

Hur påverkas VD:ns belöningsystem av ägandet?

– en studie av svenska noterade bolag

Handledare

Sven-Olof Yrjö Collin

Författare

Lina Gustafsson

Emma Petersson

Abstract

There is a strong debate in the media about the CEO compensation in the listed companies and whether they deserve their high rewards. Many previous studies have shown differences in the reward system depending on the ownership structure, mostly testing for only ownership concentration or ownership category. This study aims to investigate how the influence of the owners affects the CEO reward system, testing for both the level and the structure of the reward. The sample used in the investigation is Swedish listed corporations and consists of 251 observations. A survey was also conducted but due to low response rate and because the answers are not representative for the whole sample the survey will only be used as an illustration. The findings support the assumption that the higher the ownership concentration a lesser amount of stock options is used but the rest of the statistics on the ownership concentration does not show any significance. The results also show that the different categories of owners affect the reward system in different ways, it is difficult however to draw any general conclusions in which direction the affect goes. The ownership concentration on the board and the CEO confirms some of the study's hypothesis while others result in the direct opposite of what was expected. This indicates that the board and the CEO do not react in the way that much of the existing theory predicts. Overall, the results indicate that a different way of measuring the ownership concentration and the categories of owners is preferable and may be interestingly conducted in another study.

Key words: CEO compensation, ownership concentration, ownership structure, ownership categories, Sweden

Innehållsförteckning

1 Inledning	4
2 Teori.....	7
2.1 Hypotesformulering	15
3 Metod	23
4 Analys	33
4.1 Multivariat analys	35
5 Diskussion och slutsats	44
5.1 Förslag till fortsatt forskning	49
Referenser	50

Bilagor

- Bilaga 1: Dokumentmall
- Bilaga 2: Brev och enkät – svensk
- Bilaga 3: Brev och enkät – engelsk
- Bilaga 4: Statistik över de oberoende variablerna
- Bilaga 5: Korrelationsmatris

1 Inledning

VD:ns belöning i form av bland annat bonus och optioner har under en längre tid varit föremål för diskussion inom den akademiska världen och har även skapat ett stort medialt intresse (Tosi, Werner, Katz & Gomez-Mejia, 2000). Belöningsystemet har ett flertal funktioner som till exempel kontrollfunktionen som innefattar både övervakning och motivation (Chan, 2008). Denna kontroll finns för att få ledningen att agera i aktieägarnas intresse vilket är en nödvändighet eftersom det uppstår en separation mellan ägande och kontroll i de stora börsbolagen (Fama & Jensen, 1983). Förutom denna kontrollfunktion har belöningsystemet även en konkurrensmässig funktion vilket innebär att belöningen måste vara utformad på ett marknadsmässigt sätt som leder till att VD:n attraheras och bibehålls inom företaget (Finkelstein & Hambrick, 1988). En vardagligare förklaring till belöningsystemets existens är att det helt enkelt används som betalning för utfört arbete (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997).

En generell beskrivning av belöningsystemet kan enligt Armstrong (2006) vara av en finansiell och en icke-finansiell del. Den finansiella delen kan vidare delas in i en fast och en rörlig ersättning och har ett faktiskt värde som till exempel grundlön och bonus (Smitt, 2004) och offentliggörs ofta av företaget. Den icke-finansiella delen däremot är svår att observera eftersom den baseras på subjektiva bedömningar som exempelvis arbetslivserfarenhet och status (Armstrong, 2006).

Beroende på vilket beteende som företaget eftertraktar av VD:n kan belöningsystemet utformas på olika sätt. Belöningsystemets fasta och rörliga ersättningar fyller olika funktioner som i sin tur resulterar i varierande beteendeeffekter (McNally, 1992). Belöningsystemet är därför delvis utformat för att passa företagets specifika mål, skillnader i företags mål kan delvis ha sin förklaring i ägandet (Maury, 2006).

Bolagets ägande består av aktieägare som inte är någon homogen grupp eftersom dess intressen, kompetens och engagemang skiljer sig åt (Gabrielsson, 2007). Ägarstrukturen kan karaktäriseras av graden av koncentration i innehavet av aktier och röster. Det

koncentrerade ägandet symboliseras av att ett fåtal ägare innehar en dominerande andel av aktierna och rösterna medan det spridda ägandet innebär att ingen ägare utmärker sig (Schleifer & Vishny, 1997). Ägarstrukturen kan brytas ner i ett flertal kategorier beroende på hur de dominerande ägarna ser ut (Hedlund, Hägg, Hörnell & Rydén, 1985). Cordeiro och Veliyath (2003) tar vidare upp hur styrelsen och VD:n beter sig som aktieägare.

Aktieinnehavet ger, förutom möjligheter till avkastning, en tänkbar makt över företaget i och med rösträtten. Hirschman (1970) beskriver två mekanismer för ägarinflytande vilka kallas *voice* och *exit*. Med *voice* menas att ägaren utnyttjar sin rösträtt för att påverka bolaget och *exit* innebär att ägaren agerar genom att lämna bolaget istället för att utöva sitt inflytande (Hirschman, 1970). Ett annat ägarinflytande är den kontrollmöjlighet som erhålls genom aktieinnehavet. Kontroll uttrycks som sannolikheten för en viss ägare att kunna driva igenom ett beslut vid en bolagsstämma (SOU, 1988:38). Möjligheten att kontrollera bolaget bestäms inte enbart utav den enskilda ägarens röstandel utan också av den övriga ägarbilden (SOU, 1988:38; Collin, 1997).

Hedlund et al. (1985) beskriver olika sätt på vilka ägarna kan utöva sin makt varav några är att vara representerad i styrelsen, ha anställning i bolaget eller genom att vara politiskt engagerad och på så sätt kunna tillgodose företagets intresse. Olika ägarkategorier kan ha olika motiv med sitt ägande vilket avspeglas i sättet att utöva makten (David, Kochhar & Levitas, 1998). Exempelvis kan en ägare som strävar efter en hög finansiell avkastning vara mindre benägen att påverka genom sin rösträtt än en ägare som har som mål att bolaget ska överleva och därmed har ett stort intresse av att påverka bolaget (Hedlund et al., 1985).

Tidigare studier som har undersökt förhållandet mellan ägandet och belöningsystemet har huvudsakligen fokuserat på styrelsens och ledningens aktieinnehav och dess påverkan på utformningen av belöningen (Ozkan, 2007; Firth, Fung & Rui, 2007; He, 2008). Många studier väljer också att undersöka hur koncentrationsgraden i ägandet påverkar nivån på belöningen (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Ozkan, 2007; Basu, Hwang,

Mitsudome & Weintrop, 2007). Randøy och Nielsen (2002), Cordeiro och Veliyath (2003) och Cheung, Stouraitis och Wong (2005) har i sina studier undersökt hur VD:ns egna aktieinnehav påverkar nivån på dennes belöning. Ett flertal studier fokuserar på endast en ägarkategori och dess påverkan på nivå och utformning av VD:ns belöning till exempel institutionellt ägande (Hartzell & Starks, 2003) eller familjeägande (Cheng & Firth, 2006; Carrasco-Hernandez & Sánchez-Marín, 2007). De flesta undersökningar som tidigare genomförts härstammar från USA (Hambrick & Finkelstein, 1995; Chung & Pruitt, 2006; He, 2008), Storbritannien (Ozkan, 2007) och Asien (Cheng & Firth, 2005; Lin, 2005; Basu et al., 2007)

Inom forskningen har det framkommit att ägandet har betydelse för utformningen och nivån på VD:ns belöning (Hambrick & Finkelstein, 1995). Enligt Hambrick och Finkelstein (1995) finns det ett behov av vidare forskning kring ägandets påverkan på belöningsystemet eftersom tidigare studier ofta tar hänsyn till flera faktorer vilket gör att just ägandets betydelse blir svår att urskilja. Olika ägare kan ha särpräglade mål och motiv med sitt ägande vilket kan avspegla sig i belöningsystemets utformning såväl som nivån på belöningen (Randøy & Goel, 2003).

På grund av att tidigare forskning, som har fokuserat på ägandets påverkan på VD:ns belöningsystem, oftast har undersökt endast vissa delar finns det ett behov av en mer heltäckande studie där ägandets betydelse ligger i fokus. Intresset har väckts att undersöka hur ägandet, både graden av koncentration och makt såväl som de olika ägarkategorierna och styrelsens och VD:ns ägande, påverkar både nivån på och utformningen av VD:ns belöning. Få studier har genomförts i norra Europa varför det vore intressant att undersöka hur ägandet i svenska bolag påverkar belöningen då svenska bolag skiljer sig från övriga genomförda studier gällande exempelvis kultur, traditioner och politik (Collin, 2006).

Utgångspunkten i denna studie är att ägarna genom sina olika mål väljer att utforma belöningsystemet på varierande sätt för att kunna uppfylla målen. Det finns forskare som hävdar det motsatta, det vill säga att ägandet är en konsekvens av företaget (Demsetz &

Villalonga, 2001), men ägandet förväntas likväl påverka belöningen i denna studie. Syftet är därmed att undersöka ägandets relativa förmåga att påverka nivån och utformningen av VD:ns belöningsystem i svenska noterade bolag.

Studien fortsatta disposition är följande, nästkommande avsnitt behandlar teorier om belöningsystem och ägande vilket leder fram till studiens hypoteser. Därefter presenteras studiens metod och operationalisering vilket följs av en analys av studiens resultat. Studien sammanfattas och avslutas med de slutsatser som har framkommit samt förslag till vidare forskning.

2 Teori

Utgångspunkten i studien är att ägandet påverkar belöningsystemet olika beroende på vilka målsättningar ägarna har. Belöningsystemet samt de olika ägarna beskrivs och ett antal variabler som definierar ägandet och dess påverkan på belöningsystemet presenteras för att slutligen leda fram till studiens hypoteser.

Belöningsystem

Det huvudsakliga målet med belöningsystem är att skapa beteendeeffekter (McNally, 1992). Enligt agentteorin har belöningsystemet två funktioner, att övervaka och att motivera (Chan, 2008). Syftet med dessa funktioner är att få VD:ns intresse att överensstämja med ägarnas och därmed motivera prestation som gynnar båda parter (Chan, 2008). Ytterligare en funktion av belöningsystemet är att attrahera och behålla kompetenta VD:ar (Cheng & Firth, 2006).

Alla företag har någon form av belöningsystem och detta kan bestå av en finansiell och en icke-finansiell del (Armstrong, 2006). Den finansiella delen karaktäriseras av att den objektivt kan mätas i kronor medan den icke-finansiella delen är svårare att mäta (Armstrong, 2006). Både den finansiella och den icke-finansiella delen kan fungera som motivation för VD:n. Beroende på VD:ns personliga preferenser kan de olika delarna värdesättas olika, exempelvis kan status eller möjligheten att få viktiga kontakter värdesättas högre än en löneökning, VD:ar är således ingen homogen grupp. Den

finansiella delen kan vidare grupperas i en fast respektive en rörlig ersättning (Smitt, 2004).

Beroende på hur belöningssystemet är utformat, hur stor del som utgörs av fast respektive rörlig ersättning, blir beteendeffekterna olika. En fast ersättning omförhandlas vanligen årligen och baseras på VD:ns egenskaper, kompetens och erfarenheter. Effekter som kan uppstå av en fast ersättning är att VD:n känner en viss ekonomisk trygghet vilket leder till att besluten som fattas inte blir helt ekonomiskt avgörande för VD:n och därmed kan riskfyllda beslut som gynnar företaget fattas (Mehran, 1995), det är dock inte säkert att VD:n agerar så att det gynnar ägarna bara för att risken minskar. För att uppfylla belöningssystemets funktion att behålla och attrahera en lämplig VD är det väsentligt att ersättningen är marknadsmässig. Skulle inte denna funktion uppfyllas finns det en risk att VD:n lämnar företaget (Gomez-Meija & Wiseman, 1997).

För att ytterligare öka motivationen samt att belöna utomordentliga insatser kan rörliga ersättningar användas i belöningssystemet. Dessa rörliga ersättningar kan vara långsiktiga eller kortsiktiga beroende på vilka mål företaget vill att VD:n ska arbeta mot. Den kortsiktiga rörliga ersättningen är vanligen relaterad till VD:ns egna arbetsinsats och företagets årliga resultat och är främst till för att stimulera att kortsiktiga mål uppfylls och framförallt uppmuntra till extraordinära prestationer (Smitt, 2004). Den kortsiktiga rörliga ersättningen består oftast av bonus och denna kan vara baserad på antingen förutbestämda finansiella mål eller på mer subjektiva bedömningar (Smitt, 2004). Syftet med den långsiktiga rörliga ersättningen är däremot att ge VD:n incitament att på längre sikt arbeta mot ett ökat företagsvärde och består ofta av aktier och optioner (Smitt, 2004). Enligt Cordeiro och Veliyath (2003) är det bästa att ha både en kort- och en långsiktig rörlig ersättning för att bäst kunna möta företagets och ägarnas mål.

