

Meyerson, Eva M.

**Working Paper**

## Kompensationskontrakt för ledningsgruppsmedlemmar i svenska börs noterade företag

IUI Working Paper, No. 405

**Provided in Cooperation with:**

Research Institute of Industrial Economics (IFN), Stockholm

*Suggested Citation:* Meyerson, Eva M. (1993) : Kompensationskontrakt för ledningsgruppsmedlemmar i svenska börs noterade företag, IUI Working Paper, No. 405, The Research Institute of Industrial Economics (IUI), Stockholm

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/95080>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



# Industriens Utredningsinstitut

THE INDUSTRIAL INSTITUTE FOR ECONOMIC AND SOCIAL RESEARCH

En lista över Working Papers finns sist i denna studie

Nr 405, 1993

## KOMPENSATIONSKONTRAKT FÖR LEDNINGSGRUPPSMEDLEMMAR I SVENSKA BÖRSNOTERADE FÖRETAG

av

Eva M. Meyerson

December 1993

---

Postadress	Gatuadress	Telefon	Bankgiro	Postgiro
Box 5501	Industrihuset	08-783 80 00	446-9995	19 15 92-5
114 85 Stockholm	Storgatan 19	Telefax		
		08-661 79 69		

# Kompensationskontrakt för ledningsgruppsmedlemmar i svenska börsnoterade företag

av

Eva M. Meyerson<sup>1</sup>

*Industriens Utredningsinstitut*

*Box 5501*

*114 85 Stockholm*

**Abstrakt:** I denna explorativa studie testas ett antal kontraktsteoretiska hypoteser på ett icke slumpmässigt urval av 123 företagsledares kompensationskontrakt i svenska börsnoterade företag. Resultaten visar att det empiriska materialet stöder flera av de kontraktsteoretiska hypoteserna. Bland annat visas att ju mer utfallsrelaterad lön, desto högre är den totala kompensationen. Vidare framkommer att ju mer koncentrerat ägandet är i ett företag, desto högre är andelen högriskkompensation. Slutligen testas sambanden mellan ägarstruktur och löneskillnader i företagets ledningsgrupp. Bland annat visas att ju starkare ägarkoncentration, desto mindre lönespridning bland ledningsgruppsmedlemmarna i företaget.

---

<sup>1</sup> 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.

## **Ledningsgruppers kompensationskontrakt**

En företagsledning är central för företagets framgång och produktivitet. Utformningen av ledningsgruppers belöningsystem är därför av stor betydelse för företaget. Kompensation har inte bara implikationer för individuella chefers och aktieägares välfärd utan även för hela samhällets effektivitet. Det är viktigt att belysa företagsledares kompensationsvillkor eftersom kompensationsvillkor visar vilka insatser som belönas och vilka som bestraffas. Den samlade mängden kompensationsystem visar också hur samhället allokera ledningstalang, d.v.s. vilken typ av individuell talang som belönas.

Om chefers kompensation vet vi förhållandevis litet. Detaljerad information om toppchefers totala kompensationskontrakt saknas inte bara i Sverige utan också internationellt. I den ekonomiska kontraktslitteraturen finns modeller av hur kompensationskontrakt bör skrivas men den empiriska relevansen hos dessa modeller har sällan testats. I föreliggande uppsats redogörs för ett unikt datamaterial om kompensationskontrakt för medlemmar i svenska börsföretags ledningsgrupper. Följande frågor besvaras:

1. Hur ser anställningskontrakten ut i ledningsgrupper i svenska börsnoterade företag?
2. Vilka är de faktorer som påverkar typen av kompensationsystem i företagen?

Studien är explorativa och baseras på ett datamaterialet som består av ett urval av 28 börsnoterade företag som under 1985 konfronterades med de starkast negativa signalerna från aktiemarknaden. 123 medlemmar från dessa företags ledningsgrupper intervjuades om karriärhistorik, demografiska karaktäristika, sociala nätverk samt deras anställningskontrakt för året 1985. (För en mer utförlig redogörelse för hela databasen se Meyerson 1992.)

### **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 upprörda termer, med en annan VDs rörliga, d.v.s. 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. Att skapa starka incitament för den anställde medför en kostnad för ägarna för den övervältrade risken. Kompensationskontrakt bör därför lämpligen bedömas utifrån både relativ lönenivå och kompensationsmix, d.v.s. en avvägning mellan fasta och utfallsrelaterad delar.

Chefer har anklagats för att sko sig på aktieägarnas bekostnad. Koncentrerat ägande anses ofta öka kontrollen av chefers handlingsfrihet jämfört med spritt ägande. Ägare med stora kontrollerande aktieinnehav har ett starkt incitament till insyn och till övervakning av företagsledningen. I företag med spritt ägande däremot är kontrollen svårare. Ägare med små aktieinnehav har mindre intresse av att övervaka och väljer istället att byta investeringsobjekt om avkastningen är otillfredsställande. Vidare är det oklart hur en ägare som har intresse av att aktivt övervaka ledningen av företaget organiserar övervakningen: Ger ett stort övervakningsintresse hos ägaren skäl att öka den anställdes andel utfallsrelaterad lön jämfört med i de motsatt fall? Det finns teorier som implicerar olika uppläggning av incitamentskontrakt (Hirschman (1970), Harris och Raviv (1979), Milgrom och Roberts (1992)). Ägarstrukturens samband med anställda chefers anställningskontrakt är empiriskt ett relativt outforskat område.

Ett annat skäl till de upprörda tidningsrubrikerna har varit att lönedifferenserna mellan anställda och chefer skulle kunna påverka moralen i samhället och i synnerhet arbetsmoralen på ett negativt sätt. För stor belöning av individuella insatser kan leda till att den samlade arbetsinsatsen blir av lägre kvalitet. Laganda premieras inte utan istället den individuella prestationen (se Kandel och Lazear (1992), Petersen (1992) för en diskussion om laganda och compensation). Samtidigt hävdar forskare att ägare kan dra fördel av anställdas missnöje med löneskillnader och därmed förbättra sin möjlighet till övervakning (Arnott och Stiglitz 1991).

### **Uppläggning av uppsatsen**

Uppsatsen är uppdelad i fyra delar. I det första avsnittet redovisas relevanta delar från den teoretiska disussionen av kompensationskontrakt. Ur redogörelsen härleds fyra hypoteser. I den andra delen beskrivs kompensationskontraktens utformning och innehåll utifrån ett empiriska material. I det tredje avsnittet testas de fyra hypoterserna på det empiriska underlaget. Slutligen sammanfattas och diskuteras resultaten i den sista delen.

## Kontrakt och ofullständig information

Kontraktproblemet innefattar relationen mellan huvudman (pincipalen) och den verkställande chefen (agenten). Principalen, exempelvis ägaren, anställer en agent, exempelvis en chef, för att koordinera och driva en verksamhet. Ett "principal – agent" - förhållande innehåller ett informationsproblem, ofullständig information, om agentens avsikter och handlingar. Problemet med ofullständig information medför svårigheter att motivera en individ att handla i en annan individs eller grupps intresse. En s.k. moral hazard-situation uppstår där principalen inte har information om agentens ansträngning.<sup>1</sup>

Principalen och agentens intressen kan samordnas på flera sätt, bland annat genom att arbetsuppgifter, befordringsgång och den ekonomiska compensationen organiseras. Formen för överenskommelser är kontrakt.<sup>2</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 gemensam uppfattning och förväntning om varandras bidrag men dessa uppfattningar är oartikulerade (se Milgrom och Roberts 1992, s. 132, för diskussion).

Kontrakt är för det mesta ofullständiga vilket medför osäkerhet hos parterna om respektive kontrahents framtida handlingar och därmed deras framtida åtaganden och förpliktelser. Denna ofullständighet kan sammanfattas som brist på information och som okontrollerbara händelser. Det är i huvudsak den explicita compensationen uttryckt i manifesta ekonomiska transaktioner som diskuteras nedan, men även interaktionen mellan implicita och explicita kontrakt diskuteras.

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. Risker består i att utfallen

---

<sup>1</sup> Det intressanta fallet med "adverse selektion", d.v.s. där chefernas information om den egna kapaciteten leder till en selektion av chefstyper till positioner med lågrisk respektive positioner med högrisk compensation diskuteras inte.

<sup>2</sup> Det finns andra typer av mekanismer än formella kontrakt för upprätthållandet av överenskommelser, så som "corporate culture", "closure" eller ömsesidig social kontroll (Coleman 1990), "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).

av agentens val och handlingar påverkas av faktorer utanför dennes kontroll. Det är svårt att skriva fullständiga kontrakt där alla eventuella händelser täcks in. Men fullständiga kontrakt är också svåra att skriva p.g.a. att människor skiljer sig med avseende på motivation. Detta innebär att en viss typ av belöningar ger vissa individer stora skäl att anstränga sig medan andra inte påverkas. Vidare kan negativa oförutsedda effekter uppstå med kontrakt som fokuserar specifikt på vissa uppgifter.

