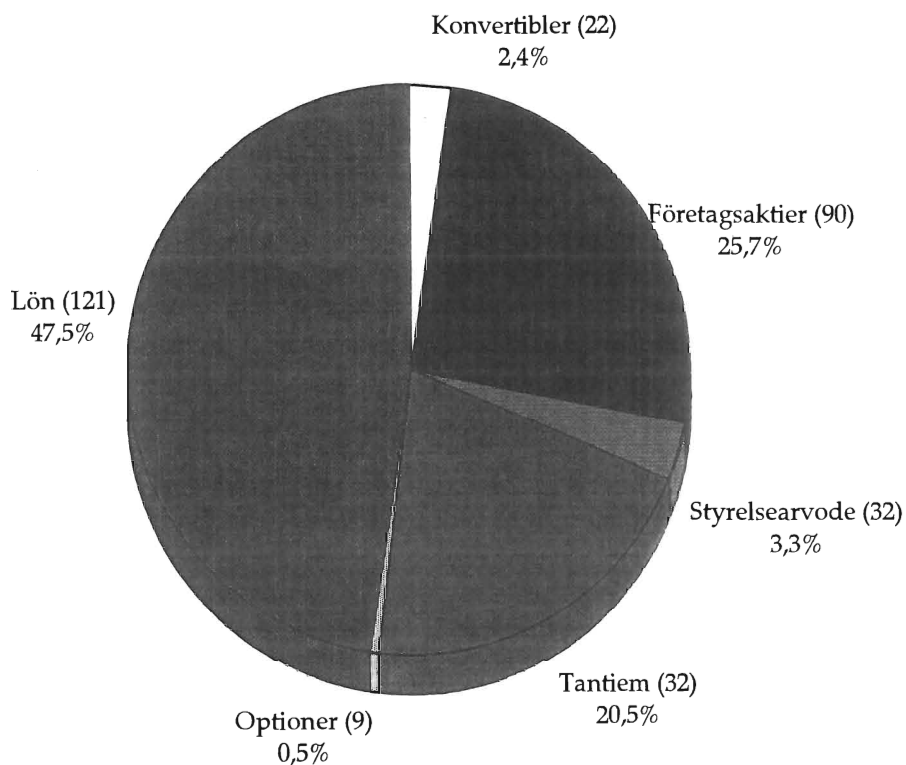
Anm: Siffrorna inom parentes anger hur många som tillhör kategorin.

I sprittd ägda företag har 28 av totalt nästan 50 personer inga kontrakt. I ägarkoncentrerade företag är 41 personer av totalt 72 utan avgångs- och fallskärmskontrakt. Ett fåtal chefer i ledningsgrupper hade fallskärmsavtal 1985. I ägarkoncentrerade företag hade 13% fallskärmar medan 8% hade fallskärmar i sprittd ägda företag.

En sammanfattande bild av fördelningen av kompensationsslag för hela undersökningsgruppen visas i figur 1. Av den totala kompensationen i undersök-

ningsgruppen utgör 47,5% fastlön, 25,7% avkastning från företagsaktier och 20,5% tantiem. Av 123 chefspersoner hade 121 fastlön, 32 personer hade tantiem och 90 personer hade företagsaktier.

**Figur 1 Fördelning av kompensationslag för hela undersökningsgruppen (123 personer)**



## Bestämningsfaktorer för kompensationsystem

Den första hypotesen, ju högre en individs utfallsrelaterade lön är desto mer kommer hon att kompenseras med en högre förväntad total lön, testades med följande modell:

$$LgY_{tot} = \alpha + \beta_1 * Y_{tanboand} + \beta_2 * Y_{shareand} + \beta_3 * Y_{conopand} + \beta_4 * CR + \beta_5 * MV + u_i$$

där  $Y_{tot}$  definieras som summan av fast inkomst, tantiem, styrelsearvoden samt 10% avkastning på värdet av optioner, konvertibler och aktier i företaget, och där CR är graden av ägarkoncentration samt MV företagens marknadsvärde. Andelen tantiem ( $Y_{tanboand}$ ) definieras som värdet av tantiemet för ledningsgruppsmedlem dividerat med total kompensation  $Y_{tot}$ . Variabeln  $Y_{shareand}$  definieras som 10% av företagsaktiernas marknadsvärde dividerat med total inkomst. Variabeln  $Y_{conopand}$  definieras som 10% av optionernas och konvertiblernas marknadsvärde dividerat med total inkomst. Tre kontrollvariabler finns med: ägarkoncentration (CR), storleken på företaget mätt som marknadsvärdet (MV) och selektionsvariabeln abnormal return (AR).<sup>18</sup> Se tabell 10 för regressionsresultatet.

**Tabell 10 Testresultat av förhållandet mellan kompensationsnivå och riskexponering**

Exogena variabler	Endogena variabler	
	$LY_{tot}$	t-värden
$Y_{tanboand}$	1,7127*	6,151
$Y_{shareand}$	2,6184*	11,423
$Y_{conopand}$	1,3845	1,751
Kontrollvariabler		
AR	-0,6046	-0,831
CR	-0,0053	-1,703
MV	0,0002*	4,929
$R^2 = 0,6324$ Adj $R^2 = 0,6134$ Antal observationer: 123		

\*Signifikant på 5% nivå.

Vi ser att en stor andel risk i kompensationen höjer den totala kompensationen. Hypotes 1 får därför stöd i det empiriska materialet.