För att lyckas motivera VD:n att uppnå företagets och ägarnas mål krävs ett välutformat belöningssystem som enligt Sellers (1988) består av fyra delar. Dessa är en marknadsmässig grundlön, en prestationsbaserad bonus, pensionspremier samt ett aktie- och optionsprogram (Sellers, 1988). Utöver dessa beståndsdelar i belöningssystemet har

studier även tagit hänsyn till övriga förmåner (Smitt, 2004) och utdelning (Cheung, Stouraitis & Wong, 2005).

Ägande

Ägandet delas främst in i graden av koncentration vilket Berle och Means (1932) kallar ägarstruktur. Tidigare studier har även valt att undersöka hur olika sorters ägare, det vill säga ägarkategorier, påverkar belöningen (Hedlund et al., 1985; Mangel & Singh, 1993; David, Kochhar & Levitas, 1998; Hartzell & Starks, 2003; Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005; Cheng & Firth, 2005; Carrasco-Hernandez & Sánchez-Marín, 2007; Firth, Fung & Rui, 2007). Flertalet forskare undersöker även hur ägandekoncentration i styrelsen (Finkelstein & Hambrick, 1989; Mehran, 1995; Cheng & Firth, 2005) och hos VD:n (Randøy & Nielsen, 2002; Cheung, Stouraitis & Wong, 2005; Kahn, Dharwadkar & Brandes, 2005; Carrasco-Hernandez & Sánchez-Marín, 2007) påverkar belöningssystemet.

Variabler

Graden av koncentration, de olika ägarkategorierna samt styrelsens och VD:n aktieäggande karakteriseras av ett flertal variabler och syften (Hedlund, 1985; Chan, 2008) som i sin tur kan förklara ägandets påverkan på belöningssystemets storlek och utformning (Mangel & Singh, 1993; Goldberg & Idson, 1995). De variabler som anses relevanta för att beskriva ägandet i denna studie är;

- **Kompetens- och kapitalinvestering** - i vilken utsträckning ägarna har investerat humankapital i form av till exempel tid och kunskap (Hedlund et al., 1985) samt finansiellt kapital i bolaget.
- **Diversifiering** - visar i vilken omfattning ägaren har spridda investeringar i flera olika bolag (Mehran, 1995).
- **Riskbenägenhet** - speglar ägarnas vilja att utsätta sig för risk (Hedlund et al., 1985).

Mellan dessa tre egenskaper påträffas ett samband där en låg kompetens- och kapitalinvestering förknippas med en hög diversifiering och en hög riskbenägenhet, vilket har sin förklaring i portföljteorin (Church & Snitzer, 1985).

- **Tradition** - innefattar hur mycket kulturella och institutionella vanor som avspeglas i ägandet (Hambrick & Finkelstein, 1995).
- **Utdelningspreferens** - hur angelägna ägarna är att få utdelning, det vill säga avkastning i finansiell form (Coffee, 1991).
- **Transfererbarhetspreferens** - hur viktigt det är för ägarna att aktien ska vara likvid, det vill säga ägarnas möjligheter att både sälja och köpa aktierna (Ozkan, 2007).
- **Ägandets syfte** – kan vara antingen finansiellt, socialt, politiskt eller industriellt. Det *finansiella syftet* innebär att ägaren främst har ett ekonomiskt intresse. Det *sociala syftet* kan ha som målsättning att företaget ska överleva samt att skapa ett gott företagsrykte (Anderson, Mansi & Reeb, 2003). Ägare kan även ha *politiska syften* (Randøy & Nielsen, 2002). Ytterligare ett syfte med ägandet kan vara att få insyn i bolaget och att få möjlighet att påverka beslut för egen vinnings skull, vilket i denna studie kallas det *industriella syftet*.

Ägarstruktur

Ett företags ägande kan övergripande klassificeras efter graden av ägarkoncentration (Finkelstein & Hambrick, 1989; Goldberg & Idson, 1995). En låg ägarkoncentration kallas även spritt ägande och kännetecknas av att det finns många olika ägare varav ingen äger en dominerande del av kapitalet eller rösterna (Hambrick & Finkelstein, 1995). En hög koncentrationsgrad kännetecknas av att det finns ett fåtal ägare som innehar den dominerande delen av aktierna eller rösterna (Hambrick & Finkelstein, 1995).

En låg koncentrationsgrad kännetecknas av en låg kompetens- och kapitalinvestering i bolaget av ägarna vilket är en följd av att varje investering är relativt liten. På grund av den begränsade investeringen blir möjligheten att påverka också begränsad vilket reducerar ägarnas engagemang (Hirschman, 1970; Coffee, 1991).

Ju lägre koncentrationsgraden är desto högre är diversifieringen och riskbenägenheten. Diversifieringen i det spridda ägandet innebär att ägarnas investeringar är låga i det specifika bolaget men sammantaget stora då de satsar i ett flertal bolag. Är koncentrationsgraden däremot hög är investeringarna stora i ett och samma bolag vilket innebär att diversifieringen inte är lika hög som vid en låg koncentrationsgrad. Eftersom diversifieringen sprider kapitalet och därmed risken är riskbenägenheten hög i det spridda ägandet. Om ägandet kännetecknas av en hög koncentrationsgrad är ägarna mer angelägna att vårda sin placering och därmed reducera sin risk (Hambrick & Finkelstein, 1995).

En stor investering innebär inte enbart en risk utan även en möjlighet att påverka bolaget. Eftersom det koncentrerade ägandet erbjuder en möjlighet att utöva inflytande kan ägarnas traditioner avspeglas i det ägda bolaget. Makten i ägandet gör det möjligt att ha alternativa syften förutom det finansiella som exempelvis sociala, politiska och industriella. Beroende på ägarkategorin är syftena olika men då möjligheten till påverkan i en låg koncentrationsgrad är limiterad är ägarnas främsta syfte finansiellt (Coffee, 1991). Det finansiella syftet innebär att ägarna har en hög transfererbarhetspreferens.

Ägarkategori

Tidigare studier har valt att fokusera på institutionella ägare (Mangel & Singh, 1993; David, Kochhar & Levitas, 1998; Hartzell & Starks, 2003; Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005), utländska ägare (Firth, Fung & Rui, 2007) och familjen som ägare (Cheng & Firth, 2005; Carrasco-Hernandez & Sánchez-Marín, 2007). Ett fåtal studier har även undersökt hur staten (Firth, Fung & Rui, 2007; Ikäheimo, Kontu & Tainio, 2007) och industriellt ägande påverkar VD:ns belöningsystem. Randøy och Goel (2003) har valt att undersöka hur VD:ns belöningsystem påverkas då grundaren sitter som VD.

Med stöd från ovanstående studier har dessa ägarkategorier valts även i denna studie. Graden av koncentration kan variera i de olika kategorierna men generellt sett antas det institutionella och det utländska ägandet ha en lägre ägarkoncentration än det familjära och det statliga ägandet medan det industriella är svårare att fastställa.

Institutionellt ägande

De institutionella ägarnas uppgift är att placera kapital för att få finansiell avkastning. Då syftet är finansiellt och utdelnings- och transfererbarhetspreferensen är hög är kompetensinvesteringen relativt låg (Coffee, 1991). Beroende på vilken koncentration det institutionella ägandet utgör varierar kapitalinvesteringen medan kompetensinvesteringen förblir låg. Trots att möjligheten att påverka bolaget ökar i takt med koncentrationen förblir engagemanget lågt eftersom målsättningen med ägandet är rent finansiellt och det saknas intresse att långsiktigt bygga upp sin makt (Ozkan, 2007). De institutionella ägarnas traditioner kan vara betydelsefulla men då makten att påverka är svag reduceras traditionens betydelse. Det institutionella ägandet präglas av en hög diversifiering och en hög riskbenägenhet då målsättningen är att få avkastning vilket sker genom varierade placeringar (Mehran, 1995).

Utländskt ägande

Likt det institutionella ägandet kännetecknas det utländska ägandet av en låg kompetensinvestering, en varierande kapitalinvestering samt en hög diversifiering och riskbenägenhet. En anledning till att det utländska ägandet fungerar på liknande sätt som det institutionella ägandet är att det utländska ägandet ofta består av institutioner. Den största skillnaden mellan det institutionella och det utländska ägandet är betydelsen av traditioner. De utländska ägarna kan ha traditioner och vanor som skiljer sig från den svenska kulturen men det kan även skilja mellan de olika utländska ägarna. Beroende på hur mycket inflytande ägarna har kan de traditionella och institutionella skillnaderna få olika genomslag i bolaget (Hambrick & Finkelstein, 1995). Det utländska ägandet kan ha både finansiella och industriella syften beroende på vilka ägandet utgörs av och därmed varierar även utdelnings- och transfererbarhetspreferenserna.

Familjeägande

Familjeägandet präglas av en hög kompetens- och kapitalinvestering. Anledningen till de stora investeringarna är den nära relation som oftast finns med företaget och syftet med ägandet är snarare socialt än finansiellt (Anderson, Mansi & Reeb, 2003) vilket minskar transfererbarhetspreferensen. På grund av de starka band som finns med bolaget är ägarna

benägna att ha kvar sina aktier även i sämre tider varav transfererbarhetspreferensen antas få mindre betydelse. Familjen kan ha en hög utdelningspreferens då de, precis som alla andra, behöver kapital för att kunna försörja sig. Å andra sidan kan familjens mål vara att uppnå ett bra resultat men istället för att använda vinsten till utdelning som de institutionella ägarna föredrar kan vinsten återinvesteras i bolaget för att behålla kapitalet inom företaget och därmed familjen (Maury, 2006). Traditionerna i familjeägda bolag är vanligtvis starka och sträcker sig generationer tillbaka vilket gör att engagemanget blir påtagligt. På grund av att stora investeringar gjorts i ett bolag med anknytning till familjen fokuseras mycket på de sociala målen och ägarna är inte villiga att riskera bolagets fortlevnad och därför är riskbenägenheten låg. Även diversifieringen är låg då familjen måste investera mycket i samma bolag för att kunna ha kontroll över bolaget (Anderson, Mansi & Reeb, 2003).

Statligt ägande

Det statliga ägandet är mycket diversifierat med investeringar i vitt skilda bolag. Detta kan vara en följd av att staten har politiska och sociala syften med sitt ägande (Ramaswamy, Veliyath & Gomes, 2000; Firth, Fung & Rui, 2007; Ikäheimo, Kontu & Teanio, 2007) som till exempel att tillgodose befolkningens behov av bland annat infrastruktur. På grund av detta måste investeringar ibland göras även om de inte är helt lönsamma, statens utdelningspreferens är alltså låg. Inte heller transfererbarheten spelar stor roll för staten då de har ett stort kapital att röra sig med och är inte beroende av om de kan sälja aktier i en viss investering. Staten har också en hög riskbenägenhet eftersom varje investering endast utgör en liten del av det statliga kapitalet. Vidare finns en stark tradition med synliga institutionella normer vilket kan avspeglas i de ägda bolagen (Vermeulen, Büch & Greenwood, 2007) men staten är även politiskt och medialt utsatt.

Industriellt ägande

De industriella ägarna har främst ett industriellt syfte med sitt ägande och utdelningspreferensen är låg då finansiell avkastning inte är det väsentliga. På samma sätt som familjen investerar de industriella ägarna mycket i samma bolag vilket knyter dem starkare till sin investering. Å andra sidan har de inte den sociala koppling till

investeringen som familjen har vilket gör att transfererbarhetspreferensen bör vara hög så att aktierna lätt kan säljas om investeringen inte längre är lönsam. Syftet innebär att ett egenintresse ska tillgodoses vilket kan ske genom att aktieinnehavet tillåter en insyn i det ägda bolaget och en möjlighet att påverka bolaget i en viss riktning. För att kunna påverka genom sitt ägande krävs en hög kompetens- och kapitalinvestering i det specifika bolaget. Då målet med ägandet ofta är specifikt är diversifieringen låg och så även riskbenägenheten. Traditioner spelar stor roll på så sätt att det ägda bolagets påverkas av ägarnas kultur och traditioner (Hambrick & Finkelstein, 1995).

Styrelsens ägande

Styrelsens ägande kännetecknas av en hög kompetens- och kapitalinvestering, om en ägare sitter i styrelsen tyder det på engagemang och intresse (Hedlund et al., 1985). Diversifieringen kan vara högre eller lägre beroende på om personerna innehar flera styrelseuppdrag men det är vanligt att de i så fall är inom samma område. Riskbenägenheten är låg då personerna genom sin position i styrelsen engagerar sig i bolaget och har mycket att förlora. Traditionens betydelse torde vara hög eftersom styrelsemedlemmarna genom sitt innehav har makten att påverka bolaget. Både utdelningspreferensen och transfererbarhetspreferensen antas vara låg då styrelsen är bunden till sin investering. Syftet med ägandet varierar beroende på vilka ägare som finns representerade i styrelsen.