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

I ekonomisk teori brukar man anta att chefer har riskaversion; de undviker alltför stor variation i sin framtida inkomst. Ägare diversifierar bort sin s.k. osystematiska risk genom att satsa på investeringsprojekt som inte är perfekt korrelerade. Ägare kan diversifiera sin risk för att gardera sig mot oförutsedda händelser. Anställda kan inte diversifiera sitt human kapital. Chefer, exempelvis, har sina mest värdefulla tillgångar i humankapital och socialt kapital.<sup>3</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 risken. Vid alltför stort risktagande sätts chefens framtida arbetsmöjligheter på spel även om hans riskexponering mildras av en trygg "fall-back guarantee", som 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 för att öka sina chanser till befordran (Meyerson 1993). Dåligt rykte på management-marknaden är ödesdigert för en chef. Sammanfattningsvis kan anställda inte diversifiera bort sin risk och blir därför mer benägna att undvika alltför riskfyllda projekt.

Denna attityd till risk ligger dock inte alltid i ägarens intresse. Att sammanföra

---

<sup>3</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 eller att avhålla sig från handling. (Se Meyerson 1993 och Burt 1992 för en diskussion om chefers sociala kapital.) Det finns skäl att tro att humankapital och socialt kapital samvarierar.

ägarens och chefens intressen i ett kontrakt är ytterst komplicerat.<sup>4</sup> Trots alla problem som är förknippade med kontrakt tilltar de i omfattning som hjälpmedel att reglera och koordinera komplicerade partsförhållanden.

### **Fyra kontraktsprinciper**

Milgrom och Roberts (1992:221) sammanfattar kontraktsforskningen genom ett antal principer för effektiv kontraktsskrivning i moral hazard sammanhang. I situationer med ofullständig information bör avvägning ske mellan kostnader och intäkter (incitament).

Den första principen innehåller normen 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 förespråkas av forskare, exempelvis då utfallet av resultatet i ett företag jämförs med resultaten i andra företag inom samma bransch. Informationsprincipen innebär i detta fall att feltermen d.v.s. det som den anställde inte kan kontrollera bör gälla för alla relevanta individer, de som individen jämförs med.

Den andra principen, "incentive intensity principle", behandlar hur känslig belöningen är av förändringar i individens prestation. Effektiviteten i ett incitamentskontrakt beror på hur förändringen i vinst ger upphov till ytterligare ansträngningar, med vilken precision man kan beskriva den önskade aktiviteten eller beteendet, den anställdes risktolerans, samt agentens benägenhet att svara på incitament. Ju mer riskneutral (benägen att ta risker) en chef är desto vanligare borde, enligt "incentive intensity" principen, riskfyllda belöningsinstrument såsom aktietilldelning vara.

Den tredje principen kallas för "the monitoring intensity principle". Övervakning s.k. monitoring 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. Vi återkommer till denna princip längre fram.

Slutligen beskrivs den fjärde principen som "the equal compensation principle" Om en anställd allokerar tid och uppmärksamhet mellan två olika aktiviteter och detta

---

<sup>4</sup> Riskneutralitet eller riskaversion definieras normalt som egenskaper hos individerna som inte är beroende av omständigheterna. Dessa kan dock sammanfalla om man antar att självselektion förekommer, d.v.s. 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.



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>5</sup>

### Några kontraktsteoretiska hypoteser

Principal-agent modellen i sin enklaste utformning innehåller en risk- och ansträngningsovillig företagsledare, samt en riskneutral principal, d.v.s. aktieägare. 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, d.v.s. information som inte kommer ägaren tillgodo. Man brukar tala om en situation med asymmetrisk information. Ägaren kan genom att låta agentens belöning bero på utfallet få dennes incitament att närma sig ägarnas. Eftersom agenten antas vara riskovillig så måste denne kompenseras med en högre förväntad lön för den ökade risk ett sådant arrangemang innebär jämfört med om agenten hade erhållit en fast lön. En kontraktsteoretisk tes kan därmed formuleras som:

*Hypotes 1.* Ju högre en individs utfallsrelaterade lön är, desto mer kommer hon att kompenseras med en högre förväntad total lön.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Ett annat skäl till hög kompensation av chefer ger Gaumont och Merlateau (1993); chefers benägenhet att välja att förvalta sin egen privata aktieportfölj konkurrerar i uppmärksamhet 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. Dett är emellertid kostsamt.

<sup>6</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 anställde 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 och 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.

### Ägarstruktur och kontraktsprinciper

Separationen av ägande och kontroll innebär att ägarna har anledning att övervaka företagsledningens handlingar och beslut. Övervakning är inte kostnadsfri. För att få företagsledningen att tillvarata aktieägarnas intressen så krävs en ändamålsenlig övervakning. Om ägarna skall granska ledningens arbete in i minsta detalj så kan de lika gärna driva företaget själva. Om en aktieägare investerar resurser i att övervaka ledningen kommer denna information kostnadsfritt de andra ägarna tillgodo. Denna "free rider"-aspekt 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 andel av den värdeökning, som är resultatet av den noggrannare övervakning. 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 alternativt 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 noggranna övervakningen leder till användandet av riskövertäring (incentive intensity-principle).

Om det är möjligt att reducera osäkerheten i utvärderingen av agentens prestation blir den nödvändiga riskpremien mindre.<sup>7</sup> Övervakning av företagsledningen ökar precisionen i bedömningen och följaktligen skulle behovet av riskövertäring vara mindre. I koncentrerat ägande skulle kontrakten ge en svagare incitament (tolkat här som risken att förlora arbetet) och därmed en lägre lönenivå (Shapiro och Stiglitz 1984) jämfört med i de kontrakten i företag med spritt ägande. Exit voice-argument, effektivitetsteorin skulle kunna tolkas som att ju mer information som erhålls via övervakning desto mindre är behovet av hög lönenivå och incitamentskontrakt och därmed kompensation för övertäring av risk. Ökad övervakning och hög lön är substitut i effektivitetsteorin. Ökad övervakning och incitamentskontrakt skulle också kunna vara substitut.

---

<sup>7</sup> Ett riskpremium 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 and Roberts 1992, s. 210). Man kan också uttrycka riskpremiet som den genomsnittliga löneökningen som den anställda kräver för att tolerera en större variabilitet i lön.

Milgrom och Roberts "monitoring intensity principle", 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 lönar sig incitamentskontrakt om det finns individer som reagerar på incitament. Detta resonemang stöds av studier av den amerikanska "fastfood" branchen, i vilken en stor andel restauranger drivs på "franchisebasis". Man har bl.a. funnit att chefer i franchiseägda restauranger, där ägaren får större delen av vinsten och har stora incitament att övervaka, har lägre lön än chefer i restauranger som drivs av moderbolaget (Krueger 1990).

Som nämnts ovan skiljer sig chefer åt med avseende på risktolerans. I Meyerson och 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) i fall av oönskade händelser. I den nämnda studien visas att en chef som ingått ett partnerskap med ägaren bör vara mer riskbenägna än sin kollega utan partnerskap.<sup>8</sup> Det finns en underförstådd överenskommelse mellan ägare och VD som stipulerar att kris bör ägaren och VD gemensamt ansvara och VD blir inte utan vidare avskedad från sitt arbete. Meyerson (1992) fann att sannolikheten för etablering av partnerskap är större i ägarkoncentrerade företag än i spritt ägda företag.<sup>9</sup> Eftersom ägarstrukturen mer eller mindre direkt påverkar chefers riskbenägenhet är det troligt att partnerskap påverkar den ekonomiska compensationen, d.v.s. de explicita ekonomiska kontrakten.

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

---

<sup>8</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>9</sup> Partnerskapet är ett uttryck för ett ömsesidigt beroendeförhållande mellan ägare och VD. VD har privat information som ökar ägarens beroende av VDn. VDn 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.

mycket kostsam<sup>10</sup> vilket innebär att dessa företag leds av chefer som har riskaversion.

Följdaktligen verkar både "monitoring principen" och incentive intensity-principen mer trolig som förklaring till benägenheten av riskövervältring i kompensationsssystem i olika typer av företag. Ägare med incitament att övervaka har till sitt förfogande chefer som är mer riskbenägna och därmed svarar direkt på ett kontrakt baserad på stark koppling mellan vinst och beteende. Ägare som röstar med fötterna har till sitt förfogande chefer som är riskovillig. Kostanden för riskövervältring blir i dessa fall relativt hög.