Den andra hypotesen — chefer i företag med ägare med dominerande aktieinnehav (stort kontrollerande aktieinnehav) förväntas ha sin utfallsrelaterade del

<sup>18</sup> Korrelationen mellan ägarkoncentration och marknadsvärde är -0,27. Marknadsvärdet är vidare starkt korrelerat ( $r=0,92$ ) med ett annat mått på företagsstorlek, nämligen antalet sysselsatta i företaget (EMPLOY). Därför används marknadsvärdet i första hand som indikator på företagsstorlek.

av total kompensation i företagets aktier, medan chefer i företag med spritt ägande företrädesvis har sin del i tantiem — gav också förväntat resultat. Hypotesen prövades med flera olika regressioner. Den första regressionen innehåller den endogena variabeln riskgrad som definieras som andelen högriskkompensation som mäts som 10% av företagsaktiernas marknadsvärde dividerat med den totala kompensationen, ( $Y_{\text{SHAREAND}}$ ) (se tabell 11).<sup>19</sup> Sambandet mellan de något mindre riskfyllda kompensationsformerna, ( $Y_{\text{TANCON}}$ ) definierade som 10% av marknadsvärdet på optioner, konvertibler och värdet på tantiem dividerat med den totala kompensationen, och ägarkoncentration prövades med två regressionsekvationer (se tabell 11). De olika kontrollvariablerna är: ledningsgruppsstorlek (TEAM), företagsstorlek mätt som marknadsvärde (MV), abnormal return (AR) samt indikatorer för partnerskap. Tre proxyvariabler för partnerskap mellan VD och ägare används i den regressionsekvationen (se tabell 11). Partnerskap, definierat som ägarens eller ägarnas benägenhet att delegerar kontrollen, dvs. rekrytering av företagsledningen, mäts med de tre variablerna: NOCEO definierad som procent av alla ledningsgruppsmedlemmar som rekryteras av någon annan än VD; CEOREK definierad som 1 om VD rekryter sin efterträdare och 0 om annan rekryterar VD samt TEAMREC definierad som andelen ledningsgruppsmedlemmar (exklusive VD själv) som rekryteras av VD.

Vi ser i tabell 11 att hypotes 2 får stöd i det empiriska materialet. Andelen högrisklön ( $Y_{\text{SHAREAND}}$ ) ökar med ägarkoncentration medan andelen lågrisklön ( $Y_{\text{TANCON}}$ ) minskar med ägarkoncentration. Kontrollvariabeln företagsstorlek mätt som marknadsvärde visar ett icke signifikant negativt samband med andelen högriskkompensation och lågriskkompensation. Regressionsekvation  $Y_{\text{TANCON}}$ , det vill säga den mindre riskfyllda kompensationsformen, med partnerskapsvariablerna visar att dessa inte ger någon nämnvärd förändring av resultatet. Ägarkoncentrationen är signifikant negativt korrelerad med lågriskkompensation, men det justerade värdet för  $R^2$  stiger betydligt om partnerskapsvariablerna inkluderas.

---

<sup>19</sup> Dessa resultat bör beaktas med försiktighet eftersom det är oklart hur mycket av företagsaktieinnehav är en följd av belöningsambitioner från ägarnas sida. Vanligt under 80-talet var att erbjuda chefer förmånliga lån till köp av företagets aktier.

Tabell 11 Testresultat av kompensationskontrakt med olika riskexponering

Exogena variabler	Endogena variabler	
	$Y_{\text{SHAREAND}}$	$Y_{\text{TANCON}}$
CR	0,0027* (2,165)	-3,3132* (-2,528)
Kontrollvariabler		
AR	0,8055* (2,770)	120,266 (0,418)
TEAM	-0,0232* (-2,538)	1,5646 (0,173)
MV	0 (-1,114)	-0,02 (-1,389)
NOCEO	-0,0002 (-0,935)	0,4537 (0,239)
CEOREK	0,380 (0,755)	80,4907 (1,617)
TEAMREC	0 (-0,063)	-1,0319 (-0,827)
R <sup>2</sup>	0,1590	0,1065
Adj R <sup>2</sup>	0,1078	0,0521
Antal observationer	123	123

\* Signifikant på 5% nivå.

Anm: t-värden inom parentes.

Vid test av hypotes 3 — skillnaden mellan VDs och övriga ledningsgruppsmedlemmars lön är större i företag med spritt ägande än i dem med koncentrerat ägande — används den endogena variabeln ( $Y_{\text{FIXSAL}}$ ) som mäter differensen i fast lön mellan VDn och den genomsnittliga lönen för resten av ledningsgruppen. Kontrollvariablerna är här företagsstorlek mätt som marknadsvärde (MV), teamstorlek (TEAM) samt graden av ledningsgruppsintegration (GU)<sup>20</sup> (se Appendix, tabellerna A1 och A2). Hypotes 3 — testad med regressionskvation  $Y_{\text{FIXSAL}}$  — får inte något stöd av det empiriska materialet (se tabell 12). Antalet observationer är dock bara 20 vilket egentligen är alltför litet för denna typ av test. Med partnerskapsvariablerna inkluderade ändras inte resultatet. Däremot

<sup>20</sup> Ledningsgruppsintegration mäter hur sammansvetsad gruppen är med avseende på gemensamma värderingar och umgänge.

spelar kontrollvariabeln teamstorlek roll för löneskillnaden mellan VD och resten av ledningsgruppen. Ju större ledningsgrupp desto större blir skillnaden i lön. Dessa variationer ökar med antalet medlemmar i ledningsgruppen.