VD:ns ägande

Precis som ägandet i styrelsen utmärks VD:ns aktieägande av en hög kompetens- och kapitalinvestering. Diversifieringen är låg då VD:n har mycket satsat i ett bolag som denne är väldigt beroende av vilket gör att även riskbenägenheten är låg. VD:ns utdelningspreferens är hög då detta ofta är en del av belöningen vilket kan göra att den övriga belöningen är mindre om VD:n får aktier (Cheung, Stouraitis & Wong, 2005). VD:n har en stark koppling till aktierna i och med sin anställning vilket gör att transfererbarheten får mindre betydelse. Genom att VD:n äger aktier kan företagets tradition avspeglas i ägandet och traditionens betydelse anses vara hög. Syftet är främst socialt då VD:n har en stark koppling till företaget och då dennes framtid är beroende på

hur väl företaget presterar. Ett gott företagsrykte gynnar både VD:n och företaget. Ytterligare ett mål kan vara att VD:n vill erhålla ännu mer makt för att på så sätt kunna påverka sin egna belöning (Finkelstein & Hambrick, 1989). Ännu en konsekvens av att VD:n får mer makt är att denne då kan skydda sig mot eventuella "take-overs" (Barkema & Pennings, 1998).

2.1 Hypotesformulering

Ägarstrukturens påverkan på belöningsystemet

Börsnoterade bolag präglas av ett stort aktiekapital med ett flertal ägare. I mindre bolag, där ägaren själv sköter företaget och har en övergripande kontroll, är agent och principal samma person. I större bolag däremot är ägarna oftast flera och det är vanligt att en utomstående VD tillsätts för att sköta bolaget. Det uppstår då en separation mellan ägandet och kontrollen av bolaget till följd av att agenten och principalen inte samma person (Fama & Jensen, 1983). Fama och Jensen (1983) menar att det på grund av denna separation uppkommer agentkostnader, vilka består av kostnader för att få agenten att agera i principalens intresse.

För att principalen ska få agenten att handla i dennes intresse finns det olika sätt att agera. Ett sätt är att övervaka agentens handlande och ett annat sätt är att överföra en del av principalens risk till agenten så att båda parter påverkas av företagets utveckling på liknande sätt (David, Kochhar & Levitas, 1998; Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005). Genom sin kapital- och röstandel får ägaren makt att påverka bolaget vilket sker genom att delta på bolagsstämman, kontrollen mäts alltså i hur stor andel av kapitalet respektive rösterna ägaren besitter (Collin, 1997). Beroende på graden av koncentration i ägandet utövar de olika ägarna sin makt att kontrollera agenten på varierande sätt. Vid en låg koncentration blir avståndet mellan VD och ägare större vilket medför att även kontrollen minskar (Jensen & Meckling, 1976; Goldberg & Idson, 1995). Detta beror på att varje enskild ägare har mindre möjlighet att påverka vilket medför att incitamenten att övervaka avtar (Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005). Ännu en orsak till att kontrollen

minskar är att ägarna inte har den kompetens och kunskap som krävs för att kunna påverka bolaget (Collin, 2006).

Ur ett agentperspektiv förklarar Tosi et al. (2000) att vikten av att utforma belöningsystemet för att få VD:n att agera i aktieägarnas intresse ökar i takt med att koncentrationsgraden i ägandet minskar. Om koncentrationen är låg och kontrollen är svag kan VD:n utnyttja sin position för egen vinnings skull. Får VD:n möjlighet att influera belöningen på grund av den svaga kontrollen leder det till en högre belöning (Tosi et al., 2000). För att förhindra VD:n att agera i egenintresse och motivera till att handla i företagets och dess ägares bästa ökas belönings totala storlek (Ozkan, 2007). Ägarna kan även överföra en del av risken på VD:n genom att ha en större andel rörlig ersättning. Den rörliga ersättningen baseras ofta på bolagets aktieutveckling och om en större del av VD:ns belöning utgörs av denna ersättning kommer ägarnas och VD:ns intressen att sammanlänkas (Mangel & Singh, 1993; Kraft & Niederprüm, 1999) vilket gör att det spridda föredrar mer aktier och optioner framför bonus.

Ytterligare en anledning till att belöningen är högre i det spridda ägandet kan vara att relationen mellan VD:n och ägarna är sämre. I bolag med koncentrerat ägande har VD:n en närmare relation med ägarna eftersom dessa är engagerade i bolaget. Avsaknaden av relation innebär en högre risk för VD:n eftersom denne lättare kan bli utbytt vilket gör att VD:n förväntas kräva en högre belöning som kompensation för risken.

Är koncentrationsgraden hög antas ägarna ha gjort en stor investering både vad gäller kompetens och kapital. För att skydda denna investering är engagemanget stort vilket tar sig i uttryck som en stark kontroll. Är kontrollen och övervakningen stor är det svårare för VD:n att agera i egenintresse och samtidigt lättare för ägarna att kontinuerligt utvärdera företagets utveckling vilket leder till en totalt sett lägre belöning (Kraft & Niederprüm, 1999; Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005). På grund av kontrollen är behovet av incitamentsliering mindre vilket uttrycks som en mindre andel rörlig ersättning (Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005; Ozkan 2007).

I det spridda ägandet används mer aktier och optioner och mindre bonus i den rörliga ersättningen. Vid användning av aktier och optioner är VD:ns agerandet mer förutsägbart för ägarna eftersom VD:n påverkas på samma sätt som ägarna. Om kontrollen är svag till följd av den låga ägarkoncentrationen föredras ett mer förutsägbart belöningsystem. I det koncentrerade ägandet är det vanligare med bonus än aktier och optioner då bonusen lättare kan grundas på subjektiva värderingar och kan utgå om VD:n enligt ägarna har presterat bra.

H₁: Ju högre koncentrationsgrad i ägandet desto lägre total belöningsnivå

H₂: Ju högre koncentrationsgrad i ägandet desto mindre andel rörlig ersättning

H₃: Ju högre koncentrationsgrad i ägandet desto mindre användning av aktier och optioner relativt bonus

Ägarkategoriernas påverkan på belöningsystemet

Det *institutionella ägandet* utmärks av en låg kompetensinvestering vilket medför en låg motivation att vara med och påverka bolaget. Detta gör att utövandet av kontroll är svag vilket gör att utrymme kan skapas för VD:n att agera i självintresse (Fama & Jensen, 1983). För att motverka detta är de institutionella ägarna villiga att höja VD:ns belöningsnivå (David, Kochhar & Levitas, 1998). En annan syn på det institutionella ägandet är att skalfördelar uppnås genom ägandet i många bolag vilket borde leda till att kontroll kunde utövas effektivt och därmed dämpa belöningsnivån (Black, 1992; Cheng & Firth, 2005). Coffee (1991) menar, i motsats till Black (1992) och Cheng och Firth (2005), att institutionella ägare istället har en passiv hållning. Coffee (1991) förklarar detta med att de har en hög transfererbarhetspreferens framför att sträva efter att långsiktigt bygga upp makt genom sitt ägande vilket är både tids- och kostnadskrävande och inte ligger i de institutionella ägarnas intresse.

Förutom en högre total belöning föredrar de institutionella ägarna en högre andel rörlig ersättning som incitament att agera i ägarnas intresse. Den rörliga ersättningen består i

första hand av aktier och optioner som VD:n tilldelas vilket är det mest effektiva för att få VD:n att arbeta mot samma mål som ägarna då utfallet blir lika kännbart för VD:n som för ägarna (Chung & Pruitt, 1996; Carasco-Hernandez & Sánchez-Marín, 2007). Bonus förekommer på grund av detta inte lika ofta.

H₄: Ju mer institutionellt ägande desto högre total belöningsnivå

H₅: Ju mer institutionellt ägande desto högre andel rörlig ersättning

H₆: Ju mer institutionellt ägande desto mer användning av aktier och optioner relativt bonus

Det *utländska ägandet* förväntas påverka belöningsnivån i samma riktning som det institutionella ägandet men av andra anledningar. Medan de institutionella ägarna inte har något större intresse av att övervaka VD:n (Coffee, 1991) är det svårigheten att övervaka som antas medföra den svaga kontrollen i det utländska ägandet. Om ägarna sitter långt ifrån bolaget kan det vara svårt att följa bolagets utveckling och VD:ns agerande genom till exempel dagspress och företagsanalyser och det kan också vara svårt att närvara vid bolagsstämmor och styrelsemöten. En svag kontroll leder till en högre total belöningsnivå då det ska förhindra VD:n att handla i eget intresse. Om VD:n missköter sig kan denne lättare bli av med sin anställning då det inte finns någon stark relation mellan VD:n och ägarna och på grund av den höga belöningen blir detta mycket kännbart för VD:n vilket ytterligare ska motivera till att agera i ägarnas intresse (Carasco-Hernandez & Sánchez-Marín, 2007). Det kan också behövas en högre andel rörlig ersättning för att skapa incitament till VD:n att agera i en viss riktning.

I enlighet med den institutionella teorin kan belöningsystemet påverkas av ett utländskt ägande genom att ägarna bär med sig de traditioner och värderingar som finns institutionaliserade i ägarnas hemland (Finkelstein & Hambrick, 1988) och detta borde ge en högre total belöning och en högre andel rörlig ersättning med mer inslag av aktier och optioner då detta är vad många utländska ägare är vana vid (Firth, Fung & Rui, 2007).

Vidare menar Firth, Fung och Rui (2007) att utländska ägare pressar företaget att rekrytera kompetenta VD:ar med internationell erfarenhet och att använda mer prestationsbaserad belöning till VD:n. Detta beror på att ägarna har en högre tilltro till personer med liknande bakgrund och institutionella värderingar (Tharenou, 2001). Om utländska VD:ar rekryteras till följd av det utländska ägandet är de vana vid en belöning som inkluderar aktier och optioner vilket bör återspeglas i belöningen.

H₇: Ju mer utländskt ägande desto högre total belöningsnivå

H₈: Ju mer utländskt ägande desto högre andel rörlig ersättning

H₉: Ju mer utländskt ägande desto mer användning av aktier och optioner relativt bonus

Om ägandet utgörs av en *familj* väntas den totala belöningsnivån minska (McConaughy, 2000; Ramaswamy, Veliyath & Gomes, 2000). Familjeägande innebär en större vilja att övervaka VD:n, speciellt om denne är rekryterad utanför familjen (Anderson, Mansi & Reeb, 2003). Denna vilja beror på att familjen har investerat både kompetens och kapital i ett och samma bolag och löper därför en hög risk vilket gör att det skapas incitament att kontrollera och aktivt delta i beslutsfattande. Även familjens rykte och status står på spel vilket ytterligare ökar incitamenten att övervaka (Anderson, Mansi & Reeb, 2003). Familjen kan även ha finansiella mål men dessa kan skilja sig från andra ägares på grund av familjens övriga målsättning. Traditionerna och företagskulturen inom familjen kan påverka storleken då det är lätt att följa i gamla fotspår och göra som familjen tidigare har gjort.

På grund av den starka kontrollen i de familjeägda bolagen kan belöningsnivån sänkas då det viktigaste inte är att motivera VD:n genom en hög belöningsnivå. Av samma anledning minskar andelen rörlig ersättning. Vanligen har familjeföretagen en viss del rörlig ersättning men den består då oftast av bonus och mindre av aktier och optioner. Huruvida bonus ska betalas ut kan bedömas subjektivt av familjen som har en bra helhetsbild över företagets verksamhet och VD:ns prestation. Familjen föredrar en högre

andel fast ersättning med mindre aktier och optioner delvis på grund av att kontrollen är relativt stark men också för att familjens makt kan spädas ut om aktier delas ut som en del av den rörliga ersättningen.

När en familj innehar en stor del kapital och röster i ett bolag kan det uppstå en konflikt mellan familjen och minoritetsägarna då de kan ha olika mål med sitt ägande. Minoritetsägarnas utgör ett spritt ägande vilket gör att de föredrar en högre andel rörlig ersättning med mycket aktier vilket står i kontrast till familjens preferenser med en lägre andel rörlig ersättning och mer bonus (Maury, 2006). Trots de eventuella motsättningarna mellan familjen och minoritetsägarna lyder hypoteserna,

H₁₀: Ju mer familjeägande desto lägre total belöningsnivå

H₁₁: Ju familjeägande desto lägre andel rörlig ersättning

H₁₂: Ju familjeägande desto mindre användning av aktier och optioner relativt bonus

Det *statliga ägandet* påverkar belöningens utformning i samma riktning som familjen men de bakomliggande orsakerna skiljer sig åt. Staten representerar en trygghet vilket inte innebär en lika stor risk för VD:n men heller inte samma möjligheter att få betalat för extraordinära prestationer. På grund av denna trygghet finns inte behovet av en hög total belöning och inte heller en hög andel rörlig ersättning. Av tradition förekommer det en lägre andel rörlig ersättning i de statligt ägda bolagen och med den institutionella tröghet som finns är förändringar svåra att genomföra och en konsekvens av detta är att det i det statliga ägandet förekommer en högre andel fast ersättning till VD:n (Firth, Fung & Rui, 2007). En hög andel rörlig ersättning kan också generera en negativ publicitet då det i dagens samhälle förekommer en omdiskuterad debatt rörande VD:ars bonusnivå (Core, Guay & Larcker, 2008). Då staten har högst politiska syften och en låg transfererbarhetspreferens är inte de finansiella prestationsbaserade ersättningarna av belöningen i fokus. I den mån det förekommer rörlig ersättning antas bonus vara vanligare än aktier och optioner (Firth, Fung & Rui, 2007).