Utfallsrelaterad compensation ges i olika former. Exempel på kompensationslag som innehåller ett visst mått risk är tantiem, även benämnt bonus.<sup>11</sup> Detta kopplas till en individs enskilda eller en grupps 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 de senare arrangemangen. Följdaktligen kan vi förvänta oss att ägare i företag med starkt 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 kontrakten att präglas av starkare intensitet i kompensationskontrakten. Kontrakt som innehåller stor andel risk, d.v.s. 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.* Agenter i företag med ägare med dominerande aktieinnehav (stort kontrollerande aktieinnehav) förväntas ha sin utfallsrelaterade del av total compensation i företagets aktier medan agenterna i företag med spritt ägande företrädesvis har sin del i tantiem.

---

<sup>10</sup> Trots fallskärmar kommer dessa chefer ändå att vara mer riskovillig i sina handlingar än kollegorna i den motsatta typen av ägarförhållanden eftersom human kapital och socialt kapital inte är diversifierbart. Önskad uppköp eller andra oförutserbara händelser kommer att leda till större osäkerhet för dessa chefer än för kollegorna i ägarkoncentrerade företag.

<sup>11</sup> Lexikaliskt betyder *tantiem*: andel i vinst som tillägg till lön. *Bonus* har en bredare betydelse: tillägg eller återbäring. I föreliggande studien 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 och Stiglitz, 1991.)<sup>12</sup> Holmström och Milgrom (1990) beskriver en strategi där en förman, exempelvis en VD, 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 och av arbetsuppgifter (maskningsaktioner, hålla nere arbetsintensiteten för att kontrollera ackorden, Petersen 1992).

En ägare kan skapa och förstärka lojaliteten mellan sig och VD på bekostnad av lojaliteten mellan VD och resten av ledningsgruppen genom att differentiera kompensationskontrakten. Vidare har Lazear och Rosen (1981) föreslagit att låg lön i början av karriären och hög lön i slutet skulle kunna leda till lägre omsättning i företaget, d.v.s. en typ av förstärkt lojalitet hos de anställda. Ju längre upp en position är i hierarkin desto viktigare blir skillnaden i lön i nästa positionsförflyttning. 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.*

---

<sup>12</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 denna sociala information.

I ägardominerade företag har VD, med sin speciella lojalitet till ägaren, naturligtvis ett intresse av att göra den övriga ledningsgruppens privata information till social. I enlighet med Arnott och Stiglitzs (1991) resonemang ovan finns det skäl för VDn att tillåta en kraftig variation i kompensationsnivån mellan medlemmarna i ledningsgruppen. VDn i spritt ägda företag har sin lojalitet främst 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 medlemmars, förutom VDs, totala utkomst är större i ägardominerade företag än vad som är fallet i företag med spritt ägande

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

I praktiken är variationen i kompensationssystemen liten mellan de svenska börsnoterade företagen under 1980-talet. En kompensationsplan kan innehålla förmånliga lån till köp av företagsaktier, konvertibler och optioner och annan utfallsrelaterad kompensation såsom tantiem. I USA finns en rikare flora på kompensationstyper; långsiktiga och kortsiktiga "performance plans". (Se Executive compensations plans 1991.) Det hävdas ofta att det västerländska systemet av kompensation av chefer är asymmetriskt. Chefer belönas för goda initiativ men bestraffas inte. Ett exempel på denna asymmetri i belönningssystemet utgörs av 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 och Roberts 1992 s. 431). Det finns dock skäl att hävda att belönningssystemet i västerlandet inte nödvändigtvis är asymmetriskt. Kontrollstrukturen är av betydelse för existensen av negativa utfall. Aktiekompensation exempelvis innehåller en bestraffningskomponent. Den vanligaste bestraffningen är att mista arbetet (Gilson och Vetsuypens 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 kompensationssystem med långsiktiga utfallsrelaterade kontrakt, som tantiem, aktie optioner och konvertibler mycket vanliga. (Top Executive Compensation: 1991 Edition report number 983. The Conference Board by Elizabeth R. Arreglado.)

De s.k. "long term incentive pay components" är de system som åstadkommit den enorma förmögenhetstillväxten hos amerikanska chefer under 1980-talet. Milgrom and Roberts (1992) 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" (Milgrom and Roberts s. 427).

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

En annan institutionell skillnad är det finansiella systemet. Sverige brukar hänföras till ett s.k. 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 diciplinärt instrument är mer utvecklat i de 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 försäkringssystem krävas som inte behövs i det första fallet.

### **Variabler och urval**

Detaljerad information om chefers kompensationskontrakt 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 att det är möjligt att få tillgång till denna typ av data. I Meyerson (1992) finns tidigare svåråtkomlig information,

den om chefers sociala kontaktmönster. I föreliggande material visas, om än för ett litet icke-slumpmässigt valt urval, att chefer som tillhör ledningsgrupper också kan vara villiga att berätta om sina lönevillkor och lönesystem. Detta sample skiljer sig dock inte i väsentliga avseende, såsom ägarstruktur och marknads- och sysselsättningsstorlek, från total populationen av börsnoterade företag 1985 (se Meyerson 1992, kapitel 1).

En population av svenska börsnoterade företag som existerade på marknaden 1980 och 1985 valdes ut. Ur denna population valdes 32 företag med det starkast negativa värdet på prestationsmålet "abnormal return".<sup>13</sup> Urvalskriteriet motiveras av en tidigare studie, till vilket detta datamaterial samlades in, där huvudfrågan gällde krisföretags återhämtningshastighet på aktiemarknaden. Kris för ett börsnoterat företag definierades som aktiemarknadens aktörers värdering av information om företagen.

Av dessa medverkade 29 företag i den första intervjuomgången om humankapital och socialt kapital. I den andra omgången valde en företagsledning att avstå. 28 företag ingår således i föreliggande studie. Sammanfattningsvis beror bortfallet av de fyra företagen delvis på att ledningsgrupperna i två av dessa hade ledningsgrupper bestående av två personer vilket är för litet för att göra rimliga gruppanalyser på. Delvis beror bortfallet på att ledningsgrupperna i två av företagen avböjt 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 företag. Av resterande 8 VDar har tre avlidit och fem avböjt att medverka.

Information om kompensationskontrakt som t.ex. optionsavtal, inkomst och andra utfallsrelaterade belöningar samt fallskärmsavtal, arvoderade styrelseuppdrag har kartlagts. (Se bifogat frågeformulär.) Vidare har information om företagsledningarnas humankapital samt socialt kapital samlats in. Demografiska data (födelseort, social bakgrund, uppväxtort, civilstånd, utbildning, samt varje medlems yrkeshistoria, se frågeformulär). Varje medlems kontaktstruktur inom ledningsgruppen samt utanför företaget har kartlagts.

---

<sup>13</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.



### 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. För ledningsgruppen i övrigt var medellönen 484 886 kronor i fast lön och spridningen mellan 140 000 och 2 400 000 (se appendix 2).

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

**Tabell 1. Medellön (FIXSAL) uppdelad på VD och ledningsgruppsmedlemmar exklusive VD (TEAM) samt ägarkoncentration (CR)**

Ägarstruktur	VD (n)	TEAM (n)
Spritt ägande CR < 47.56% <sup>14</sup> (n=48)	871 167 (9)	568 936 (39)
Koncentrerat ägande CR > 47.56% (n=73)	682 727 (11)	433 644 (62)

Vid samtal med ansvariga för löneförhandlingar och rekrytering till toppositionerna inom några olika ägarsfärer framkom 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 oberoende av position utom i ett fall.

### 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. ingen explicit, 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

<sup>14</sup> Ägarkoncentrationens brytpunkt erhåll genom att urvalsföretagens genomsnittliga ägarkoncentration tagits på 47,56%.

dispositioner, och 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 max 15% i avkastning. 8. annan konstruktion; visst bestämt belopp om avkastningen överstiger den långa räntan med 5%.

**Tabell 2. Fördelning av tantiem på kategori**

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

Varken procent av omsättning kategori 5 eller det relativa utfallsrelaterade måttet kategori 6, procent av vinst över branschens genomsnittlig vinst används.

Vid intervjuer med representanter för ägarna i de viktigaste svenska ägarsfärerna framkom en genomgående princip för fastställandet av tantiem; 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 hos företagsledarens ekonomi och därmed hans bedömningsförmåga. Deras privatekonomi bör vara tryggad med inte alltför stora variationer i utkomst.

Representanter för koncentrerat ägande argumenterade mot s.k. kortsiktiga lönsamhetsrelaterade kompensationer utifrån två ståndpunkter. Problemen är stora med att konstruera rimliga och effektiva individuella prestationsmått. En VD gör många olika saker och har liten kontroll över vissa faktorer. Dessa två omständigheter skulle leda till att de skickliga och ambitiösa som kan välja mellan olika arbeten aldrig skulle ge sig in i ett dylikt osäkert arbete (adverse selection argument). Vidare anfördes betydelsen av att få ihop en team-anda vilket skulle bli svårt att genomföra 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.)