Det är oklart om företagsaktier ingår som ett aktivt belöningsinstrument för ledningsgruppsmedlemmar och därför finns det goda skäl att också testa en endogen variabel som inte innehåller denna del. Den endogena variabeln som mäter all kompensation utom företagsaktieavkastning, ( $Y_{TOTINC2}$ ), testas tillsammans med proxyvariablerna för partnerskap mellan VD och ägare (tabell 12).<sup>21</sup>

**Tabell 12 Resultat av test av skillnader i teammedlemmarnas ersättning**

Exogena variabler	Endogena variabler	
	$Y_{yFIXSAL}$	$Y_{TOTINC2}$
CR	-0,3844 (-1,738)	-0,0598* (-2,079)
Kontrollvariabler		
TEAM	0,0753* (3,003)	-0,5564 (-1,642)
MV	0,0004 (1,088)	-0,0034 (-1,206)
GU	0,2641 (1,071)	-2,6270 (-1,371)
NOCEO	-	-0,1888 (-1,947)
CEO	-	-2,5538 (-1,074)
TEAMREK	-	-0,1507* (-2,235)
R <sup>2</sup>	0,4418	0,6128
Adj R <sup>2</sup>	0,2929	0,3870
Antal observationer	20	20

\* Signifikant på 5% nivå.

Anm: t-värden inom parentes.

<sup>21</sup> Kontrollvariabeln abnormal return (AR) tas inte med i de följande regressionerna. Vi antar att selektionseffekten är densamma för alla individer i undersökningsgruppen.

Hypotes 3 — att löneskillnaderna mellan VD och övriga ledningsgruppsmedlemmar är större i företag med spritt ägande — får stöd av det empiriska materialet när den endogena variabeln är total kompensation exklusive företagsaktieavkastning. Ju mer spritt ägande desto större är skillnaden mellan VDs och den övriga ledningsgruppens kompensation.

I Meyerson (1992) framkom att det var vanligare med integrerade grupper (GU) i spritt ägda företag än i företag med koncentrerat ägande. Även om inte variabeln gruppintegration är signifikant på 5 procentsnivån så är tecknen i överensstämmelse med tidigare resultat. Ju mer integration desto mindre variation i inkomst mellan VD och övriga medlemmar. Vidare visar partnerskapsvariabeln TEAMREK, att VDs relativa dominans vid rekrytering av medlemmar till ledningsgruppen leder till mindre lönespridning.

Som nämnts tidigare kan VD i ägardominerade företag ha ett intresse av en situation med symmetrisk information mellan honom själv och övriga gruppmedlemmar. I enlighet med Arnott & Stiglitz' resonemang finns det skäl för en VD att tillåta en kraftig variation i kompensation mellan individerna. VD i spritt ägda företag har sina lojaliteter främst mot sina ledningsgrupper. Den integration som skapas i denna grupp hotas om kompensationskontrakten skiljer sig åt alltför mycket.

I test av hypotes 4 — variationen i övriga medlemmars, förutom VDs, totala inkomst är större i ägardominerade företag än i företag med spritt ägande — används följande variabler. Den endogena variabeln är standardavvikelsen i ledningsgruppsmedlemmarnas fasta lön, när VD exkluderas. Kontrollvariablerna är desamma som vid prövningen av hypotes 3.

Regressionsanalysen (se tabell 13) ger inte något empiriskt signifikant stöd åt hypotes 4. Däremot ger företagsstorlek mätt som marknadsvärdet en signifikant positiv effekt på skillnaden i medlemmarnas löner; ju större företaget är desto större är skillnaden i fast lön mellan teammedlemmarna, vilket stämmer överens med tidigare forskning (Rosen 1990).

Om vi testar den endogena variabeln mätt som skillnaden i total kompensation exklusive företagsaktieavkastning för hela ledningsgruppen exklusive VD och ägarkoncentration, samt dessutom tar hänsyn till partnerskapsindikatorerna visar resultatet att partnerskap mellan ägare och VD ger en positiv effekt på spridningen av lön inom ledningsgruppen (se tabell 13). Detta resultat är signifikant på 10-procentsnivån. Ju mer ägaren delegerar viktiga kontrollfunktioner, såsom tillsättning och rekrytering av ny VD, desto mer benägen är VDn i dessa företag att tillåta en större spridning av kompensationen i ledningsgruppen.



**Tabell 13 Test av sambandet mellan ägarkoncentration och ledningsgruppsmedlemmars, exklusive VD, inkomst**

Exogena variabler	Endogena variabler	
	$Y_{\text{SPFXSAL}}^a$	$Y_{\text{STOTINC2}}$
CR	0,0002 (0,147)	0,0012 (0,543)
Kontrollvariabler		
TEAM	-0,0057 (-0,505)	0,0077 (0,463)
MV	0,0011* (7,907)	0,0011* (5,434)
GU	0,0985 (-1,516)	0,0710 (0,512)
NOCEO	-	0,0055 (1,877)
CEOREK	-	0,0513 (0,651)
TEAMREK	-	0,0017 (1,124)
R <sup>2</sup>	0,782	0,7177
Adj R <sup>2</sup>	0,7371	0,5941
Antal observationer	24	24

<sup>a</sup> Regressionsekvation med partnerskapsvariablerna gav ej signifikanta resultat.