H₁₃: Ju mer statligt ägande desto lägre total belöningsnivå

H₁₄: Ju mer statligt ägande desto lägre andel rörlig ersättning

H₁₅: Ju mer statligt ägande desto mindre användning av aktier relativt bonus

Det *industriella ägandet* kan präglas av olika intressen vilket i sin tur avspeglas i belöningsystemets utformning. På grund av att de industriella ägarnas intressen kan variera stort kan inget generellt antagande göras om storleken på den totala belöningen, om huruvida en fast eller rörlig ersättning föredras eller om aktier och optioner är mer vanligt förekommande än bonus. Antagandet blir istället att belöningsystemet utformas på samma sätt som i det ägande bolaget. Detta har sin förklaring i den institutionella teorin som innebär att människan agerar så som denne är van vid och därav påverkar ägaren belöningen i samma riktning som sin egen (Hambrick & Finkelstein, 1995). Det industriella ägandet förväntas dock agera liknande familjeägandet då båda ägarkategorierna har investerat mycket tid och kunskap i bolaget och eftersom målen inte främst är finansiella varav det även formuleras hypoteser gällande detta.

H₁₆: Belöningsystemet i det industriellt ägda bolaget är en konsekvens av belöningsystemet i det ägande bolaget

H₁₇: Ju mer industriellt ägande desto lägre total belöning

H₁₈: Ju mer industriellt ägande desto lägre andel rörlig ersättning

H₁₉: Ju mer industriellt ägande desto mindre användning av aktier och optioner relativt bonus

Styrelsens och VD:ns påverkan på belöningsystemet

När *styrelsen äger aktier* ökar deras motivation att kontrollera VD:n eftersom styrelsemedlemmarna direkt påverkas av VD:ns agerande genom sitt aktieinnehav

(Finkelstein & Hambrick, 1989; Lin, 2005). Genom sitt aktieinnehav får styrelsemedlemmarna makten att påverka bolaget precis som alla andra aktieägare. För styrelsens del, som redan innehar en maktposition genom styrelseposten, antas kapitalandelen vara viktigare än röstandelen då makten erhålls genom kapitalet tillsammans med styrelsepositionen.

Enligt Finkelstein och Hambrick (1989) kan styrelsens kontroll yttra sig genom att hålla nere VD:n belöningsnivå eller starkt knyta belöningen till företagets prestation. Styrelsen ägande påverkar således belöningen så att den totala belöningen blir lägre och andelen rörlig ersättning ökar (Finkelstein & Hambrick, 1989; Cordeiro & Veliyath, 2002). Styrelsen antas förespråka en högre andel rörlig ersättning då detta gör att deras egna och VD:ns intressen sammanfaller och vidare vill styrelsen ha mer aktier och optioner än bonus då detta ytterligare motiverar VD:n att agera i ägarnas intresse vilket leder till en högre utdelning till styrelsemedlemmarna (Cyert, Kang & Kumar, 2002).

H₂₀: Ju högre kapitalandel som finns representerad i styrelsen desto lägre total belöning

H₂₁: Ju högre kapitalandel som finns representerad i styrelsen desto högre andel rörlig ersättning

H₂₂: Ju högre kapitalandel som finns representerad i styrelsen desto mer användning av aktier och optioner relativt bonus

Om VD:n äger aktier i bolaget kan denne få mer makt som kan användas för att påverka sin totala belöning som tenderar att vara högre än om VD:n inte äger aktier (Cheung, Stouraitis & Wong, 2005; Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005; Basu et al., 2007; Ozkan, 2007; He, 2008). Precis som för styrelsen antas makten i VD:ns ägande erhållas genom kapitalandelen samt positionen som VD i bolaget varav röstandelens betydelse inte är lika viktig.

I företag där VD:n har ett stort inflytande kan det vara svårare för styrelsen att utöva sin kontroll och hålla belöningsnivån nere och samtidigt behålla en god relation med VD:n vilket är viktigt då de ofta har ett nära samarbete (Finkelstein & Hambrick, 1989). Ett stort aktieäggande kan alltså hjälpa VD:n att få en högre belöning men kan även innebära nackdelar. En nackdel är att aktieägandet innebär en risk för VD:n som kan avstå från att fatta riskfyllda beslut då denne kan drabbas personligen (David, Kochhar & Levitas, 1998), speciellt om aktierna är en del av belöningen som VD:n är beroende av för att överleva (Cheung, Stouaritis & Wong, 2005).

VD:n kan även påverka belöningen så att andelen rörlig ersättning minskar (David, Kochhar & Levitas, 1998; Khan, Dharwadkar och Brandes, 2005) och mindre aktier och optioner (Mehran, 1995) eftersom dessa komponenter ökar risken för VD:n. Makten i ägandet kan således användas för att öka andelen fast ersättning och bonus (Mehran, 2005; David, Kochhar & Levitas, 1998).

H₂₃: Ju högre kapitalandel som finns representerad hos VD:n desto högre total belöning

H₂₄: Ju högre kapitalandel som finns representerad hos VD:n desto högre andel rörlig ersättning

H₂₅: Ju högre kapitalandel som finns representerad hos VD:n desto mindre användning av aktier och optioner relativt bonus

3 Metod

Urval och bortfallsanalys

Urvalet av företag i denna studie är hämtade från Stockholmsbörsens listor largecap, midcap och smallcap från Avanzas hemsida (Avanza, [www]). Totalt fanns det 275 stycken noterade bolag på dessa tre listor när urvalet gjordes den 10 april 2008. Då tidigare studier mestadels härstammar från USA (Chung & Pruitt, 1995; Core, Holthausen & Larcker, 1998; Cyert, Kang & Kumar, 2002; Cordeiro & Veliyath, 2003)

riktar sig denna undersökning till VD:ar i svenska bolag. Av detta skäl har de bolag som inte är svenskregistrerade tagits bort och då återstod det 251 stycken bolag.

För att få fram relevant information om de valda bolagen har flera olika datainsamlingsmetoder och källor använts. Huvudmetoden är en dokumentstudie och en dokumentmall (Bilaga 1) har tagits fram för att samla in finansiella uppgifter från bolagets senaste årsredovisning som gäller för år 2007 eller 2006/2007. För att få information om bolagets ägarbild har Fristedt och Sundqvist (2008) bok använts vilken även har använts för att kategorisera ägandet.

För att erhålla kompletterande information som exempelvis eventuella icke-finansiella ersättningar och om företaget använder sig av en ersättningskonsult har en enkät skapats. Detta har gjorts för att dessa uppgifter inte alltid offentliggörs i årsredovisningarna. Ett annat mål med enkäten var att jämföra data hämtad från årsredovisningarna med VD:ns subjektiva bedömning av sin belöning. Slutligen var syftet med enkäten att fånga attityder kring belöningsystemet för att se VD:ns tillfredsställelse med nivån och utformningen av belöningsystemet skiljer sig åt beroende på hur ägandet i bolaget ser ut. Detta på grund av att det kan ge en indikation på hur väl belöningsystemet motiverar VD:n att agera i ägarnas intressen. Tillvägagångssättet är att via e-post be VD:n att besvara en webb-baserad enkät. Då det fanns några utländska VD:ar i bolagen gjordes en svensk och en engelsk enkät med tillhörande följebrev (Bilaga 2 och 3). En enkät ansågs lämplig då urvalet är så stort att en telefonintervju eller personlig intervju hade varit alltför tidskrävande. Ytterligare en anledning är att enkäten går snabbt att svara på för respondenterna vilket förväntades öka svarsfrekvensen jämfört med en intervju. Genom att välja en webb-baserad enkät kan det inte säkerställas vem som faktiskt har besvarat enkäten och det är heller inte möjligt att ställa följdfrågor som vid en personlig intervju. För att höja kvaliteten på enkäten och därmed förhoppningsvis få en bättre svarsfrekvens genomfördes en pilotundersökning till tre personer, varav en VD på ett mindre noterat bolag (Saunders, Lewis & Thornhill, 2006). Pilotundersökningen resulterade i att några frågor och svarsalternativ justerades.

I de fall där VD:ns e-postadress inte fanns att hitta på företagets hemsida har en förfrågan om denna skickats till företagets kundtjänst. Redan vid denna förfrågan blev det ett bortfall på 20 stycken på grund av att VD:n inte var intresserad eller ansåg sig ha tid, vilket resulterade i att enkäten skickades ut till 231 stycken. Ytterligare bortfall beror på att företaget var under avveckling eller att personen som innehade VD-posten under år 2007 nu hade avgått.

Totalt skickades enkäten ut till 231 stycken VD:ar. Enkäten var tillgänglig först i fem dagar och efter denna tid hade 24 stycken svar erhållits. Under denna femdagarsperiod då enkäten låg ute var det även en del som hörde av sig via e-post för att meddela att de avstod att delta i undersökningen. De 175 stycken som inte besvarat enkäten under den första tidsramen skickades en påminnelse. När påföljande fem dagar fortlöpt hade ytterligare fyra stycken svar kommit in. Då svarsfrekvensen efter två omgångar endast var elva procent bestämdes att enkäten skulle skickas ut igen. Totalt skickades enkäten ut fem gånger. Sammanlagt erhöles 37 stycken enkätsvar av de 251 stycken i den ursprungliga urvalsgruppen vilket ger ett bortfall på 214 stycken och 85 procent.

Bortfallsanalys

Eftersom svarsfrekvensen i enkäten endast var 15 procent har en bortfallsanalys genomförts för att se om det finns en snedfördelning av dem som besvarat enkäten eller om svaren kan anses representativa för hela urvalet.

Tabell 1 – Bortfallsanalys

Variabler	N	Medelvärde	Standardavvikelse
Nettoomsättning (kk)			
Uppgift saknas	14	-	-
Svarande	35	3 316 530,20	8 444 047,03
Ej svarande	202	12 615 607,72	37 356 116,38
T-test: signifikant (0,002)			
VD:ns ålder			
Uppgift saknas	3	-	-
Svarande	37	47,62	7,17
Ej svarande	211	49,41	6,96
T-test: ej signifikant (0,152)			
Svensk VD			
Chi-square: signifikant (0,000)			

Bortfallsanalysen visar en signifikant skillnad mellan de som har svarat och inte svarat gällande nettoomsättning (0,002) och VD:ns nationalitet (0,000). Detta visar att det finns en snedfördelning och enkätsvaren kan inte anses representativa för hela urvalet. Till följd av detta kommer fokus i analysen att ligga på dokumentstudien.

Beroende variabler

Belöningssystemet

Likt Armstrong (2006) definition består belöningsystemet i denna studie av en finansiell och en icke-finansiell del. Denna indelning görs eftersom det finns ett intresse av att fånga de symboliska ersättningar som kan rymmas inom den icke-finansiella delen av belöningsystemet såväl som de traditionellt viktiga finansiella delarna. Utifrån dessa två huvudgrupper görs sedan en vidare indelning av den finansiella delen i fast och rörlig ersättning eftersom de har visat sig påverka VD:ns beteende på olika sätt (Smitt, 2004). Ett flertal studier har även gjort denna indelning och då kommit fram till varierande

resultat vilket gör det intressant att genomföra ännu en undersökning (Mehran, 1995; Core, Holthausen & Larcker, 1999; Firth, Fung & Rui, 2007; Ozkan, 2007).

Den fasta ersättningen operationaliseras i denna studie som grundlön, pensionspremier samt övriga finansiella förmåner (Smitt, 2004). Den rörliga ersättningen består av bonus samt aktie- och optionsprogram (Smitt, 2004). Trots att en del studier väljer att inte mäta aktie- och optionsprogram undersöks det i denna studie då det bedöms vara en viktig beståndsdel som är nödvändig för att kunna få en helhetsuppfattning av belönings-systemets olika delar. Ett ställningstagande som har gjorts är att helt utelämna utdelningen i undersökning då denna beståndsdel endast har framkommit i en studie (Cheung, Stouraitis & Wong, 2005). Detta kan påverka resultatet på så sätt att VD:ns rörliga ersättning kan anta ett lägre värde än vad som hade noterats om hänsyn hade tagits till utdelningen. Trots detta utelämnas utdelningen i denna studie då det anses alltför tidskrävande.

Alla uppgifter som rör den finansiella belöningen har hämtats från företagens senaste årsredovisning och upplysningar om de icke-finansiella belöningarna har tillhandahållits från enkäten. Dessa uppgifter har omvandlats till fyra beroende variabler vilka är *total belöning*, *andel rörlig ersättning* samt *förekomst av bonus* och *förekomst av aktier och optioner*. Den totala belöningen består av grundlön, pensionspremier, övriga finansiella förmåner, bonus samt aktie- och optionsprogram och har summerats i kronor. Andelen rörlig ersättning är bonus och aktie- och optionsprogram i relation till den totala belöningen. Förekomsten av bonus samt aktier och optioner har gjorts till två dummyvariabler, det vill säga antingen har företaget dessa komponenter eller inte.