**Tabell 3. Värde av tantiem uppdelat på VD, TEAM och ägarstruktur, CR <sup>15</sup>**

Ägarstruktur (CR)	VD (n)	TEAM (n)
Spritt ägande CR < 47,56% <sup>16</sup> (n=48)	5 400 000 (4)	313 667 (15)
Koncentrerat ägande CR > 47,56% (n=73)	400 000 (1)	93 917 (12)

Genomgående är lönenivån högre i spritt ägda företag jämfört med koncentrerat ägda företag. Det genomsnittliga andel tantiem av fast lön och tantiem är 0,33 (n=32) för hela ledningsgruppen men 0,30 (n=27) för ledningsgruppen exklusive VD. För VD är andelen tantiem 0,48 (n=5).<sup>17</sup>

Av de 109 personer som har aktieportföljer har 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 förhållandet mellan uppskattad avkastning på optioner, konvertibler och aktieportföljen i sin helhet, samt för företagsaktieportföljen, d.v.s. aktier i det företag chefen verkar. Avkastningen på olika typer av värdepapper och den totala inkomsten. Avkastning på värdepapperen är beräknad som 10% av portföljerna. Avkastningskriteriet är motiverat av beslutssituationen om förväntad avkastning på aktien vilket i sin tur, i detta sammanhang bestäms av den historiska, genomsnittliga avkastningen på aktien.<sup>18</sup> Total inkomst beräknas på fast lön, tantiem samt avkastningen på: företagsoptioner, konvertibler, företagsaktier.

<sup>15</sup> Ägarkoncentration (CR) är korrelerat med marknadsvärdet (MV) -0,27.

<sup>16</sup> Ägarkoncentrationens brytpunkt erhålls genom att samplets företags genomsnittliga ägarkoncentration tas på 47,56%.

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

<sup>17</sup>

för alla som har tantiem.

<sup>18</sup> Avkastnings kriteriet på 10% utgörs av 3% riskfri del, 5% genomsnittlig inflation och 2% genomsnittlig riskpremie.

**Tabell 4. Avkastningens förhållande till total inkomst i procent 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

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

**Tabell 5. Avkastningens förhållande till total inkomst i procent i företag med koncentrerat ägande\***

Värdepapper	VD (n)	TEAM (n)
aktie optioner	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

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

Utav de chefer som har aktier utgör 68% företagsaktier i det spritt ägda företagen medan andelen företagsaktier utgår 75% för chefer i ägarkoncentrerade företag.

I tabellerna 4 och 5 framkommer vidare att medlemmar i spritt ägda företag, exklusive VD, sprider sina risker så att aktieportföljen är diversifierad. Den består i huvudsak av andra aktier än av aktier i det företag där medlemmarna också får sin 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 direktörers olika riskstrategier i företag med olika ägarkoncentration, även om tendensen inte är lika utpräglad som för de övriga medlemmarna.

Avkastningen på företagsaktier av den totala kompensationen bestående av tantiem, styrelsearvode, fast lön och avkastning på företagsaktieportföljen är 0,13 (n=90). För ledningsgruppen exklusive VD är värdet 0,12 (n=72) och för VD 0,16 (n=18).

### 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 tabell 6 och 7.) I de flesta fall finns en automatik i löneförhandlingar. Varje år justeras lön (tantiem och fast lön) upp 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 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

*Fringe benefits* fördelar sig relativt jämt över gruppen och består ofta av bil, telefon och tidning. 32 personer har *styrelsearvoden* varav 5 av dessa är VD. Det genomsnittliga värdet på utkomst från styrelsearvode är 141 718 kronor 1985. För VD var den genomsnittliga inkomsten 292 000 och för andra teammedlemmar 113 889. Tabell 8 visar fördelningen uppdelad på ägarstruktur.

**Tabell 8. Styrelsearvode uppdelat på ägarstruktur och position**

Ägarstruktur	Spritt ägande		Koncentrerat ägande	
Kategori	VD	TEAM	VD	TEAM
Styrelsearvode	350 000 (4)	151 000 (15)	60 000 (1)	67 500 (12)

*Avgångsvederlag* är compensation som en individ kan få vid avsked eller friställande. Det är vanligtvis en lön som utgår alltifrån några månader upp till 2 år. Denna typ av avtal kombineras ofta med den mycket vanliga s.k. 60-årsregeln vilken innebär att efter det att chefen fyllt 60 år erhålls vid friställande en viss procent av lönen fram till pensionering. *Fallskärmsavtal* definieras här som compensation som stipulerats i kontrakt. Oberoende av vem som säger upp avtalet utgår compensation. I fallskärmsavtal kan compensation enligt ovan angivna punkter, exempelvis ett visst antal årslöner eller en viss procent av årslönen fram till pension.

**Tabell 9. Avgångsvederlag och fallskärmsavtal uppdelat på TEAM, VD och ägarstruktur**

Ägarstruktur	Koncentrerat ägande (72)		Spritt ägande (48)	
	TEAM	VD	TEAM	V D
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

I spritt ägda företag har 28 av totalt 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. Av de som har fallskärmar i ägarkoncentrerade företag har 13% fallskärmar medan 8% har fallskärmar i spritt ägda företag.

En sammanfattande bild av fördelningen av kompensationslag för hela undersökningsgruppen visas i figur 1.

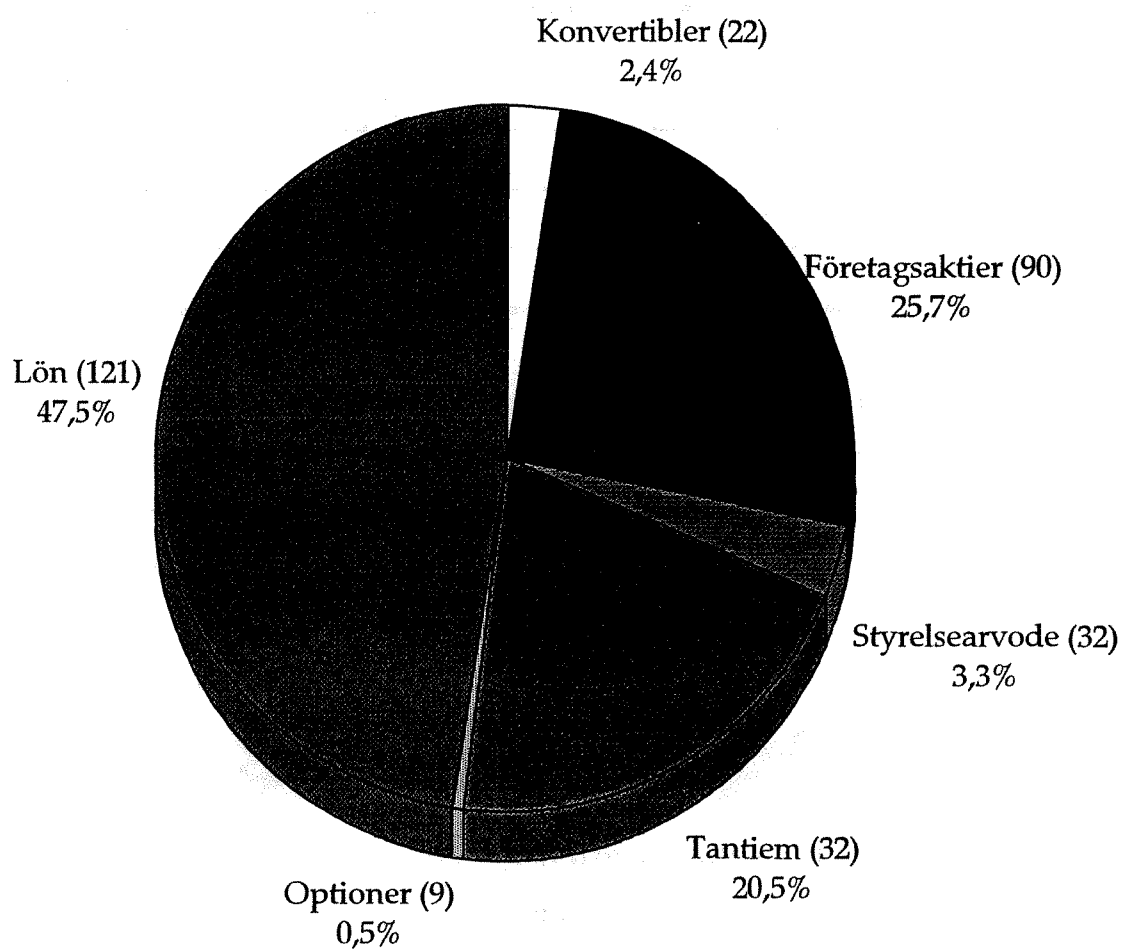
### Bestämningsfaktorer för compensationssystem

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:

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

där  $Y_{\text{tot}}$  definieras som summan av fast inkomst, tantiem, styrelsearvoden, 10% avkastning av optioner, konvertibler och aktier i företaget, och där CR är graden av koncentrerat ägande samt MV är företagets marknadsvärde. Andelen tantiem ( $Y_{\text{tanboand}}$ ) definieras som värdet av tantiemet för ledningsgruppsmedlem dividerat med total kompensation  $Y_{\text{tot}}$ .  $Y_{\text{shareand}}$  mäter 10% av företagsaktier dividerat med total inkomst.  $Y_{\text{conopand}}$  mäter 10% av avkastning på optioners och konvertiblers andel av total inkomst. Två kontrollvariabler finns med: ägarkoncentration (CR) och storleken på företaget mätt

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





som marknadsvärdet (MV).<sup>19</sup> Se tabell 10 för testresultat.