\* Signifikant på 5% nivå.

Anm: t-värden inom parentes.

## Sammanfattning

Ägarstrukturen påverkar både *nivån* och *sammansättningen* av ledningsgruppskompensationen i börsnoterade företag som på aktiemarknaden 1985 bedömdes som krisföretag. Chefer i spritt ägda företag erhöll höga nivåer av de olika kompensationstyperna — tantiem, optioner, konvertibler, styrelsearvoden och fast lön — jämfört med kollegorna i ägarkoncentrerade företag. Chefer i de senare företagen erhöll en större andel företagsaktier än chefer i spritt ägda företag. Den så kallade effektivitetsteorin får stöd av det empiriska materialet. Där det är svårt att övervaka ledningens prestation kompenseras chefen på ett sådant sätt att

riskerna består av att ha arbetet och den höga lönen eller att bli avskedad och därmed inte ha den höga lönen.

Den så kallade principal agent-teorin bekräftar också av det empiriska materialet. Ju lättare ägaren kan få information om chefens prestation och ju mer benägen denne är att reagera på incitament desto lättare är det att skriva kontrakt som binder samman ägarens och chefens intressen. Ett sådant "kontrakt" kan bl.a. innebära att chefen erhåller förmånliga lån för att köpa aktier i det egna företaget och på så sätt sammanlänka ägarens och chefens intressen. Den senare typen av kontrakt gav ledningsgruppsmedlemmar god utdelning under större delen av 1980-talet.

En majoritet av de 123 intervjuade medlemmarna i ledningsgrupper 1985 hade fast lön, därutöver hade 26% tantiem och 88% företagsaktier. En VD hade i genomsnitt 767 525 kronor i fastlön i intervallet 200 000 till 1 840 050 kronor. En ledningsgruppsmedlem som inte var VD hade en fast lön i genomsnitt på 485 886 kronor med en spridningen mellan 140 000 och 900 000 kronor. För de 32 personer som hade tantiem var medelvärdet 869 750 kronor med en spridning mellan 12 000 och 20 miljoner kronor.

Fallskärmsavtal visade sig vara ovanliga 1985. Av de 54 personer som överhuvudtaget hade någon form av avgångsvederlag befanns 14 personer ha fallskärmsavtal. Vidare visar resultaten att 18% av fallskärmsinnehavarna arbetade i ägarkoncentrerade företag medan 7% arbetade i spritt ägda företag.

De kontraktsteoretiska hypoteserna som testas visar sig till övervägande delen få stöd i det empiriska materialet. Ju högre en individs utfallsrelaterade lön är desto mer kommer hon att kompenseras med högre lön. Koncentrerat ägande leder till lägre kompensationsnivåer i ledningsgruppen än spritt ägande både när det gäller tantiem, fast lön samt förmåner såsom styrelsearvoden. Högre grad av riskorienterade explicita kontraktsvillkor återfinns i ägarkoncentrerade företag medan lågriskkompensation är vanligare i spritt ägda företag. Således återfinns en högre andel av företagsaktietilldelning i ägarkoncentrerade företag än i spritt ägda.

Graden av ägarkoncentration uppvisar ett negativt samband med skillnader i total inkomst (exklusive företagsaktieavkastning) mellan ledningsgruppsmedlemmar och VD. Detta samband skall redovisas med reservation eftersom underlaget inte är större än 20 observationer.

Hypoteser att VD i koncentrerat ägda företag sätter olika lön på medlemmarna i ledningsgruppen för att tillskansa sig privat information kan inte förkastas, även om det empiriska stödet är svagt. Företagsstorlek mätt som mark-

nadsvärdet uppvisar ett positivt samband med skillnader i kompensationsnivå.

Tolkningen av resultaten bör ske mot bakgrund av urvalet av undersökningsgrupp: ledningsgruppsmedlemmar i svenska börsnoterade företag som 1985 utsattes för en negativ reaktion på aktiemarknaden. Undersökningsgruppen uppvisar dock stora likheter med hela populationen börsnoterade företag på aktiemarknaden 1985 med avseende på ägarkoncentration, börsvärde och antalet sysselsatta.