Oberoende variabler

Ägandet

I denna studie mäts ägandet på två sätt, både kvantitativt och kvalitativt. Kvantitativt mäts koncentrationsgraden i ägandet dels genom Herfindahlindex (Demsetz & Lehn, 1985) och dels genom koncentrationsgraderna 5, 10, 15 och 20 procent (Demsetz & Villalonga, 2001). Herfindahlindex räknas fram genom att summera kvadraten av andelen kapital

respektive röster för de fem största enskilda ägarna och de fem största grupperingarna av ägare (Demsetz & Lehn, 1985) vilka är hämtade från Fristedt och Sundqvist (2008) bok. Indexet får ett värde mellan noll och ett där ett är total koncentration (Demsetz & Lehn, 1985).

Koncentrationsgraderna är framräknade med hjälp av Fristedt & Sundqvist (2008) klassificering där de 25 största aktieägarna, både kapital- och röstandel, finns angivna. Koncentrationen har beräknats dels genom att undersöka om det finns någon enskild ägare i bolaget som innehar 5, 10, 15 eller 20 procent eller mer av kapitalet eller rösterna och dels genom att se om det finns någon gruppering av ägare som innehar 5, 10, 15 respektive 20 procent eller mer av kapitalet eller rösterna. Om detta finns har dummyvariabeln antagit värdet ett. Totalt finns det 16 sådana dummyvariabler, fyra för varje koncentrationsgrad. Grupperingen av ägare är definierad enligt Fristedt & Sundqvist (2008) definitioner av sfärer, familjer eller grupper som tillsammans förväntas agera på samma sätt genom sitt ägande. Problem som har uppkommit vid klassificeringen av ägandet har varit att veta vilka som ska räknas till vilken kategori om det inte tydligt varit angivet. Vi har konsekvent räknat privatpersoner till familjeägandet och i de fall där bolag har ägt andra bolag har vi sett bakåt i ägandekedjan och spårat om det ägande bolaget i sin tur ägs av en dominerande ägare eller gruppering. Om kopplingen har varit stark har ägaren klassificerats som familj trots att det vid första anblicken såg ut som en industriell ägare.

Ytterligare kvantitativa variabler är andelen kapital och röster i styrelsen och andelen kapital och röster hos VD:n. Utifrån teorin ska kapitalandelen bäst spegla ägandet men röstandelen tas med för att undersöka om teorin kan motsägas. Andelen kapital i styrelsen och hos VD:n är mätt som det totala antalet aktier som styrelsemedlemmarna respektive VD:n innehar relativt det totala antalet utestående aktier. Röstandelen i styrelsen och hos VD:n är mätt som röststyrkan i de innehavda aktierna relativt det totala antalet röster i bolaget.

Ägandet har också mätts kvalitativt och då kategoriserats som institutionella, utländska, familj, statliga och industriella ägare. För att avgöra vilken kategori som är den dominerande ägaren har de fem största enskilda ägarna samt de fem största grupperingarna, både gällande kapital- och röstandel, i varje bolag klassificerats enligt Fristedt och Sundqvist (2008) indelning. Den ägarkategori, av de totalt fem största, som procentuellt är störst har fått representera ägandet. Ägarkategorierna har omvandlats till 20 stycken dummyvariabler. Ett test har även utförts på 30 slumpmässigt utvalda företag där klassificeringen har gjorts på de fyra respektive sex största ägarna. Resultatet blev att vid fyra ägare ändrades klassificeringen i betydligt fler fall än när klassificeringen gjordes på de sex största. På grund av detta gjordes den totala undersökningen på de fem största då det ansågs ge en skev bild när enbart de fyra största användes men förändringarna var inte så stora när sex användes att det ansågs motiverat att konsekvent använda sig av de sex största.

Vissa undersökningar har en speciell ägarkategori där grundaren av företaget är den dominerande ägaren (Anderson, Mansi & Reeb, 2003; Randøy & Goel, 2003). Anledning till att denna ägarkategori inte tas med i denna studie är att grundaren inkluderas i familjen. Detta motiveras genom att grundaren och familjen har samma mål och intressen med sitt ägande.

Studien väljer att titta på styrelsens ägande och den kapital- och röstandel som finns representerad där. Om även representation på bolagsstämman hade ingått i studien hade undersökningen eventuellt kunnat fånga fler av de mindre, spridda, ägarna eller fått en uppfattning om hur ägargrupperingarna fungerar i praktiken (Hedlund et al., 1985). Nu, i teorin, har det antagits att de verkar tillsammans och att koncentrationen i ägandet har samma mål och syften med sitt ägande. Det hade dock blivit för omfattande på denna nivå att observera även bolagsstämman och dess agerande varav denna inte undersöks.

Kontrollvariabler

I flertalet studier har det framkommit att *företagets storlek* påverkar VD:ns totala belöningsnivå i positiv riktning (Finkelstein & Hambrick, 1989; Mangel & Singh, 1993;

Mehran, 1995; Chung & Pruitt, 1996; Tosi et al., 2000; Cordeiro & Veliyath, 2003). De mått som används på storleken är nettoomsättning, antal anställda, balansomslutning samt börsvärdet (per 071228, enligt Fristedt och Sundqvist (2008)).

Företagets prestation har visat sig ha ett positivt samband med VD:ns totala belöning såväl som andelen rörlig ersättning (Jensen & Murphy, 1990; Mangel & Singh, 1993; Westpahl & Zajac, 1994; Kraft & Niederprüm, 1999; Tosi et al., 2000; Mehran, 2005; Firth, Fung & Rui, 2007). Prestationen mäts i procent genom avkastning på totalt kapital, ROA (resultat före skatt plus räntekostnader genom genomsnittlig balansomslutning) och avkastning på eget kapital, ROE (resultat före skatt genom genomsnittligt eget kapital justerat för minoritetsandel).

Styrelsens storlek har ett positivt samband med den totala belöningen men också med andelen rörlig ersättning och förekomsten av aktier och optioner (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Randøy & Nielsen, 2002; Firth, Fung & Rui, 2007; Ozkan, 2007). Storleken mäts genom antalet stämvalda styrelsemedlemmar exklusive arbetstagarrepresentanter.

Även styrelsens sammansättning kan påverka belöningsystemet till VD:n. VD:ns totala belöning, andelen rörlig ersättning och förekomsten av aktier och optioner påverkas i positiv riktning om det finns *utländska personer i styrelsen* (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Randøy & Nielsen, 2002; Cordeiro & Veliyath, 2003; Ozkan, 2007). Utländska personer i styrelsen mäts genom en dummyvariabel (om nationalitet inte angivits i årsredovisningen har en subjektiv bedömning gjorts baserad på namn, utseende och tidigare erfarenhet). *Kvinnor i styrelsen* förväntas i denna studie påverka den totala belöningsnivån, andelen rörlig ersättning samt förekomsten av aktier och optioner negativt då kvinnor antas vara mindre tävlingsinriktade än män enligt en subjektiv bedömning. En dummyvariabel mäter om det finns kvinnor i styrelsen eller inte. När insiders sitter i styrelsen förväntas den totala belöningen att öka och andelen rörlig ersättning såväl som förekomsten av aktier och optioner att minska (Mehran, 1995; Core, Holthausen & Larcker, 1999; Ozkan, 2007). Insiders i styrelsen kontrolleras genom en

dummyvariabel som mäter om *VD:n sitter i styrelsen* eller inte. Utländska och kvinnor i styrelsen mäts genom dummyvariabler eftersom förekomsten av dessa antas påverka styrelsen mer än andelen.

Om *styrelseordförande och VD är samma person* antas den totala belöningen att öka samt andelen rörlig ersättning och förekomsten av aktier och optioner att minska (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Cordeiro & Veliyath, 2003). Då svenska företag, enligt Aktiebolagslagen 3 kapitel 49 §, inte får ha samma person på både VD- och styrelseordförandeposten kommer denna variabel inte att prövas i studien.

När det talas om belöningsystemet brukar VD:ns egenskaper nämnas. *VD:ns ålder* har visat sig påverka belöningen i positiv riktning och andelen rörlig ersättning samt förekomsten av aktier och optioner i negativ riktning (David, Kochhar & Levitas, 1998; He, 2008). Även *personens tid i företaget* påverkar belöningen i samma riktning som VD:ns ålder (Hambrick & Finkelstein, 1995), så även *personens tid som VD i företaget* (Finkelstein, 1992; Chung & Pruitt, 1996; David, Kochhar & Levitas, 1998; Cordeiro & Veliyath, 2003; He, 2008), dessa mäts genom antal år. Om *VD:n är utländsk* förväntas den totala belöningen bli högre, andelen rörlig ersättning och förekomsten av aktier och optioner lägre (Firth, Fung & Rui, 2007) och mäts som en dummyvariabel. *Manliga VD:ar* förväntas ha en högre total belöning än kvinnliga (Tharenou, 2001) vilket också kontrolleras genom en dummyvariabel för VD:ns kön.

Om företaget har *bytt VD under året* antas den totala belöningen öka och andelen rörlig ersättning minska. Har ett byte skett kan variabeln för den totala belöningen fånga upp avgångsvederlag och extra ersättningar i samband med avgången. Den tillträdande VD:n kan ha fått grundlön men har ännu inte hunnit få någon bonus utbetalad vilket kan leda till en snedfördelning av den fasta respektive den rörliga ersättningen. Såvitt författarna vet har denna variabel inte inkluderats i andra undersökningar men anses vara viktig för att utesluta att eventuella varianser i belöningen beror på VD-bytet och variabeln antar formen av en dummyvariabel.

Olika *branscher* kan ha olika normer som kan påverka belöningen (Cordeiro & Veliyath, 1993; Hambrick & Finkelstein, 1995; Chan, 2008). Branschvariabeln har gjorts om till 10 stycken dummyvariabler efter Avanzas indelning av noterade bolag på Stockholmsbörsen (Avanza, [www]). Branschen förväntas inte påverka VD:ns belöning i någon riktning utan tas med för att utesluta att skillnader i belöningen beror på olika branscher.

Arbetsmarknaden kan enligt Finkelstein och Hambrick (1988) påverka VD:ns belöning beroende på hur utbud och efterfrågan ser ut då VD:n anställs. Det är för omfattande att i denna studie ta hänsyn till arbetsmarknaden varför den variabeln inte undersöks vidare.

Kapitalstrukturen förväntas påverka den totala belöningen i positiv riktning och andelen rörlig ersättning i negativ riktning ju mer lånat kapital bolaget har (David, Kochhar & Levitas, 1998; Cyert, Kang och Kumar, 2002). Kapitalstrukturen mäts genom företagets soliditet (genomsnittligt eget kapital justerat för minoritetsandel genom genomsnittlig balansomslutning).

En högre *aktierisk* påverkar VD:n genom att denne utsätts för en högre risk vilket kompenseras med en högre total belöning och en lägre andel rörlig ersättning (Lippert & Moore, 1994). Som mått på aktierisken används Betavärdet vilket är hämtat från Avanzas hemsida (Avanza, [www]).

Enligt (De Ridder, 2008) attraheras institutionella ägare av en låg *aktiekurs*. De institutionella ägarna förväntas i sin tur påverka belöningen i positiv riktning vilket ger antagandet att ju lägre aktiekurs desto högre belöning.

Studier har funnit att ju mer komplex verksamheten och bolaget är desto mer kvalificerad VD krävs vilket resulterar i en högre total belöning (Core, Holthausen & Larcker, 1998; Cheng & Firth, 2006). *Komplexiteten* operationaliseras som andelen omsättnings-tillgångar av totala tillgångar då detta kan spegla företagets aktivitet.

Tidigare studier som har tagit hänsyn till *ersättningsutskott* härstammar från USA, där ersättningsutskott har en självklar plats i bolaget (Conyon & He, 2004; Steven & Dorata, 2008). Denna studie undersöker svenska företag där ersättningsutskottet inte är lika vanligt förekommande och därför undersöks ersättningsutskottet genom en dummyvariabel, antingen finns ett ersättningsutskott eller inte.

Om en *ersättningskonsult* används förväntas den totala belöningen, andelen rörlig ersättning samt förekomsten av aktier och optioner att öka (Chan, 2008). Ersättningskonsulten mäts som en dummyvariabel.

4 Analys

När datainsamlingen var slutförd genomfördes olika tester för att få fram den optimala modellen. Denna slutliga modell, vilken även tabellerna i analysen baseras på, består av 229 observationer. Betavärdet visade sig påverka antalet observationer negativt och därför utelämnas detta i den slutliga modellen då ett större antal observationer prioriteras framför ytterligare en variabel. Ersättningskonsulten utelämnas då variansen i variabeln är så liten att resultatet kan bli snedfördelat.

Inledningsvis konstateras genom *Kolmogorov Smirnov Test* att ett flertal variabler inte är normalfördelade men då urvalet överstiger 30 observationer är det ändå accepterat att anta normalfördelning (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen, 2003). Då det i studien ingår 40 oberoende variabler för att undersöka ägandet visas endast ett urval av de variabler i varje modell som är signifikanta. På grund av det stora antalet oberoende variabler har denna avgränsning varit nödvändig. De tester som redovisas är fyra multipla regressioner. Fler tester har utförts men utfallet i dessa kommer endast att presenteras i texten. Genom linjär regression har de två kvantitativa beroende variablerna, *total belöning* och *andel rörlig ersättning*, undersökts och genom logistisk regression har de två kvalitativa beroende variablerna, *förekomst av bonus* respektive *aktier och optioner*, testas. .