**Tabell 10. Testresultat för regressionsekvation 1**

Exogena variabler	LY <sub>tot</sub>	t-values
intercept	-0,6827	-3,997
Y <sub>tanboand</sub>	1,7091	6,108
Y <sub>shareand</sub>	2,6144	11,435
Y <sub>conopand</sub>	1,3577	1,705
kontroll variabler		
CR	-0,005	-1,604
MV	0,0017	4,893
R <sup>2</sup> =0,6301 adj R <sup>2</sup> =0,6143 antal observationer: 123		

Stor andel risk i kompensation höjer den totala kompensationen. Hypotes 1 får stöd i det empiriska materialet.

Den andra hypotesen; agenter i företag med ägare med dominerande aktieinnehav (stort kontrollerande aktieinnehav) förväntas ha sin utfallsrelaterade del av total kompensation i företagets aktier, medan agenter i företag med spritt ägande företrädesvis har sin del i tantiem, gav också förväntat resultat. Hypotesen prövas med flera regressionsekvationer. Den första regressionen innehåller en endogen variabel; riskgrad som definieras som andelen högriskkompensation mätt som 10% av andelen företagsaktier av den totala kompensationen, (Y<sub>SHAREAND</sub>) (se tabell 11).<sup>20</sup> De något mindre riskfyllda kompensationsformernas (optioner, konvertibler och tantiem) andel av total kompensation (Y<sub>TANCON</sub>) prövas med två regressionsekvationer. (Se tabell 11.) De olika kontrollvariablerna är: ledningsgruppsstorlek (TEAM), företagsstorlek mätt som

<sup>19</sup> Korrelationen mellan ägarkoncentration och marknadsvärdet är -0,27. Marknadsvärdet är vidare starkt korrelerat ( $r=0,92$ ) med ett annat mått på företagsstorlek, nämligen antalet sysselsatta i företaget (SYS).

<sup>20</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.

marknadsvärde (MV) och antal sysselsatta (SYS), graden av ledningsgruppsintegration (GU)<sup>21</sup>, samt indikatorer för partnerskap. Tre proxyvariabler för partnerskap mellan VD och ägare används i den regressionskvationen (se tabell 11). Partnerskapsvariablerna definierat som ägarens eller ägarnas benägenhet att delegerar kontrollen d.v.s. 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 rekryterar sin efterträdare och 0 om annan rekryterar VD, TEAMREC definierad som andelen ledningsgruppsmedlemmar (exklusive VD själv) som rekryterats av VD.

**Tabell 11. Testresultat av de tre regressionskvationerna**

Exogena variabler	Y <sub>SHAREAND</sub>	Y <sub>TANCON</sub>	Y <sub>TANCON</sub>
CR	0,0025 2,039	-0,0025 -2,340	-0,0037 -3,103
Kontrollvariabler			
TEAM	-0,0107 -1,298	0,0004 0,058	0,0098 1,089
MV	-0,00009 -0,688	-0,0002 -1,991	-0,0014 -4,311
SYS	--	--	0,0114 3,867
GU	0,1409 1,739	0,0046 0,066	0,0639 0,887
NOCEO		--	-0,0006 0,353
CEOREK		--	-0,0396 -0,887
TEAMREC		--	-0,0033 -2,864
R <sup>2</sup>	0,1061	0,0642	0,2625
adj R <sup>2</sup>	0,0758	0,0325	0,2108
Antal observationer	123	123	123

<sup>21</sup> Ledningsgruppsintegration mäter hur sammansvetsad gruppen är med avseende på gemensamma värderingar och umgänge. (Se vidare diskussion om integration Meyerson (1992).)

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 marknadsvärdet visar ett icke signifikant negativt samband med andelen högriskkompensation och lågriskkompensation. Regressionsekvation  $Y_{\text{TANCON}}$  med partnerskapsvariablerna visar att partnerskapsvariablerna inte ger någon nämnvärd förändring i resultaten. Ägarkoncentrationen är signifikant negativt korrelerad med lågriskkompensation, men det justerade värdet för  $R^2$  stiger betydligt om partnerskapsvariablerna inkluderas.

Vid test av hypotes 3; skillnaden mellan VD:s och övriga ledningsgruppsmedlemmars lön är större i företag med spritt ägande, framkommer följande resultat. Den endogena variabeln ( $Y_{\text{FIXSAL}}$ ) mäter skillnaden i fastlön mellan VD:n och den genomsnittliga lönen för resten av ledningsgruppen. Kontrollvariablerna är här företagsstorlek mätt som marknadsvärde (MV), teamstorlek (TEAM) gruppintegration (GU) (se appendix 1). Se tabell 12 för testresultaten.

Hypotes 3 testad med regressionsekvation  $Y_{\text{FIXSAL}}$  får inte något stöd av det empiriska materialet. Antalet observationer är dock bara 19 vilket egentligen är alltför litet för denna typ av tester. Med partnerskapsvariablerna ändras inte resultaten. Däremot spelar kontrollvariabeln teamstorlek roll för skillnaden i lön mellan VD och resten av ledningsgruppen i regressionsekvation 3a. Ju större ledningsgrupp desto större blir skillnaden i lön. Sannolikheten för heterogenitet ökar med antalet medlemmar i ledningsgruppen.

Eftersom det är oklart om företagsaktier ingår som ett aktivt belöningsinstrument för ledningsgruppsmedlemmar finns goda skäl att också testa en endogen variabel som inte innehåller denna del. Den endogena variabeln som mäter all kompensation utom företagsaktieavkastning ( $Y_{\text{TOTINC}_2}$ ) används nedan tillsammans med proxyvariablerna för partnerskap mellan VD och ägare. (Se tabell 12.)

Tabell 12. Testresultat från regressionerna  $Y_{yfixsal}$  och  $Y_{totinc2}$ 

Exogena variabler	$Y_{yfixsal}$	$Y_{totinc2}$
CR	-0,3844 (-1,738)	-0,0598 (-2,079)
<b>Kontrollvariabler</b>		
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)
$R^2$	0,4418	0,6128
adj $R^2$	0,2929	0,3870
antal observationer	19	19

Hypotes 3 erhåller stöd av det empiriska materialet när den endogena variabeln mäts som total kompensation exklusive företagsaktiekastning. Ju mer spritt ägande desto större är skillnaden mellan VDs och 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% nivå så är tecknen i överensstämmelse med tidigare resultat. Ju mer integration desto mindre inkomstspridning bland VD och övriga medlemmar. Vidare visar partnerskapsvariabeln teamrek, att VDs relativa dominans i rekrytering av medlemmar till ledningsgruppen leder till mindre lönespridning.

Som nämnts ovan kan VD i ägardominerade företag ha ett intresse av en situation med symmetrisk information mellan honom själv och övriga gruppmedlemmar. I enlighet med Arnott och Stiglitz resonemang ovan finns det skäl för VDN att tillåta en kraftig variation i kompensation mellan individerna. VD i spritt ägda företag har sina lojaliteter

främst mot sin ledningsgrupp. Den integration som skapas i denna grupp hotas om kompensationskontrakten skiljer sig åt alltför mycket.

Vid test av hypotes 4; variationen i övriga medlemmars, förutom VDs, totala utkomst är större i ägardominerade företag än vad som är fallet i företag med spritt ägande, ger följande resultat.

Den endogena variabeln mäter standardavvikelsen i ledningsgruppsmedlemmarnas fasta lön, när VD exkluderas. Kontrollvariablerna är desamma som vid prövningen av hypotes 3.

**Tabell 13. Testresultat av hypotes 4**

Exogen variabel	$Y_{SFIXSAL}^*$	$Y_{STOTINC2}$
CR	0,0002 (0,147)	0,0012 (0,543)
<b>Kontrollvariabler</b>		
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)
$R^2$	0,782	0,7177
adj $R^2$	0,7371	0,5941
antal observationer	23	23

\*regressionsekvation med partnerskapsvariablerna ger ej signifikanta resultat.