## Referenser

- Arnott, R. & Stiglitz, J.E., 1991, Moral Hazard and Nonmarket Institutions: Dysfunctional Crowding Out or Peer Monitoring? *The American Economic Review*, 81 (March), 179-190.
- Arreglado, E.R., 1991, *Top Executive Compensation*, The Conference Board, Edition Report, No. 983.
- Berglöf, E., 1990, Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems, i Aoki, M., Gustafsson, B. & Williamson, O., (red.), *The Firm as a Nexus of Treaties*, Europe Sage.
- Burt, R.S., 1992, *Structural Holes. The Social Structure of Competition*, Harvard, Cambridge University Press.
- Coleman, J.S., 1992, *Foundation of Social Theory*, Belknap, Harvard.
- Gaumont, D. & Merlateau, M.P., 1993, Manager's Incentives and Individual Wealth, IUI Working paper, No. 379.
- Gilson, S.C. & Vetsuypens, M.R., 1993, CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis, *The Journal of Finance*, XLVIII, 2 (June), 425-456.
- Harris, M. & Raviv, A., 1979, Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information, *Journal of Economic Theory*, 20, 231-259.
- Hirschman, A.O., 1970, *Exit, Voice and Loyalty*, Cambridge, Harvard University Press.
- Holmström, B., 1979, Moral Hazard and Observability, *The Bell Journal of Economics*, 10:1, 74-91.
- Holmström, B.R. & Milgrom, P., 1990, Regulating Trade Among Agents, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 146, 85-105.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kandel, E. & Lazear, E.P., 1992, Peer Pressure and Partnerships, *Journal of Political Economy*, 100(4), 801-817.
- Knoke, D. & Kuklinski, J.H., 1983, *Network Analysis, Series Quantative Applications in the Social Sciences*, Sage University Paper, No. 28, second printing.
- Krueger, A., 1990, Ownership, Agency and Wages: An Examination of Franchising in the Fast Food Industry, NBER Working Paper, No. 3334.
- Lazear, E.P. & Rosen, S., 1981, Rank-Order Tournamnets as Optimum Labor Contracts, *Journal of Political Economics*, 89 (October), 841-864.
- Meyerson, E.M., 1992, *The Impact of Ownership Structure and Executive Team Composition on Firm Performance*, Stockholm, IUI.
- Meyerson, E.M., 1993, Social Capital Human Capital and Compensation. An Explorative Analysis of the Determinants for Management Compensation. IUI Working paper No. 395.
- Meyerson, E.M. & Lang, H., 1993, Ownership Structure and CEO Riskbehavior. IUI Working paper No. 396.
- Milgrom, P. & Roberts, J., 1992, *Economics, Organization and Management*, New Jersey, Prentice Hall International.

- Petersen, T., 1992, Individual, Collective, and Systems Rationality in Work Groups: Dilemmas and Nonmarket Solutions, *Rationality and Society*, 4:3, 469-510.
- Rosen, S., 1990, Contracts and the Market for Executives, NBER Working paper, No. 3542.
- Rybczynski, T., 1993, Innovative Activity and Venture Financing: Access to Markets and Opportunities in Japan, the U.S. and Europe, i Day, R., Eliasson, G. & Wihlborg, C., (red), *The Markets For Innovation, Ownership and Control*, Amsterdam, North-Holland.
- Shapiro, C. and Stiglitz, J., 1984, Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device, *American Economic Review*, 74, 433-444.
- Williamson, O.E., 1992, *Calculativeness, Trust, and Economic Organization*, Working paper OBIR-59, University of California at Berkeley, Walter A. Haas School of Business.

## Appendix

### Variabeldefinitioner, univariater och korrelationsmatris

#### Aggregerade variabler på företagsnivå

Urvalskriteriet för företagen i undersökningsgruppen är abnormal return (AR). Definitionen på AR för en specifik aktie är skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den förväntade.

Ägarstruktur mäts med CR, graden av ägarkoncentration i ett företag. CR mäter den största kontrollerande ägarens röstandel.

Företagsstorlek mäts med två mått. Marknadsvärdet (MV) är dividerat med 100 000 i de statistiska analyserna. Det andra måttet är antalet sysselsatta (EMPLOY) i företaget.

Ledningsgruppens storlek (TEAM) mäter antalet medlemmar i ledningsgruppen.

Existensen av partnerskap mellan VD och ägaren mäts med två mått. Det första måttet mäter VDs rekrytering av ny VD (CEOREK). CEOREK har ett högt värde då det viktigaste kontrollinstrumentet, rekrytering av ny VD, delegeras från ägare till den sittande VD. Det andra måttet är procent av ledningsgruppsmedlemmar som inte är rekryterade av VD (NOCEO). NOCEO är lågt när VD har en dominerande roll i rekryteringen av ledningsgruppen. Variabeln TEAMREK mäter antalet medlemmar som rekryterats av VD.

Ledningsgruppens sammansättning med avseende på integration och differentiering mäts med ett så kallat cohesion index GU. *Degree of integration* mäts i föreliggande analys med indikatorn: privat umgänge (GU).

Varje ledningsgruppsmedlem fick frågan: Vilka i ledningsgruppen umgås du privat med? En relationsmatris konstruerades som visar varje medlems relationer till alla andra medlemmar. Från denna matris skapas ett cohesion index. Indexet G dividerar antalet ömsesidiga val i en binär matris av direkta länkar med det maximala antalet möjliga sådana (Knoke & Kuklinski 1983, s. 50). Enbart de symmetriska länkarna räknas, dvs. enbart när båda parter är överens om att en umgängeslänk finns räknas utsagan att de är relaterade till varandra på ett sådant sätt.

Cohesion index mäts som

$$G = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{j=i+1}^N (z_{ij}z_{ji})}{(N^2+N)/2} \quad \text{where } i \neq j \quad (1)$$

där termen  $(z_{ij} z_{ji})$  antar värdet 1 om båda elementen är 1, och 0 om antingen det ena elementet eller det andra antar värdet 0. Cohesion index sträcker sig från 0 till 1. Ett högt värde indikerar att en större andel av relationerna är ömsesidiga med avseende på umgänget. Ett lågt värde innebär att en större andel av relationerna inte är ömsesidiga.