I Tabell 2 visas beskrivande statistik över de beroende variablerna. Statistiken visar att medelvärdet på VD:ns totala belöning är drygt 5,5 miljoner men standardavvikelsen

avslöjar att det finns stora variationer mellan företagen. Medelvärden på andelen rörlig ersättning är cirka 15 procent. Bonus förekommer i drygt hälften av företagen medan aktier och optioner är mindre vanligt förekommande.

Tabell 2 – Beskrivande statistik över de beroende variablerna

Beroende variabler	Medelvärde	St.avv.
Total belöning ^{a)}	5541,25	5323,01
Andel rörlig ersättning ^{b)}	15,41	15,85
Förekomst av bonus ^{c)}	190	-
Förekomst av aktier och optioner ^{c)}	105	-

^{a)} kkr

^{b)} procent

^{c)} antal (ej medelvärde)

Statistik över de oberoende variablerna presenteras i Bilaga 4. För att beräkna korrelationen mellan de oberoende variablerna har *Pearson Korrelation* används, vilket redovisas i en korrelationsmatris (Bilaga 5).

4.1 Multivariat analys

Tabell 3 visar en multipel regression med den beroende variabeln total belöning.

Tabell 3 - Multipel linjär regression: total belöning

Oberoende variabler	Koefficient	Medelfel	Signifikans	Tolerans	VIF-värde
Aktiekurs	17,961	3,788	0,000	0,637	1,571
Antal anställda	0,246	0,023	0,000	0,681	1,469
ROA	11,509	17,522	0,512	0,714	1,400
Antal styrelsemedl.	540,761	201,209	0,008	0,544	1,840
VD i styrelsen	336,253	497,605	0,500	0,736	1,359
Ftg med utländska styrelsemedl.	1127,362	566,388	0,048	0,616	1,624
Ftg med kvinnliga styrelsemedl.	-158,649	675,214	0,814	0,653	1,531
Manlig VD	1092,502	2618,572	0,677	0,765	1,307
VD:ns ålder	11,527	36,222	0,751	0,725	1,379
VD:ns tid i ftget	49,750	30,481	0,104	0,672	1,488
Svensk VD	557,805	832,518	0,504	0,787	1,271
Soliditet	-5,508	12,195	0,652	0,805	1,242
Komplexitet	-3,533	11,411	0,757	0,627	1,595
Ersättningsutskott	1287,659	514,559	0,013	0,764	1,309
Ftg som bytt VD	719,071	842,536	0,394	0,803	1,246
Kapitalandel styrelse	-29,037	13,444	0,032	0,776	1,289
Kapitalandel VD	-61,387	26,478	0,021	0,787	1,270
<i>Bransch*</i>					
Dagligvaror	-429,760	1443,258	0,766	0,855	1,170
Energi	-844,406	1713,658	0,623	0,724	1,381
Finans & Fastighet	433,446	807,642	0,592	0,526	1,903
Hälsovård	820,449	918,356	0,373	0,620	1,613
IT	676,455	707,257	0,340	0,510	1,959
Material	-1201,051	1091,054	0,272	0,834	1,199
Sällanköpsvaror & -tjänster	537,604	730,979	0,463	0,726	1,377
Telekomoperatörer	5122,981	2187,434	0,020	0,553	1,808
<i>Dominerande ägargrupp.(röstandel)</i>					
Institutionella	10791,661	4036,832	0,008	0,021	48,608
Utländska	11811,296	4007,740	0,004	0,019	53,939
Familj	10740,693	4011,808	0,008	0,012	86,027
Industriella	10719,632	4004,529	0,008	0,049	20,267
Förklaringsgrad	68,0%				
Justerad förklaringsgrad	63,3%				
F-värde	14,558				
Signifikans	0,000				

* Branschen industrivaror & -tjänster har utelämnats p.g.a. multikollinearitet och kraftförsörjning p.g.a. att observationer saknas.

Modellen för total belöning är signifikant (0,000) och har en förklaringsgrad på 68,0 procent samt en justerad förklaringsgrad på 63,3 procent. Den höga förklaringsgraden torde ha sin förklaring i att kontrollvariablerna förklarar en stor del av den totala belöningen. Toleransnivån och VIF-värdena för ägargrupperingarna ligger utanför de tillåtna värdena men detta förklaras genom att de är dummyvariabler som är starkt korrelerade med varandra. De övriga värdena ligger inom tillåtna gränser.

Ägandets påverkan på den totala belöningen är mätt genom ägarkoncentration i form av dels Herfindahl och dels genom koncentrationsnivåerna 5, 10, 15 och 20 procent. Ingen av dessa mätningar gav någon signifikans på att ägarkoncentrationen påverkar den totala belöningen. Detta medför att H_1 falsifieras.

Vidare undersöktes de olika ägarkategoriernas påverkan. Resultatet blev att de institutionella, utländska, familjen och de industriella ägarna har en högre total belöning relativt staten då regressionen genomfördes med röstandel per ägargruppering. Då endast ett av företagen i urvalet har staten som ägare kan det inte dras några slutsatser angående detta. Testet har gjorts så att en ägandevariabel har utelämnats åt gången för att se hur de övriga reagerar relativt den utelämnade variabeln. Den starkaste signifikansen blev när röstandel för ägargruppering undersöktes men även kapital- och röstandel för enskild ägare samt kapitalandel för ägargruppering blev signifikanta relativt staten. För att tydligare urskilja de olika ägarkategoriernas inflytande testades ett index där de olika kategorierna fick ett värde från ett till fem beroende på hur viktiga de bedömdes vara. Detta index blev signifikant (0,038) vilket visar att det finns skillnader i de olika kategoriernas påverkan men med studiens definitioner av ägandet går det inte att dra några generella slutsatser och därför måste H_4 , H_7 , H_{10} , H_{13} och H_{17} falsifieras.

Kapitalandel i styrelsen (0,032) och hos VD:n (0,021) visar båda på ett negativt samband på 5 % nivå. Detta har till följd att H_{20} inte kan falsifieras medan H_{23} måste falsifieras då antagandet var att VD:ns kapitalandel skulle påverka den totala belöningen i positiv riktning.

Av kontrollvariablerna som visar ett positivt samband med den totala belöningen är aktiekurs (0,000), antal anställda (0,000) och antal styrelsemedlemmar (0,008) signifikanta på 1 % nivån. Företag med utländska styrelsemedlemmar (0,048) och ersättningsutskott (0,013) är signifikanta på 5 % nivån. VD:ns tid i företaget indikerar att den totala belöningen ökar i takt med antal år i företaget (0,104).

Tabell 4 presenterar resultaten för ägandets påverkan för andelen rörlig ersättning.

Tabell 4 – Multipel linjär regression: andel rörlig ersättning

Oberoende variabler	Koefficient	Medelfel	Signifikans	Tolerans	VIF-värde
Aktiekurs	0,007	0,016	0,671	0,632	1,583
Antal anställda	0,000	0,000	0,002	0,694	1,440
ROA	0,351	0,071	0,000	0,730	1,371
Antal styrelsemedl.	1,120	0,815	0,171	0,559	1,789
VD i styrelsen	-0,057	2,013	0,977	0,759	1,318
Ftg med utländska styrelsemedl.	2,104	2,145	0,328	0,725	1,380
Ftg med kvinnliga styrelsemedl.	3,732	2,740	0,175	0,669	1,495
Manlig VD	-2,009	10,346	0,846	0,827	1,210
VD:ns ålder	-0,314	0,146	0,033	0,750	1,333
VD:ns tid i ftget	-0,045	0,124	0,714	0,690	1,449
Svensk VD	-0,847	3,417	0,805	0,788	1,269
Soliditet	0,012	0,050	0,817	0,812	1,232
Komplexitet	0,073	0,046	0,114	0,652	1,533
Ersättningsutskott	4,304	2,097	0,041	0,775	1,290
Ftg som bytt VD	-8,654	3,450	0,013	0,807	1,239
Kapitalandel styrelse	-0,128	0,053	0,016	0,842	1,188
Kapitalandel VD	-0,153	0,108	0,159	0,793	1,261
<i>Bransch*</i>					
Dagligvaror	1,913	5,872	0,745	0,871	1,148
Energi	-1,329	7,038	0,850	0,724	1,381
Finans & Fastighet	0,278	3,330	0,934	0,521	1,918
Hälsovård	2,334	3,757	0,535	0,625	1,600
IT	2,303	2,914	0,430	0,507	1,971
Material	-8,389	4,458	0,061	0,843	1,186
Sällanköpsvaror & -tjänster	-2,788	3,008	0,355	0,723	1,383
Telekomoperatörer	-0,366	7,544	0,961	0,784	1,275
<i>Koncentrationsgrad i ägandet</i>					
Ftg med 10 % röstandel enskild ägare	-6,978	3,119	0,026	0,871	1,148
Förklaringsgrad	38,10%				
Justerad förklaringsgrad	30,20%				
F-värde	4,789				
Signifikans	0,000				

* Branschen industrivaror & -tjänster har utelämnats p.g.a. multikollinearitet och kraftförsörjning p.g.a. att observationer saknas.

Modellen för andel rörlig ersättning är signifikant (0,000) och har en förklaringsgrad på 38,1 procent samt en justerad förklaringsgrad på 30,2 procent. Detta är en minskning jämfört med modellen för den totala belöningen på cirka 30 procent. Tolerans- och VIF-värdena ligger fortfarande inom tillåtna gränser.

Ägarkoncentrationens påverkan på andelen rörlig ersättning var signifikant (0,030) i negativ riktning när regressionen genomfördes med koncentrationsnivån 5 procent för både kapital- och röstandel respektive enskild ägare och ägargruppering. Även koncentrationsgraden 10 procent var signifikant på 5-procentsnivå förutom när kapitalandel för enskild ägare testades (0,203). Bäst signifikans erhöles för röstandel per enskild ägare (0,026) vilket visas i tabell 4. När ägarkoncentrationen testades för koncentrationsnivåerna 15 och 20 procent samt Herfindahl var endast kapitalandel för enskild ägare 15 procent signifikant på 10-procentsnivån (0,094), då i negativ riktning. Då ägarkoncentrationen har visat sig ha betydelse då koncentrationsgraden är 5 och 10 procent men inte 15 och 20 måste H_2 falsifieras eftersom det antagits att signifikansen skulle öka ju mer koncentration i ägandet.

Ägarkategoriernas inflytande visade att de institutionella ägarna signifikant påverkar andelen rörlig ersättning i positiv riktning relativt de utländska ägarna och familjen samt visar samma riktning relativt de industriella ägarna. Mest signifikant var detta för kapitalandel per enskild ägare (0,007 relativt familjen) och röstandel för ägargruppering (0,013 relativt familjen, 0,059 relativt de utländska och 0,097 relativt de industriella ägarna). Även i denna modell genomfördes regressionen med ett index där de olika ägarkategorierna fick olika värden beroende på vilken betydelse de antogs ha och resultatet blev signifikant i alla fallen med bästa värdet på 0,008. Detta tyder på att de olika ägarkategorierna, precis som antagits i studien, påverkar andelen rörlig ersättning på olika sätt varför H_5 , H_8 , H_{11} , H_{14} och H_{18} inte kan falsifieras. Dock kan inga generella samband påvisas.

Kapitalandelen i styrelsen visar ett signifikant negativt samband (0,016) med den rörliga ersättningen. H_{21} måste därför falsifieras eftersom det antagits att ägandet skulle påverka i

motsatt riktning. Även H_{24} måste falsifieras eftersom den inte visar något signifikant samband mellan andelen rörlig ersättning och VD:ns kapitalandel. Modellen visar dock på en negativ riktning (0,159) som stämmer överens med teorin.

Förändringar har skett mellan tabell 3 och tabell 4. En stor skillnad är att ett flertal kontrollvariabler inte längre är signifikanta, dessa är aktiekurs (0,617), antal styrelsemedlemmar (0,171) och företag som har utländska styrelsemedlemmar (0,328). Detta är inte vad som förväntades enligt teorin. Däremot visar modellen andra variabler som är signifikanta, ROA (0,000) påverkar andelen rörlig ersättning positivt och om företaget har bytt VD (0,013) påverkar i negativ riktning. Komplexiteten tyder på en positiv påverkan även om värdet inte är signifikant (0,114).

De kvarvarande beroende variablerna är kvalitativa dummyvariabler vilka testas genom logistisk regression. För att undersöka eventuell multikollinearitet har samma variabler även gjorts som linjär regression och både tolerans- och VIF-värdena visade då tillåtna värden varför endast de logistiska regressionerna presenteras i tabeller.