Testet 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 team

medlemmarna.

Om vi testar sambandet med den endogena variabeln mätt som skillnaden i total kompensation exklusive företagsaktiavkastning för hela ledningsgruppen exklusive VD (se motivering ovan), samt tar med partnerskapsindikatorerna visar resultaten att på signifikantnivån 10% ger en ökad delegering av ägarkontrollen en positiv effekt på spridningen av lön inom ledningsgruppen (se tabell 13). 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 kompensation i ledningsgruppen.

## Sammanfattning

I denna studie framkommer att majoriteten av det utvalda medlemmarna i ledningsgrupper 1985 har fast lön, därutöver har 26% tantiem och 88% företagsaktier. En VD hade i genomsnitt 767 525 kronor i fastlön i intervallet 200 000 till 1 840 050. En ledningsgruppsmedlem som inte var VD hade en fast lön på i genomsnitt 485 886 kronor och där spridningen var mellan 140 000 och 900 000 kronor. För de 32 personer som hade tantiem var medelvärdet 869 750 där spridningen var mellan 12 000 och 20 miljoner.

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 erhålla stöd i det empiriska materialet. Ju högre en individs utfallsrelaterad lön är desto mer kommer hon att kompenseras med högre total 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 det ägarkoncentrerade företaget 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 19 Observationer.

Hypoteser om att VD i koncentrerat ägda företag sätter olika lön på medlemmarna i ledningsgrupp för att tillskansa sig privat information kan inte förkastas, även om det empiriska stödet är svagt. Företagsstorlek mätt som markandsvärdet uppvisar ett positivt samband med skillnader i kompensationsnivå, vilket stämmer överens med tidigare forskning (Rosen 1990).

Tolkningen av resultaten bör ske mot bakgrund av urvalet av undersökningsgruppen; ledningsgruppsmedlemmar i svenska börsnoterade företag som

1985 utsattes för en negativ reaktion på aktiemarknaden. Undersökningsgruppen uppvisar dock stora likheter med populationen av börsnoterade företag på aktiemarknaden 1985 med avseende på ägarkoncentration, börsvärdet och antalet sysselsatta.



## Litteratur

- Arnott, R. och J. E. Stiglitz, 1991, Moral Hazard and Nonmarket Institutions: Dysfunctional Crowding Out or Peer Monitoring? *The American Economic Review*, 81 (March): 179–190.
- Baker, G. P., Jensen, M.C. och K.J. Murphy, 1988, Compensation and Incentives, *Journal of Finance*, XLIII NO.3 (july) 593-616.
- Becker, G. 1964, *Human Capital. A Theoretical and Empirical Analysis with Special Reference to Education*, Colombia Univeristy Press, New York.
- Berglöf, E., 1990, Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems, in Aoki, M., B. Gustafsson and O. Williamson (eds.), *The Firm as a Nexus of Treaties*, Europe Sage
- Boxman, E.A.W., De Graaf, P.M. och H.D. Flap, 1991, The impact of social and human capital on the income attainment of Dutch managers, *Social Networks* 13:51-73.
- Freidkin, N., 1980, A Test of Structural Features of Granovetter's Strength of Weak Ties Theory, *Social Networks* 2:411-422
- Gaumont, D., och M.P. Merlateau, 1993, Manager's Incentives and Individual Wealth, IUI working paper no. 379.
- Gilson, S.C., och M. R. Vetsuypens, 1993, CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis, *The Journal of Finance*, XLVIII,2 (June) 1993, 425-456.
- Granovetter, M. S., 1973, The Strength of Weak Ties, *American Journal of Sociology* 78(6):1360-1380.
- Harris, M., and A. Raviv, 1979, Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information, *Journal of Economic Theory*, 20, 231-59.
- 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., and P. Milgrom, 1990, Regulating Trade Among Agents, *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)* 146: 85-105.
- Holmström, B.R. and J. Tirole, 1987, The Theory of the Firm, in (eds.) Schmalensee, R. and R. Willig, *Handbook of Industrial Organization*, 1, North-Holland Amsterdam.
- Kandel, E. och E.P. Lazear, 1992, Peer Pressure and Partnerships, *Journal of Political*

- Economy*, 100(4): 801-817.
- Krueger, A., 1990, Ownership, Agency and Wages: An Examination of Franchising in the Fast Food Industry, NBER Working Paper 3334.
- Lazear, E. P. och S. Rosen, 1981 Rank-Order Tournamnets as Optimum Labor Contracts *Journal of Political Economics*, 89 (October) 841-64
- Meyerson, E. M., 1992, *The Impact of Ownershipstructure and Exectuive Team Composition on Firm Performance*, avhandling i Sociology, Stockholms Universitet.
- Meyerson, E. M., 1993, Social Capital Human Capital and Compensation. An explorative analysis of the determinants for management compensation. Working paper, IUI
- Meyerson. E.M. and Lang, H. 1993, Ownership structure and CEO riskbehavior. Working paper, IUI
- Milgrom, P., and J. Roberts, 1992, *Economics, Organizattion and Management*, New Jersey: Prentice Hall Interantional.
- 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, National Bureau of Economic Research working paper 3542.
- Rybczynski, T. 1993, *Innovative activity and venture financing: Access to markets and opportunities in Japan, the U.S. and Europe*, sid. 29-48 ur *The Markets For Innovation, Ownership and Control* (eds. Day, Eliasson, Wiholborg) Amsterdam: North-Holland.
- Shapiro, C., and J. Stiglitz, 1984, Equilibrium Unemployment as a Worker Dicipline Device, *American Economic Review*, 74, 433-44.
- Stouffer, S. A., 1949, *The American Soldier*, New York:Princeton.
- Williamson, O.E., 1992, Calculativeness, Trust, And Economic Organization, Working paper OBIR-59, Univerity of California at Berkelely Walter A. Haas School of Business.

## Appendix 1. Variabel definitioner, univariater och korrelationsmatriser

### *Aggregerade variabler på företagsnivå*

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 (SYS) 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 den nya VDn (CEOrek). CEOrek erhåller ett stort värde då det viktigaste kontrollinstrumentet, rekrytering av ny VD, delegeras från ägare till den sittande VD. Det andra måttet är procent av medlemmar som inte är rekryterade av VD (noceo). NOCEO är litet där VD har en dominerande roll i rekrytering av ledningsgruppen. Variabeln Teamrek mäter antalet medlemmar som rekryterats av VD.

Ledningsgruppens sammansättning med avseende på integration och differentiering mäts med ett s.k. 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 konstrueras som visar varje medlems relationer till alla andra medlemmar. Från denna matris skapas ett s.k. cohesion index. Indexet G dividerar antalet ömsesidiga val i en binär matris av direkta länkar med det maximala antalet möjliga antalet av sådana val (Knoke och Kuklinski 1983, 50). Enbart de symmetriska länkarna räknas d.v.s. enbart när båda partner är överens kom att en umgänges länk 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 1or, och 0 om antingen det ena elementet eller det andra antar värdet 0. Cohesion index sträcker sig från 0 till 1. Ett stort värde indikerar att en större andel av relationerna är ömsesidiga med avseende på umgänget. En litet värdet innebär att en större andel av relationerna inte är ömsesidiga. (Knoke and Kuklinski 1983, 50).

Variabler	antal	medel- värde	standard- avvikelse	median	min	max
CR	28	45.27	15.90	47.25	18.3	82.2
MV*	28	89.872	140.97	48.8161	1.500822	705.2981
SYS**	28	6.090964	14.01657	2.0685	.001	74.32
TEAM	28	5.03	2.30	4	2	9
NOCEO	28	30.41	20.28	26.13	0	100
CEO	20	0.3571	.489	0	0	1
TEAMREC	28	74.30	31.54	80.00	0	100
GU	28	.24	.28	.15	0	1

\* miljoner kronor

\*\* 1000 anställda

#### Individdata

FIXSAL definieras som den totala fasta årslönen

TANTSVÄL definieras som årsvärdet av tantiemet

OPTIONVL är värdet av optionsportföljen

SHAREVAL definieras som marknadsvärdet på den totala aktieportföljen

FTGSHARE är värdet av företagaktieportföljen

SHAREAND är avkastningen på företagsaktiernas andel (10% av företagsaktier) av totala kompensationen vilken består av inkomstslagen: fastlön, styrelsearvoden, avkastning om 10% från konvertibler och optionsportfölj.

BOARD är värdet på antalet styrelsearvoden.

**Tabell A1. 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 kategorien.

**Tabell A2. Genomsnittlig avkastning på värdepapper i koncentrerat ägda företag \***

Värdepapper	VD (n)	TEAM (n)
aktie optioner	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 kategorien.