**Tabell A1 Univariater för variabler för de 28 företagen**

Variabler	An-tal	Medel-värde	Standard-avvikelse	Median	Min	Max
CR	28	45,27	15,90	47,25	18,3	80
MV*	28	898,723	1 409,7	488,161	15,008	7000,981
AR	28	-0,0544	-0,0512	-0,045	-0,273	0,008
EMPLOY**	28	6,090964	14,01657	2,0685	0,001	70,00
TEAM	28	5,03	2,30	4	2	9
NOCEO	28	30,41	20,28	26,13	0	100
CEO	20	0,3571	0,489	0	0	1
TEAMREC	28	74,30	31,54	80,00	0	100
GU	28	0,24	0,28	0,15	0	1

\* miljoner kronor

\*\* 1000 anställda

#### Individdata för 1985

FIXSAL definieras som den totala fasta årslönen.

TANTSVÄL definieras som årsvärdet av tantiemet.

OPTIONVL är marknadsvärdet av optionsportföljen.

SHAREVAL definieras som marknadsvärdet av den totala aktieportföljen.

FTGSHARE är marknadsvärdet av företagsaktieportföljen.

BOARD är värdet på antalet styrelsearvoden.

CONVVAL är marknadsvärdet på konvertiblerna.

**Tabell A2 Univariater för variabler för de 123 individerna**

Variabler	An- tal	Medel- värde	Standard- avvikelse	Median	Min	Max
CR	123	47,56	14,45	51	18,3	80,0
MV*	123	818,209	1258,839	504	15,0082	7000,000
EMPLOY**	123	6,436	13,144	2,776	0,001	70,000
TEAM	123	6,0	2,26	6	2	9
CEOREK	123	0,33	0,47	0	0	1
NOCEO	123	25,59	16,84	25	0	100
GU	123	0,20	0,22	0,13	0	1
AR	119	-0,00556	0,052	-0,044	-0,273	0,008
FIXSAL*	121	0,532438	0,315000	0,458	0,14	2,4
TANTSVAL	32	869750	3500379	150000	12000	20000000
OPTIONVL***	9	8916,67	57282,2	100000	2500	200000
FTGSHARE***	90	386455,3	1296678	22500	200	9700000
SHAREVAL***	109	394408,7	1237569	50000	1000	10000000
BOARD	32	141718,8	148147,8	100000	10000	700000
CONVVAL***	22	150045	41795,6	35750	2500	2000000
TEAMREK	123	80,93	22,82	80	0	100

\* miljoner kronor

\*\* 1000 anställda

\*\*\* avkastningskriterium 10%



**Tabell A3 Genomsnittlig avkastning på värdepapper i spritt ägda företag\***

Värdepapper	VD (n)	TEAM (n)
Aktieoptioner	-	68 125 ( 4)
Konvertibler	25 000 (1)	73 500 ( 9)
Aktier	741 944 (9)	235 513 (39)
Företagsaktier	65 530 (9)	190 917 (33)

\*Siffrorna inom parentes talar om hur många som tillhör kategorin.

**Tabell A4 Genomsnittlig avkastning på värdepapper i koncentrerat ägda företag\***

Värdepapper	VD (n)	TEAM (n)
Aktieoptioner	100 000 ( 1)	107 500 ( 4)
Konvertibler	733 333 ( 3)	46 056 ( 9)
Aktier	1 188 500 (10)	298 883 (51)
Företagsaktier	1 225 889 (9)	296 153 (39)

\*Siffrorna inom parentes talar om hur många som tillhör kategorin.

**Korrelationsmatrix**

	CR	MV	EMPLOY	TEAM	NOCEO	CEOREKR	TEAMREC
<b>CR</b>	1.00000 0.0 123	-0.27390 0.0022 123	-0.14308 0.1144 123	0.24038 0.0074 123	-0.24787 0.0057 123	0.25378 0.0046 123	0.10491 0.2482 123
<b>MV</b>	-0.27390 0.0022 123	1.00000 0.0 123	0.91837 0.0001 123	-0.00764 0.9332 123	-0.10182 0.2624 123	0.22458 0.0125 123	-0.11892 0.1902 123
<b>EMPLOY</b>	-0.14308 0.1144 123	0.91837 0.0001 123	1.00000 0.0 123	0.03030 0.7394 123	-0.11108 0.2213 123	0.21665 0.0161 123	-0.00398 0.9652 123
<b>TEAM</b>	0.24038 0.0074 123	-0.00764 0.9332 123	0.03030 0.7394 123	1.00000 0.0 123	-0.41065 0.0001 123	-0.24209 0.0070 123	0.35620 0.0001 123
<b>NOCEO</b>	-0.24787 0.0057 123	-0.10182 0.2624 123	-0.11108 0.2213 123	-0.41065 0.0001 123	1.00000 0.0 123	-0.27835 0.0018 123	-0.71365 0.0001 123
<b>CEOREKR</b>	0.25378 0.0046 123	0.22458 0.0125 123	0.21665 0.0161 123	-0.24209 0.0070 123	-0.27835 0.0018 123	1.00000 0.0 123	-0.17988 0.0465 123
<b>TEAMREC</b>	0.10491 0.2482 123	-0.11892 0.1902 123	-0.00398 0.9652 123	0.35620 0.0001 123	-0.71365 0.0001 123	-0.17988 0.0465 123	1.00000 0.0 123
<b>GU</b>	0.12635 0.1637 123	0.09150 0.3142 123	0.07210 0.4281 123	-0.36875 0.0001 123	-0.09409 0.3006 123	0.02822 0.7567 123	0.01553 0.8646 123
<b>FIXSAL</b>	-0.19979 0.0280 121	0.56779 0.0001 121	0.56021 0.0001 121	-0.08036 0.3809 121	-0.00885 0.9232 121	0.18183 0.0459 121	-0.11274 0.2182 121
<b>CONOPAND</b>	0.03788 0.6774 123	-0.17364 0.0548 123	-0.09062 0.3189 123	-0.04420 0.6274 123	0.09120 0.3158 123	-0.16164 0.0741 123	0.03516 0.6994 123
<b>SHAREAND</b>	0.20612 0.0222 123	-0.10105 0.2661 123	-0.00038 0.9966 123	-0.14362 0.1130 123	-0.09335 0.3044 123	0.17573 0.0519 123	0.03577 0.6945 123
<b>TANBOARD</b>	-0.19999 0.0266 123	-0.06816 0.4538 123	-0.01958 0.8298 123	-0.03785 0.6776 123	0.31360 0.0004 123	-0.12841 0.1569 123	-0.28372 0.0015 123
<b>TOTINC</b>	-0.11200 0.2174 123	0.04142 0.6492 123	0.02696 0.7672 123	-0.19394 0.0316 123	0.04705 0.6053 123	0.20326 0.0241 123	-0.14417 0.1116 123