Tabell 5 – Logistisk regression: förekomst av bonus

Oberoende variabler	Koefficient	Medelfel	Signifikans
Aktiekurs	-0,006	0,005	0,182
Antal anställda	0,000	0,000	0,128
ROA	0,063	0,021	0,003
Antal styrelsemedlemmar	0,724	0,250	0,004
VD i styrelsen	-0,601	0,508	0,236
Ftg med utländska styrelsemedl.	0,943	0,767	0,219
Ftg med kvinnliga styrelsemedl.	-0,463	0,642	0,470
Manlig VD	-16,113	23479,728	0,999
VD:ns ålder	-0,075	0,038	0,048
VD:ns tid i ftget	-0,031	0,034	0,363
Svensk VD	0,587	1,052	0,577
Soliditet	0,016	0,013	0,244
Komplexitet	0,014	0,013	0,277
Ersättningsutskott	0,556	0,519	0,284
Ftg som bytt VD	-1,944	0,884	0,028
Kapitalandel styrelse	-0,012	0,013	0,362
Kapitalandel VD	-0,026	0,023	0,260
<i>Bransch*</i>			
Dagligvaror	1,207	25153,702	1,000
Energi	-19,359	20663,544	0,999
Finans & Fastighet	-17,621	20663,544	0,999
Hälsovård	-16,614	20663,544	0,999
Industrivaror & -tjänster	-16,265	20663,544	0,999
IT	-16,490	20663,544	0,999
Material	-17,484	20663,544	0,999
Sällanköpsvaror & -tjänster	-17,460	20663,544	0,999
<i>Dominerande enskild ägare (röstandel)</i>			
Institutionella	1,878	1,190	0,115
Utländska	1,382	0,862	0,109
Stat	-7,365	45193,549	1,000
Industriella	2,059	1,333	0,123
Signifikans	0,000		
Chi ²	80,030		
Nagelkerke R ²	0,488		
Klassifikation	83,0 %		
Förbättring klassifikation	87,3 %		

* Branscherna industrivaror & -tjänster har utelämnats p.g.a. multikollinearitet och kraftförsörjning p.g.a. att observationer saknas.

Modellen är signifikant (0,000) och klassificerar 87,3 procent av observationerna korrekt. Eftersom hypoteserna gällande förekomsten av bonus och aktier och optioner är utformade relativt varandra kommer det att redogöras för dessa hypoteser efter tabell 6.

Ingen av de två olika mätningarna som genomförts på ägarkoncentrationen, Herfindahl och koncentrationsgrad, har gett några signifikanta värden. Inte heller de olika ägarkategorierna visar några signifikanta värden gällande dess påverkan på om bonus förekommer i bolaget. Ägandekategorierna i tabell 5 ger dock en indikation på att institutionella, utländska och industriella använder sig av bonus i större utsträckning relativt familjen. Genom att prova med ett viktat index för de olika ägarna erhöles ett signifikant värde (0,033) vilket återigen tyder på att det finns skillnader mellan de olika ägarna men att denna studies sätt att mäta ägandet inte kan förklara hur påverkan sker.

Styrelsens (0,362) och VD:ns (0,260) kapitalandel påverkar inte förekomsten av bonus på ett signifikant sätt vilket antagits. Detta är stor skillnad från föregående tabell (tabell 4) då modellen visade signifikans för styrelsens påverkan men endast riktning för VD:n.

Kontrollvariablerna ROA (0,003), om företaget har bytt VD (0,028) och VD:ns ålder (0,048) är fortfarande signifikanta jämfört med modellen för andel rörlig ersättning. Tabell 5 visar att antalet styrelsemedlemmar signifikant påverkar förekomsten av bonus positivt (0,004) vilket inte var fallet i tabell 4. Ytterligare en skillnad mellan de båda tabellerna är att ersättningsutskottet signifikant påverkade andelen rörlig ersättning (0,041) men inte alls förekomsten av bonus (0,284).

Tabell 6 – Logistisk regression: förekomst av aktier och optioner

Oberoende variabler	Koefficient	Medelfel	
Aktiekurs	0,000	0,003	0,855
Antal anställda	0,000	0,000	0,817
ROA	-0,014	0,012	0,255
Antal styrelsemedlemmar	0,166	0,142	0,244
VD i styrelsen	-0,190	0,353	0,590
Ftg med utländska styrelsemedl.	0,346	0,364	0,342
Ftg med kvinnliga styrelsemedl.	0,838	0,485	0,084
Manlig VD	20,460	25829,143	0,999
VD:ns ålder	-0,093	0,027	0,001
VD:ns tid i ftget	0,036	0,021	0,085
Svensk VD	-0,239	0,585	0,683
Soliditet	0,000	0,009	0,990
Komplexitet	-0,003	0,008	0,738
Ersättningsutskott	0,867	0,369	0,019
Ftg som bytt VD	-0,715	0,629	0,255
Kapitalandel styrelse	-0,007	0,010	0,509
Kapitalandel VD	0,045	0,020	0,023
<i>Bransch*</i>			
Dagligvaror	-0,022	1,636	0,989
Energi	1,484	1,722	0,389
Finans & Fastighet	0,064	1,436	0,965
Häsovård	1,208	1,495	0,419
Industrivaror & -tjänster	1,029	1,413	0,467
IT	0,583	1,428	0,683
Material	-0,430	1,563	0,783
Sällanköpsvaror & -tjänster	1,323	1,443	0,359
<i>Koncentrationsgrad i ägandet</i>			
Herfindahl, röst enskild ägare	-2,934	1,496	0,050
Signifikans	0,001		
Chi ²	54,735		
Nagelkerke R ²	0,284		
Klassifikation	54,1 %		
Förbättring klassifikation	68,1 %		

* Branschen industrivaror & -tjänster har utelämnats p.g.a. multikollinearitet och kraftförsörjning p.g.a. att observationer saknas.

Modellen är signifikant (0,001) och klassificerar 68,1 procent av observationerna korrekt.

Alla mått på ägarkoncentrationen som genomfördes med koncentrationsgraden blev signifikanta förutom de på 5 procent. Starkast signifikanser blev det på röstandel per enskild ägare i koncentrationsgraderna 10, 15 och 20 (0,001) där även Herfindahl blev signifikant (0,050). Övriga Herfindahl visade inga signifikanser.

När regressionen genomförts med de olika ägarkategorierna visas signifikans när kapitalandelen beaktas och aktier och optioner förekommer oftare i de institutionellt ägda bolagen relativt familjen. När röstandelen beaktas blir det signifikant att de institutionella ägarna har mer aktier och optioner relativt de utländska ägarna. Även i denna modell ger det viktade indexet en indikation på att ägarkategorierna kan ha större betydelse för belöningsystemet än vad som framkommer genom ägarkategoriseringen i denna studie.

Styrelsens kapitalandel förväntades påverka förekomsten av aktier och optioner i positiv riktning vilket inte visas i modellen då variabeln inte alls är signifikant (0,509). Detta kan ha samband med att styrelsens kapitalandel påverkar andelen rörlig ersättning negativt och ingen signifikans återfanns för påverkan av bonus. VD:n förväntades påverka förekomsten av aktier och optioner i negativ riktning men modellen visar ett signifikant, positivt samband (0,023).

Jämfört med den linjära regression som testade andelen rörlig ersättning (tabell 4) är kontrollvariablerna ersättningsutskott (0,019) och VD:ns ålder (0,001) fortfarande signifikanta. Förändringar som har skett är att om företaget bytt VD (0,255), antal anställda (0,817) samt ROA (0,255) inte längre är signifikanta. Å andra sidan är nu VD:ns tid i företaget (0,085) samt om det finns kvinnor i styrelsen (0,084) signifikanta och påverkar förekomsten av aktier och optioner i negativ respektive positiv riktning.

Ägarkoncentrationen visade inga signifikanta samband för förekomst av bonus men för aktier och optioner. Trots detta måste H_3 falsifieras då bonus och aktier och optioner stod i relation till varandra. Ägarkategorierna visade inga samband med bonus, däremot fanns det indikationer på att förekomsten av aktier och optioner påverkas. Totalt görs en bedömning av ägarkategorierna vilket leder till att H_6 , H_9 , H_{12} , H_{15} och H_{19} måste falsifieras. H_{22} och H_{25} måste falsifieras då inga signifikanser påträffades i den förväntade riktningen.

5 Diskussion och slutsats

Utgångspunkten i denna studie är att ägarna är en heterogen grupp med varierande mål och intressen med sitt ägande men ägarna har även olika förutsättningar att kunna utöva sitt ägande. Till följd av detta antagande förväntades ägarna påverka VD:ns belöningsystem på olika sätt och därav studiens syfte som är att undersöka ägandets relativa förmåga att påverka nivån och utformningen av VD:ns belöningsystem i svenska noterade bolag. Ägandet undersöks genom koncentrationsgrad, ägarkategori samt kapitalandel i styrelsen och hos VD:n.

VD:ns *totala belöning* påverkas inte signifikant av koncentrationsgraden, knappt av ägarkategorierna men däremot av styrelsens och VD:ns ägande. Koncentrationsgraden i ägandet visade sig inte ha något samband med den totala belöningen oavsett hur koncentrationen mättes vilket kan bero på att den valda observationsmetoden är bristfällig. Ägarkoncentrationen är observerad genom de fem största ägarna men genom att observera fler av de största ägarna kunde resultatet eventuellt ha blivit annorlunda då ett större antal observationer ger en högre tillförlitlighet. Resultatet skulle även kunna ha påverkats av om den totala belöningen operationaliserats på annat sätt, exempelvis genom att även inkludera utdelning (Cheung, Stouraitis & Wong, 2005). Ytterligare exakthet i den totala belöningen hade kunnat erhållas om värdet på aktie- och optionsprogrammen hade räknats fram istället för att hämtas från företagets finansiella rapporter.

Generellt för ägarkategoriernas påverkan på VD:ns totala belöning är att starka signifikanta samband är svåra att påvisa. En förklaring till detta kan vara att kategoriseringen inte är den optimala för denna sortens undersökning eller att klassificeringen kunde ha gjorts annorlunda. Om ytterligare kategorier hade observerats, till exempel anställda och företagsledningen (förutom VD:n), kunde det eventuellt ha gett ett annat resultat (Hedlund et al., 1985) och då staten bara noterades som dominerande ägare i ett företag i den slutliga modellen kanske denna borde ha slagits samman med någon annan kategori eller utelämnats helt. Klassificeringen av ägarna baseras på de fem största ägarna och med ett större antal ägare kunde resultatet ha påverkats. Demsetz och

Villalonga (2001) poängterar risken med att beakta ägarna i en viss kategori som en homogen grupp vilket har antagits i denna studie. Precis som vid koncentrationsgraden gäller att ett annat sätt att mäta den totala belöningen kunde ha påverkat resultatet. När indexering gjordes, där alla ägarkategorier gavs olika betydelse, kunde signifikanser påvisas gällande den totala belöningen. Detta ger en stark indikation, precis som väntat, på att kategorierna de facto påverkar nivån på belöningsystemet.

Styrelsens kapitalandel påverkar den totala belöningen negativt vilket överensstämmer med det förväntade resultatet. Detta kan ha sin förklaring i att incitamenten att effektivt övervaka VD:ns agerande ökar i takt med ägandet vilket resulterar i att även kontrollen ökar och detta leder i sin tur till en lägre total belöning (Cordeiro & Veliyath, 2003).

Även VD:ns kapitalandel påvisar ett signifikant negativt samband med den totala belöningen vilket är tvärtemot vad som hypotiserats. En förklaring till detta kan vara att utdelningen, som i denna studie har exkluderats från den totala belöningen, har större betydelse för VD:n än vad som har antagits. Teorin som används i studien lägger ingen större vikt vid utdelningen men resultatet visar på att utdelningen spelar roll vilket Cheung, Stouraitis och Wong (2005) konstaterar i sin studie. Om utdelningen tagits med i den totala belöningen, och som en del av studiens teori, kunde ett annat resultat ha påvisats.

Den *rörliga ersättningen* till VD:n påverkas signifikant av koncentrationsgraden och ägarkategorierna såväl som styrelsens och VD:ns ägande. Koncentrationsgraden har ett negativt samband med andelen rörlig ersättning vilket förväntades. Enligt Goldberg och Idson (1995) innebär en låg koncentrationsgrad agentproblem vilka kan kompenseras med en högre andel rörlig ersättning så att parternas intressen sammanlänkas. Likt Goldberg och Idson (1995) studie framkom det signifikanta samband mellan graden av koncentration och andel rörlig ersättning vilket kan förklaras av agenteffekter. Resultatet tyder på att ägarna i det spridda ägandet väljer att överföra en stor del av risken på VD genom att belöningsystemet utformas så att en högre andel består av rörlig ersättning (Ozkan, 2007).

Vissa samband återfinns mellan andelen rörlig ersättning och de olika ägarkategorierna. I enlighet med teorin påverkar de institutionella ägarna andelen rörlig ersättning i positiv riktning relativt familjen (David, Kochhar & Levitas, 1998). Liknande samband återfinns i det institutionella ägandet relativt det utländska. Att signifikanser uteblev vid de övriga ägarkategorierna kan ha sin förklaring i den valda observationsmetoden, precis som när ägarkategorierna ställdes mot den totala belöningen. Även gällande den rörliga ersättningen visades signifikanser när kategorierna gavs olika värden i form av index. Detta ger ytterligare stöd för att ägarkategorierna faktiskt påverkar belöningen utan att kunna dra några generella slutsatser.