Tabell A3. Univariater för variabler

Variabler	Ant.	Medelvärde	Standardavvikelse	median	min	max
CR	123	47.56	14.45	51	18.3	82.2
MV*	123	81.82	125.88	50.4	1.50	705.3
SYS**	123	6.436	13.144	2.776	.001	74.320
TEAM	123	6.0	2.26	6	2	9
CEOrek	123	.33	.47	0	0	1
NOCEO	123	25.59	16.84	25	0	100
GU	123	.20	.22	.13	0	1
FIXSAL*	121	.532438	.315000	.458	.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
SHAREAND	90	.13	.209	.034	.0	.9
CONVVAL***	22	150045	41795.6	35750	2500	2000000
TEAMREK	123	80.93	22.82	80	0	100

\* miljoner kronor

\*\* 1000 anställda

\*\*\* avkastningskriterium 10%

	SUMS2	MV	SYS	ANTALNA	CEOREKR	PERCLGR	GU	FIXSAL
SUMS2	1.00000 0.0 123	-0.27390 0.0022 123	-0.14308 0.1144 123	0.24038 0.0074 123	0.25378 0.0046 123	-0.24787 0.0057 123	0.12635 0.1637 123	-0.19979 0.0280 121
MV	-0.27390 0.0022 123	1.00000 0.0 123	0.91837 0.0001 123	-0.00764 0.9332 123	0.22458 0.0125 123	-0.10182 0.2624 123	0.09150 0.3142 123	0.56779 0.0001 121
SYS	-0.14308 0.1144 123	0.91837 0.0001 123	1.00000 0.0 123	0.03030 0.7394 123	0.21665 0.0161 123	-0.11108 0.2213 123	0.07210 0.4281 123	0.56021 0.0001 121
ANTALNA	0.24038 0.0074 123	-0.00764 0.9332 123	0.03030 0.7394 123	1.00000 0.0 123	-0.24209 0.0070 123	-0.41065 0.0001 123	-0.36875 0.0001 123	-0.08036 0.3809 121
CEOREKR	0.25378 0.0046 123	0.22458 0.0125 123	0.21665 0.0161 123	-0.24209 0.0070 123	1.00000 0.0 123	-0.27835 0.0018 123	0.02822 0.7567 123	0.18183 0.0459 121
PERCLGR	-0.24787 0.0057 123	-0.10182 0.2624 123	-0.11108 0.2213 123	-0.41065 0.0001 123	-0.27835 0.0018 123	1.00000 0.0 123	-0.09409 0.3006 123	-0.00885 0.9232 121
GU	0.12635 0.1637 123	0.09150 0.3142 123	0.07210 0.4281 123	-0.36875 0.0001 123	0.02822 0.7567 123	-0.09409 0.3006 123	1.00000 0.0 123	0.10386 0.2569 121
FIXSAL	-0.19979 0.0280 121	0.56779 0.0001 121	0.56021 0.0001 121	-0.08036 0.3809 121	0.18183 0.0459 121	-0.00885 0.9232 121	0.10386 0.2569 121	1.00000 0.0 121
TANTSVAL	-0.32148 0.0728 32	0.09116 0.6197 32	-0.21229 0.2434 32	-0.30687 0.0876 32	0.31933 0.0748 32	0.20958 0.2496 32	-0.14576 0.4260 32	-0.20903 0.2676 30
OPTIONVL	0.44401 0.2312 9	0.21558 0.5775 9	-0.02940 0.9401 9	-0.10523 0.7876 9	0.27277 0.4776 9	-0.39203 0.2967 9	0.41016 0.2729 9	0.45460 0.2189 9
FTGSHARE	0.15810 0.1367 90	-0.07746 0.4680 90	-0.05188 0.6272 90	-0.12974 0.2229 90	0.26356 0.0121 90	-0.18378 0.0829 90	0.12625 0.2357 90	-0.05575 0.6059 88
SHAREVAL	0.17216 0.0734 109	-0.06066 0.5309 109	-0.02013 0.8354 109	-0.10874 0.2604 109	0.19891 0.0381 109	-0.16626 0.0840 109	0.13446 0.1633 109	-0.03518 0.7190 107
BOARD	-0.48546 0.0049 32	0.16099 0.3787 32	0.13176 0.4722 32	-0.23364 0.1981 32	0.09034 0.6229 32	0.45845 0.0083 32	-0.14894 0.4159 32	0.10626 0.5694 31
SHAREAND	0.26636 0.0112 90	-0.14019 0.1876 90	-0.04846 0.6501 90	-0.12742 0.2314 90	0.26758 0.0108 90	-0.17562 0.0978 90	0.24348 0.0208 90	-0.06864 0.5251 88
CONVVAL	0.25797 0.2464 22	-0.04854 0.8302 22	-0.16404 0.4657 22	-0.32662 0.1379 22	0.98851 0.0001 22	-0.49501 0.0192 22	0.48611 0.0218 22	0.05761 0.7990 22
TEAMREC	0.10491 0.2482 123	-0.11892 0.1902 123	-0.00398 0.9652 123	0.35620 0.0001 123	-0.17988 0.0465 123	-0.71365 0.0001 123	0.01553 0.8646 123	-0.11274 0.2182 121

	TANTSVL	OPTIONVL	FTGSHARE	SHAREVAL	BOARD	SHAREAND	CONVVAL	TEAMREC
SUMS2	-0.32148	0.44401	0.15810	0.17216	-0.48546	0.26636	0.25797	0.10491
	0.0728	0.2312	0.1367	0.0734	0.0049	0.0112	0.2464	0.2482
	32	9	90	109	32	90	22	123
MV	0.09116	0.21558	-0.07746	-0.06066	0.16099	-0.14019	-0.04854	-0.11892
	0.6197	0.5775	0.4680	0.5309	0.3787	0.1876	0.8302	0.1902
	32	9	90	109	32	90	22	123
SYS	-0.21229	-0.02940	-0.05188	-0.02013	0.13176	-0.04846	-0.16404	-0.00398
	0.2434	0.9401	0.6272	0.8354	0.4722	0.6501	0.4657	0.9652
	32	9	90	109	32	90	22	123
ANTALNA	-0.30687	-0.10523	-0.12974	-0.10874	-0.23364	-0.12742	-0.32662	0.35620
	0.0876	0.7876	0.2229	0.2604	0.1981	0.2314	0.1379	0.0001
	32	9	90	109	32	90	22	123
CEOREKR	0.31933	0.27277	0.26356	0.19891	0.09034	0.26758	0.98851	-0.17988
	0.0748	0.4776	0.0121	0.0381	0.6229	0.0108	0.0001	0.0465
	32	9	90	109	32	90	22	123
PERCLGR	0.20958	-0.39203	-0.18378	-0.16626	0.45845	-0.17562	-0.49501	-0.71365
	0.2496	0.2967	0.0829	0.0840	0.0083	0.0978	0.0192	0.0001
	32	9	90	109	32	90	22	123
GU	-0.14576	0.41016	0.12625	0.13446	-0.14894	0.24348	0.48611	0.01553
	0.4260	0.2729	0.2357	0.1633	0.4159	0.0208	0.0218	0.8646
	32	9	90	109	32	90	22	123
FIXSAL	-0.20903	0.45460	-0.05575	-0.03518	0.10626	-0.06864	0.05761	-0.11274
	0.2676	0.2189	0.6059	0.7190	0.5694	0.5251	0.7990	0.2182
	30	9	88	107	31	88	22	121
TANTSVL	1.00000	0.99891	0.63269	0.50668	0.75570	-0.02267	0.52438	-0.27473
	0.0	0.0298	0.0004	0.0043	0.0028	0.9106	0.2855	0.1281
	32	3	27	30	13	27	6	32
OPTIONVL	0.99891	1.00000	-0.29572	-0.24351	-0.97322	-0.15674	.	0.38421
	0.0298	0.0	0.4770	0.5612	0.1477	0.7109	.	0.3073
	3	9	8	8	3	8	2	9
FTGSHARE	0.63269	-0.29572	1.00000	0.99234	0.27947	0.74699	0.91666	0.05801
	0.0004	0.4770	0.0	0.0001	0.1580	0.0001	0.0001	0.5870
	27	8	90	90	27	90	16	90
SHAREVAL	0.50668	-0.24351	0.99234	1.00000	0.27178	0.77179	0.92347	0.05689
	0.0043	0.5612	0.0001	0.0	0.1538	0.0001	0.0001	0.5568
	30	8	90	109	29	90	18	109
BOARD	0.75570	-0.97322	0.27947	0.27178	1.00000	-0.06741	0.71074	-0.41852
	0.0028	0.1477	0.1580	0.1538	0.0	0.7383	0.4967	0.0171
	13	3	27	29	32	27	3	32
SHAREAND	-0.02267	-0.15674	0.74699	0.77179	-0.06741	1.00000	0.62033	0.06085
	0.9106	0.7109	0.0001	0.0001	0.7383	0.0	0.0104	0.5688
	27	8	90	90	27	90	16	90
CONVVAL	0.52438	.	0.91666	0.92347	0.71074	0.62033	1.00000	0.37746
	0.2855	.	0.0001	0.0001	0.4967	0.0104	0.0	0.0833
	6	2	16	18	3	16	22	22
TEAMREC	-0.27473	0.38421	0.05801	0.05689	-0.41852	0.06085	0.37746	1.00000
	0.1281	0.3073	0.5870	0.5568	0.0171	0.5688	0.0833	0.0
	32	9	90	109	32	90	22	123