	CR	MV	EMPLOY	TEAM	NOCEO	CEOREKR	TEAMREC
AR	-0.15861	0.10867	0.10161	0.16931	0.06258	-0.25926	0.04511
	0.0797	0.2315	0.2634	0.0612	0.4917	0.0038	0.6203
	123	123	123	123	123	123	123

	GU	FIXSAL	CONOPAND	SHAREAND	TANBOARD	TOTINC	AR
CR	0.12635	-0.19979	0.03788	0.20612	-0.19999	-0.11200	-0.15861
	0.1637	0.0280	0.6774	0.0222	0.0266	0.2174	0.0797
	123	121	123	123	123	123	123
MV	0.09150	0.56779	-0.17364	-0.10105	-0.06816	0.04142	0.10867
	0.3142	0.0001	0.0548	0.2661	0.4538	0.6492	0.2315
	123	121	123	123	123	123	123
EMPLOY	0.07210	0.56021	-0.09062	-0.00038	-0.01958	0.02696	0.10161
	0.4281	0.0001	0.3189	0.9966	0.8298	0.7672	0.2634
	123	121	123	123	123	123	123
TEAM	-0.36875	-0.08036	-0.04420	-0.14362	-0.03785	-0.19394	0.16931
	0.0001	0.3809	0.6274	0.1130	0.6776	0.0316	0.0612
	123	121	123	123	123	123	123
NOCEO	-0.09409	-0.00885	0.09120	-0.09335	0.31360	0.04705	0.06258
	0.3006	0.9232	0.3158	0.3044	0.0004	0.6053	0.4917
	123	121	123	123	123	123	123
CEOREKR	0.02822	0.18183	-0.16164	0.17573	-0.12841	0.20326	-0.25926
	0.7567	0.0459	0.0741	0.0519	0.1569	0.0241	0.0038
	123	121	123	123	123	123	123
TEAMREC	0.01553	-0.11274	0.03516	0.03577	-0.28372	-0.14417	0.04511
	0.8646	0.2182	0.6994	0.6945	0.0015	0.1116	0.6203
	123	121	123	123	123	123	123
GU	1.00000	0.10386	-0.02459	0.23705	-0.03541	0.02049	-0.02002
	0.0	0.2569	0.7872	0.0083	0.6974	0.8220	0.8260
	123	121	123	123	123	123	123
FIXSAL	0.10386	1.00000	-0.06781	-0.03949	-0.07443	0.04607	0.04624
	0.2569	0.0	0.4599	0.6672	0.4172	0.6158	0.6145
	121	121	121	121	121	121	121
CONOPAND	-0.02459	-0.06781	1.00000	0.10452	-0.04824	0.06235	0.05892
	0.7872	0.4599	0.0	0.2499	0.5962	0.4933	0.5174
	123	121	123	123	123	123	123
SHAREAND	0.23705	-0.03949	0.10452	1.00000	0.02405	0.38829	0.12273
	0.0083	0.6672	0.2499	0.0	0.7918	0.0001	0.1763
	123	121	123	123	123	123	123
TANBOARD	-0.03541	-0.07443	-0.04824	0.02405	1.00000	0.40508	0.11574
	0.6974	0.4172	0.5962	0.7918	0.0	0.0001	0.2024
	123	121	123	123	123	123	123
TOTINC	0.02049	0.04607	0.06235	0.38829	0.40508	1.00000	0.05500
	0.8220	0.6158	0.4933	0.0001	0.0001	0.0	0.5457
	123	121	123	123	123	123	123

	GU	FIXSAL	CONOPAND	SHAREAND	TANBOARD	TOTINC	AR
AR	-0.02002	0.04624	0.05892	0.12273	0.11574	0.05500	1.00000
	0.8260	0.6145	0.5174	0.1763	0.2024	0.5457	0.0
	123	121	123	123	123	123	123

## Bilaga

### Frågeformulär

#### Frågeformulär om kompensationskontrakt

1. Om du hade en fast årsbruttolön av arbete i företaget, på vilket årsbelopp löd den 1985?
2. Om du hade tantiem baserad på din egen prestation, hur var det konstruerad 1985?
  - a. fastställd av arbetsgivare utan någon särskild explicit regel, ange bruttobeloppet för året 1985; b. procent av avkastning på sysselsatt kapital, ange procent samt bruttobelopp 1985;
  - c. procent av avkastning på eget kapital, ange procent och bruttobelopp 1985; d. procent av utdelning, ange procent och bruttobeloppet 1985; e. procent av omsättning, ange procent samt bruttobeloppet för 1985; f. procent av vinst över branschens genomsnittliga vinst, ange procent samt bruttobeloppet; g. annan konstruktion.
3. Uppskatta värdet av andra typer av kompensation av avsevärd betydelse t.ex. s.k. fringe benefits som du erhöll från din anställning 1985.
4. Om du hade ett avtalat avgångsvederlag 1985 beskriv hur det var konstruerat.
5. Om du hade ett fallskärmsavtal 1985 beskriv hur det var konstruerat.

#### Organisation av lönesättningen

6. Vilken eller vilka befattningshavare hade störst inflytande på din fasta lön under perioden 1984–1986? Ange titel och namn.
7. Under perioden 1984–1986 hur ofta blev den fasta lönen justerad?
8. På vilken befattningshavares initiativ blev lönen justerad?
9. Hur ofta blev tantiem justerat under perioden 1984–1985?
10. På vilken eller vilka befattningshavares initiativ justerades tantiem under perioden 1984–1986?

#### Individuell aktieportfölj

11. Innehade du aktier, optioner och/eller konvertibler under perioden 1984–1986?
12. Hur stor andel av din egen aktieportfölj 1985 utgjordes av aktier i de företag du arbetade i?

13. Hur stor andel av din optionsportfölj 1985 utgjordes av optioner i det egna företaget?
14. Uppskatta marknadsvärdet av din aktieportfölj för året 1985.

**Utdrag ur frågeformulär: om karaktäristika av ledningsgruppsmedlemmarna**

Demografiska data

1. Ålder, uppväxtort, faders socialgrupp, faders yrke.
2. Civilstånd.
3. Utbildning.

Rekryteringsdata

4. Fyll i koordinatsystemet X-axeln nedan, år för yrkespositionsförändring samt lokalisering av position under ditt yrkesverksamma liv.
5. Fyll i namnet på den person som rekryterade dig till den nya positionen på Y-koordinatet.

Ledningsgruppsmedlemmars relationsstruktur

6. Umgås du med ledningsgruppsmedlem x,y och z på din fritid.
7. Diskuterar du privata och personliga frågor med x,y och z.
8. Delar du grundläggande värderingar med x,y och z.

## Utgivna publikationer

### Publikationer på engelska 1993

**Household Market and Nonmarket Activities: Procedures and Codes 1984–1991, Vols. I and II.** Anders Klevmarcken and Paul Olovsson. 937 pp.

**Tax Incentives of Corporate Mergers and Foreign Direct Investments.** Karl-Markus Modén. Doctoral Dissertation. 195 pp.

**The Markets for Innovation, Ownership and Control.** Richard H. Day, Gunnar Eliasson and Clas G. Wihlborg (eds.). IUI, North-Holland. 435 pp.

**Production in Foreign Affiliates: Effects on Home Country Exports and Modes of Entry.** Roger Svensson. Licentiate Dissertation. 60 pp.

**Measuring Productivity and Inefficiency Without Quantitative Output Data.** Erik Mellander. Doctoral Dissertation. 142 pp.

### Publikationer på svenska 1994

**Kompensationskontrakt i börsnoterade företag: En studie av ledningsgruppsmedlemmars inkomster och förmåner under 80-talet.** Eva M. Meyerson. 48 s.

**Om förlängd skolgång.** Gunnar Eliasson och Eugenia Kazamaki Ottersten. 123 s.

**Den högre utbildningens ekonomiska villkor och betydelse.** Gunnar Eliasson. Forskningsrapport nr 41. 83 s.

**Konsten att (av)reglera i samhällets tjänst.** Stefan Fölster. 28 s.

### 1993

**Den långa vägen: Den ekonomiska politikens begränsningar och möjligheter att föra Sverige ur 1990-talets kris.** Thomas Andersson m.fl. 248 s.

**Sveriges systemskifte i fara? Erfarenheter av privatisering, avreglering och decentralisering.** Stefan Fölster, Catharina Barkman, Eva Meyerson och Roger Pyddoke. 245 s.



# Kompensationskontrakt i börsnoterade företag

Eva M. Meyerson

Kritiken av företagsledares förmåner har varit hård inte bara i Sverige utan också i andra länder. Förutom anklagelsen att chefer tagit ohemult mycket betalt för sina tjänster och att detta kan ha ödesdigra konsekvenser för moralen i samhället har företagsledarna också anklagats för att sko sig på aktieägarnas bekostnad. I den allmänna debatten har intresset fokuserats kring de så kallade fallskärmsavtalen. Mycket litet är dock känt om hur chefer kompenseras, och inga systematiska undersökningar av svenska förhållanden har hittills genomförts.

I denna skrift kartläggs löner och förmåner för företagsledare och övriga ledningsgruppsmedlemmar i svenska börsföretag under 1980-talet. Dessutom analyseras vilka faktorer, särskilt ägarstruktur och ägarkoncentration, som påverkat dessa företags val av kompensationsystem.

ISBN 91-7204-470-5