	TANTSVAL	OPTIONVL	FTGSHARE	SHAREVAL	BOARD	SHAREAND	CONVVAL	TEAMREC
SUMS2	-0.71981	.	0.22766	0.19583	-0.56727	0.37424	0.56618	-0.06086
	0.1704		0.3636	0.4217	0.3186	0.1260	0.4338	0.7988
	5	1	18	19	5	18	4	20
MV	0.12960	.	-0.14273	-0.13236	0.75274	-0.26189	-0.23883	-0.03695
	0.8354		0.5721	0.5891	0.1420	0.2938	0.7612	0.8771
	5	1	18	19	5	18	4	20
SYS	-0.63413	.	-0.13434	-0.12526	0.00045	-0.16613	-0.50881	0.00982
	0.2506		0.5951	0.6094	0.9994	0.5100	0.4912	0.9672
	5	1	18	19	5	18	4	20
ANTALNA	-0.71881	.	-0.19849	-0.13900	-0.12504	-0.06115	-0.71453	0.37225
	0.1712		0.4298	0.5704	0.8412	0.8095	0.2855	0.1060
	5	1	18	19	5	18	4	20
CEOREKR	0.99977	.	0.40701	0.40171	0.89932	0.31060	0.99933	-0.21152
	0.0001		0.0937	0.0882	0.0378	0.2097	0.0007	0.3707
	5	1	18	19	5	18	4	20
PERCLGR	0.39125	.	-0.23784	-0.25334	0.64451	-0.25024	-0.83601	-0.84631
	0.5149		0.3419	0.2953	0.2404	0.3166	0.1640	0.0001
	5	1	18	19	5	18	4	20
GU	-0.34770	.	0.18251	0.16000	-0.59958	0.37154	0.97670	0.10203
	0.5664		0.4685	0.5129	0.2852	0.1290	0.0233	0.6686
	5	1	18	19	5	18	4	20
FIXSAL	-0.87159	.	-0.24743	-0.20532	-0.10864	-0.11772	-0.69944	0.04782
	0.0542		0.3222	0.3991	0.8619	0.6418	0.3006	0.8413
	5	1	18	19	5	18	4	20
TANTSVAL	1.00000	.	0.73570	0.62790	0.99991	-0.10325	1.00000	-0.88938
	0.0		0.1565	0.2567	0.0085	0.8688		0.0434
	5	0	5	5	3	5	2	5
OPTIONVL	.	.	.	.	.	.	.	.
	0	1	1	1	0	1	0	1
FTGSHARE	0.73570	.	1.00000	0.99850	0.79830	0.81465	0.99943	0.06361
	0.1565		0.0	0.0001	0.2017	0.0001	0.0006	0.8020
	5	1	18	18	4	18	4	18
SHAREVAL	0.62790	.	0.99850	1.00000	0.76233	0.82995	0.99929	0.05856
	0.2567		0.0001	0.0	0.1340	0.0001	0.0007	0.8118
	5	1	18	19	5	18	4	19
BOARD	0.99991	.	0.79830	0.76233	1.00000	-0.03135	.	-0.98212
	0.0085		0.2017	0.1340	0.0	0.9686		0.0029
	3	0	4	5	5	4	0	5
SHAREAND	-0.10325	.	0.81465	0.82995	-0.03135	1.00000	0.94395	0.08555
	0.8688		0.0001	0.0001	0.9686	0.0	0.0561	0.7357
	5	1	18	18	4	18	4	18
CONVVAL	1.00000	.	0.99943	0.99929	.	0.94395	1.00000	0.71424
			0.0006	0.0007		0.0561	0.0	0.2858
	2	0	4	4	0	4	4	4
TEAMREC	-0.88938	.	0.06361	0.05856	-0.98212	0.08555	0.71424	1.00000
	0.0434		0.8020	0.8118	0.0029	0.7357	0.2858	0.0
	5	1	18	19	5	18	4	20

Correlation Analysis

Pearson Correlation Coefficients / Prob > |R| under Ho: Rho=0 / Number of Observations

	TANTSVAL	OPTIONVL	FTGSHARE	SHAREVAL	BOARD	SHAREAND	CONVVAL	TEAMREC
SUMS2	-0.71981 0.1704 5	. 1	0.22766 0.3636 18	0.19583 0.4217 19	-0.56727 0.3186 5	0.37424 0.1260 18	0.56618 0.4338 4	-0.06086 0.7988 20
MV	0.12960 0.8354 5	. 1	-0.14273 0.5721 18	-0.13236 0.5891 19	0.75274 0.1420 5	-0.26189 0.2938 18	-0.23883 0.7612 4	-0.03695 0.8771 20
SYS	-0.63413 0.2506 5	. 1	-0.13434 0.5951 18	-0.12526 0.6094 19	0.00045 0.9994 5	-0.16613 0.5100 18	-0.50881 0.4912 4	0.00982 0.9672 20
ANTALNA	-0.71881 0.1712 5	. 1	-0.19849 0.4298 18	-0.13900 0.5704 19	-0.12504 0.8412 5	-0.06115 0.8095 18	-0.71453 0.2855 4	0.37225 0.1060 20
CEOREKR	0.99977 0.0001 5	. 1	0.40701 0.0937 18	0.40171 0.0882 19	0.89932 0.0378 5	0.31060 0.2097 18	0.99933 0.0007 4	-0.21152 0.3707 20
PERCLGR	0.39125 0.5149 5	. 1	-0.23784 0.3419 18	-0.25334 0.2953 19	0.64451 0.2404 5	-0.25024 0.3166 18	-0.83601 0.1640 4	-0.84631 0.0001 20
GU	-0.34770 0.5664 5	. 1	0.18251 0.4685 18	0.16000 0.5129 19	-0.59958 0.2852 5	0.37154 0.1290 18	0.97670 0.0233 4	0.10203 0.6686 20
FIXSAL	-0.87159 0.0542 5	. 1	-0.24743 0.3222 18	-0.20532 0.3991 19	-0.10864 0.8619 5	-0.11772 0.6418 18	-0.69944 0.3006 4	0.04782 0.8413 20
TANTSVAL	1.00000 0.0 5	. 0	0.73570 0.1565 5	0.62790 0.2567 5	0.99991 0.0085 3	-0.10325 0.8688 5	1.00000 . 2	-0.88938 0.0434 5
OPTIONVL	. 0	. 1	. 1	. 1	. 0	. 1	. 0	. 1
FTGSHARE	0.73570 0.1565 5	. 1	1.00000 0.0 18	0.99850 0.0001 18	0.79830 0.2017 4	0.81465 0.0001 18	0.99943 0.0006 4	0.06361 0.8020 18
SHAREVAL	0.62790 0.2567 5	. 1	0.99850 0.0001 18	1.00000 0.0 19	0.76233 0.1340 5	0.82995 0.0001 18	0.99929 0.0007 4	0.05856 0.8118 19
BOARD	0.99991 0.0085 3	. 0	0.79830 0.2017 4	0.76233 0.1340 5	1.00000 0.0 5	-0.03135 0.9686 4	. 0	-0.98212 0.0029 5
SHAREAND	-0.10325 0.8688 5	. 1	0.81465 0.0001 18	0.82995 0.0001 18	-0.03135 0.9686 4	1.00000 0.0 18	0.94395 0.0561 4	0.08555 0.7357 18
CONVVAL	1.00000	. .	0.99943 0.0006	0.99929 0.0007	. .	0.94395 0.0561	1.00000 0.0	0.71424 0.2858

## Bilaga 1. Frågeformulär

### Frågeformulär om kompensationskontrakt

1. Om du hade en fast årsbruttolön av arbete i företaget, på vilket årsbelopp lön den 1985?
2. Om du hade tantiem baserad på din egen prestation, hur var den konstruerad 1985?
  - a. faställt 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.
  - d. procent av utdelning ange procent samt bruttobeloppet för 1985,
  - e. procent av omsättning ange procent samt bruttobeloppet för 1985,
  - f. procent av vinst över branchen 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 arbetar 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 socialgrupps, 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,z på din fritid.
7. Diskuterar du privata och personliga frågor med x,y,z.
8. Delar du grundläggande värderingar med x,y,z.