Teorin antar att styrelsens ägande påverkar andelen rörlig ersättning i positiv riktning (Cyert, Kang & Kumar, 2002). Styrelsemedlemmarna borde ha mer att vinna på en högre andel rörlig ersättning i form av exempelvis utdelning (Finkelstein & Hambrick, 1989; Cheng & Firth, 2005). Dock har resultaten av den empiriska undersökningen visat det motsatta. Detta negativa samband kan enligt Cordeiro och Veliyath (2003) förklaras genom att styrelsen vill att investeringar ska göras som leder till att företagsvärdet, och därmed också aktievärdet, stiger hellre än att direkt betalas ut i form av utdelning. Den teoretiska utgångspunkten i Cordeiro och Veliyath (2003) studie är att ett ökat företagsvärde genererar positiva effekter på lång sikt som stärker företagets fortlevnad och detta kan hotas då eventuella vinster utdelas istället för att återinvesteras i bolaget. Ytterligare en teoretisk förklaring kan vara att det finns en nära relation mellan styrelsen och VD:n vilket gör att VD:ns inflytande sträcker sig in i styrelsen och belöningen påverkas i den riktning som VD:n, och inte styrelsen, önskar (Mangel & Singh, 1993; David, Kochhar & Levitas, 1998).

Mellan VD:ns kapitalandel och andelen rörlig ersättning återfinns inget signifikant samband men indikationer ges i den förväntade, negativa, riktningen. Detta stödjer teorin att VD:n använder sin makt för att minimera risken i sin belöning (David, Kochhar & Levitas, 1998; Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005). Ännu en anledning till den låga andelen rörlig ersättning kan vara att VD:n, precis som styrelsen, har ett intresse av att behålla eventuella vinster inom företaget och på så sätt bygga upp företagsvärdet vilket i

sin tur gynnar VD:n (Cordeiro & Veliyath, 2003). Det har dock framkommit empiriskt, genom enkätundersökningen, att VD:n själv efterfrågar en högre andel rörlig ersättning. Då resultatet ger stöd åt teorin men samtidigt motsägs av VD:arnas egna åsikter uppkommer det tvivel gällande i vilken utsträckning VD:ns kapitalandel faktiskt ger upphov till makt att påverka sin belöning.

Förekomsten av *bonus* korrelerar inte med ägandet, oavsett hur ägandet observeras. Detta skulle kunna bero på att variabeln har operationaliserats genom en dummyvariabel. Om hänsyn även hade tagits till bonusens storlek samt vad denna grundar sig på, till exempel subjektiva bedömningar eller företagets operativa resultat, hade signifikanser möjligen funnits. Då en stor del av företagen i urvalet använder sig av bonus i belöningssystemet kunde en annan operationalisering vara mer lämplig.

Förekomsten av *aktier och optioner* är negativt korrelerat med koncentrationsgraden, svagt korrelerat med ägarkategorierna, ingen korrelation återfinns med styrelsens ägande medan VD:ns ägande är positivt korrelerat med förekomsten av aktier och optioner. Resultatet visar på ett negativt signifikant samband mellan ägarkoncentration och förekomst av aktier och optioner vilket Mangel och Singh (1993) och Kraft och Niederprüm (1999) förklarar med att aktie- och optionsprogram bäst sammanlänkar ägarnas och VD:ns intressen då kontrollen är svag.

För ägarkategorierna visas signifikanser för de institutionella ägarna relativt familjen och de utländska ägarna. Precis som för de övriga belöningsvariablerna kan inga generella slutsatser dras men indexering visar på att det finns skillnader kategorierna emellan gällande dess påverkan på förekomst av aktier och optioner.

Inga signifikanta samband har funnits mellan kapitalandelen i styrelsen och dess påverkan på förekomsten av aktier och optioner. Det förväntade sambandet var att ju mer kapitalandel i styrelsen desto mer användning av aktier och optioner eftersom detta skulle motivera VD:n att agera i ägarnas intresse vilket i sin tur leder till att styrelsemedlemmarna får en högre aktieutdelning (Cyert, Kang & Kumar, 2002). En

tänkbar tolkning av resultatet är att styrelsen hellre vill att eventuella vinster ska återinvesteras i bolaget än att delas ut till aktieägarna (Cordeiro & Veliyath, 2003).

Aktier och optioner i belöningsystemet medför en risk för VD:n då en större del av belöningen är oförutsägbar (Khan, Dharwadkar & Brandes, 2005). Detta ledde till att en negativ korrelation mellan VD:ns kapitalandel och förekomst av aktier och optioner förutspåddes. Resultatet tyder dock på det motsatta, att VD:n är riskbenägen och bedömer möjligheterna att lyckas högre än risken att förlora. Det kan också bero på att VD:n själv vill ha en belöning som är mer motiverande och där prestationen ger en kännbar påföljd. Av enkätsvaren, där VD:n gavs möjlighet att beskriva hur det optimala belöningsystemet skulle se ut, framkom det att majoriteten av respondenterna ansåg att aktier och optioner var en viktig del av belöningen och detta motiverades med att belöningen blev mer konkurrenskraftig, mer resultatstyrd samt mer engagerande.

Sammanfattningsvis kan resultaten beskrivas som varierande. Det har framkommit att vissa av observationsmetoderna inte är de bäst lämpade för denna sortens undersökning. Vidare kan undersökningen vara präglad av vanor och traditioner som inte överensstämmer med den svenska företagskulturen då teorin mestadels är hämtad från angloamerikanska länder (Collin, 2006).

Av kontrollvariablerna visade aktiekursen det mest förvånande resultatet. Ett starkt signifikant samband påvisades mellan aktiekursen och den totala belöningen. Ingen teori som stödjer detta samband har funnits men det är ändå anmärkningsvärt att VD:n får en högre total belöning då priset på aktien är hög, allt annat lika.

Studiens resultat ger endast ett fåtal signifikanta samband när ägarkategorierna ställs mot belöningsystemet. En möjlig förklaring till detta kan vara det som Demsetz och Villalonga (2001) kallar för klienteffekten. Med klienteffekten menas att företaget anpassar sin strategi för att attrahera en viss typ av ägare (Demsetz & Villalonga, 2001). I denna studie har utgångspunkten varit att belöningsystemet är en konsekvens av ägandet

där de olika ägarkategorierna förväntades påverka belöningen olika beroende på ägarnas varierande mål och förutsättningar. Studiens resultat medför dock att tvivel uppstår.

Demsetz och Villalonga (2001) studie har undersökt relationen mellan företagets prestation och ägarkoncentration för att se om prestationen är en konsekvens av ägandet. Studien visar inga signifikanta samband vilket tolkas som att ägandet är en konsekvens av prestationen och inte tvärtom som förväntades (Demsetz & Villalonga, 2001). Detta resonemang torde även kunna appliceras på relationen mellan belöningsystemet och ägandet vilket i så fall skulle innebära att belöningsystemet utformas på ett sätt som tilltalar den ägare som företaget önskar.

5.1 Förslag till fortsatt forskning

Denna studie visar, främst genom ett index, att det finns ett samband mellan ägandet och VD:ns belöningsystem. Då de valda ägarvariablerna i denna studie inte påvisar signifikanta samband vore det intressant att göra en liknande undersökning där ägandet operationaliseras på ett annat sätt. Ett sätt att mäta ägandet skulle kunna vara att se på ägarnas handlande på bolagsstämman och på ägargrupperingarnas faktiska agerande (Hedlund et al., 1985).

Resultatet från enkäten visar att VD:arna efterfrågar en mer aktie- och optionsbaserad belöning vilket går emot mycket av den befintliga teorin. Då svaren från studiens enkät inte kunde anses representativa för urvalet, och fokus låg på dokumentstudien, hade en mer ingående attitydundersökning kring belöningen och ägandet eventuellt kunnat förklara en del av de oklarheter som denna studie har stött på.

I studien utgicks det från att det kunde finnas skillnader mellan kapital- och röstandelarna i ägandet och den makt som följer därav. Dessa skillnader har visat sig vara relativt små varför en djupare studie i endast en dimension av ägandet kanske kunde ha varit bättre passande.

Referenser

Aktiebolagslagen (2005:551)

Anderson, R.C., Mansi, S.A. & Reeb, D.M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, vol. 68: 2, ss. 263-285.

Armstrong, M. (2006). *A Handbook of Human Resource Management Practice*, uppl. 10. London: Kogan Page.

Avanza. [www]. www.avanza.se. Accessdatum: 2008-04-10.

Barkema, H.G. & Pennings, J.M. (1998). Top Management Pay: Impact of Overt and Covert Power. *Organization Studies*, vol. 19: 6, ss. 975-1003.

Basu, S., Hwang, L-S., Mitsudome, T. & Weintrop, J. (2007). Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 15: 1, ss. 56-79.

Berle, A.A. & Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Transaction Publishers, U.S. (1991)

Black, B.S. (1992). Agents watching agents: The promise of institutional investor voice. *UCLA Law Review*, vol. 39: 4, ss. 811-894.

Carrasco-Hernandez, A. & Sánchez-Marín, G. (2007). The Determinant of Employee Compensation in Family Firms: Empirical Evidence. *Family Business Review*, vol. 20: 3, ss. 215-228.

Chan, M. (2008). Executive Compensation. *Business and Society Review*, vol. 113: 1, ss. 129-161.

Cheung, Y-L., Stouraitis, A. & Wong, A.W.S. (2005). Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: Evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance*, vol. 12: 4, ss. 511-532.

Chung, K.H. & Pruitt, S.W. (1996). Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework. *Journal of Banking & Finance*, vol. 20: 7, ss. 1135-1159.

Cheng, S. & Firth, M. (2005). Ownership, Corporate Governance and Top Management Pay in Hong Kong. *Corporate Governance*, vol. 13: 2, ss. 291-302.

Cheng, S. & Firth, M. (2006). Family Ownership, Corporate Governance, and Top Executive Compensation. *Managerial and Decision Economics*, vol. 27: 7, ss. 549-561.

Church, J.W. & Snitzer, E.L. (1985). Diversification, Risk and Modern Portfolio Theory. *Trusts & Estates*, vol. 124: 10, ss. 32-35.

Coffee, J. (1991). Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review*, vol. 91: 12, ss. 1277-1368.

Collin, S-O. (1997). *Ägande och effektivitet – Wallenberggruppens och Svenska Handelsbanksgruppens struktur, funktion och effektivitet*. Lund: Lund University Press.

Collin, S-O. (2006). *The Mastering of Corporation – an integrated view of corporate governance*. Department of Business Studies Kristianstad University College, Kristianstad.

Conyon, M.J. & He, L. (2004). Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S Entrepreneurial Firms. *Journal of Management Accounting Research*, vol. 16: 1, ss. 35-56.

Cordeiro, J.J. & Veliyath, R. (2003). Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation. *American Business Review*, vol. 21: 1, ss. 56-66.

Core, J.E., Holthausen, R.W. & Larcker, D.F. (1999). Corporate governance, executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 51: 3, ss. 371-406.

Core, J.E., Guay, W. & Larcker, D.F. (2008). The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics*, vol. 88: 1, ss. 1-25.

Cyert, R.M., Kang, S-H. & Kumar, P. (2002). Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence. *Management Science*, vol. 48: 4, ss. 453-469.

David, P., Kochhar, R. & Levitas, E. (1998). The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41: 2, ss. 200-208.

Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, vol. 93: 6, ss. 1155-1177.

Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, vol. 7: 3, ss. 209-233.

De Ridder, A. (2008). Stock Prices and Institutional Holdings. Opublicerat manuskript: Visby: Gotland University.

Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O. (2003). *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.

Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26: 2, ss. 301-326.

Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, vol. 35: 3, ss. 505-538.

Finkelstein, S. & Hambrick, D.C. (1988). Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation. *Strategic Management Journal*, vol. 9: 6, ss. 543-558.

Finkelstein, S. & Hambrick, D.C. (1989). Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes. *Strategic Management Journal*, vol. 10: 2, ss. 121-134.

Firth, M., Fung, P.M.Y. & Rui, O.M. (2007). How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research*, vol. 60: 7, ss. 776-785.

Fristedt, D. & Sundqvist, S-I. (2008). *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2008*. Stockholm: SIS Ägarservice AB.

Gabrielsson, J. (2007). Boards of directors and entrepreneurial posture in medium-size companies: putting the board demography to a test. *International Small Business Journal*, 25 (5): 511-537.

Goldberg, L.G. & Idson, T.L. (1995). Executive Compensation and Agency Effects. *The Financial Review*, vol. 30: 2, ss. 313-335.

Gomez-Mejia, L. & Wiseman, R.W. (1997). Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook. *Journal of Management*, vol. 23: 3, ss. 291-374.

Hambrick, D.C. & Finkelstein, S. (1995). The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises. *Strategic Management Journal*, vol. 16: 3, ss. 175-193.

Hartzell, J.C. & Starks, L.T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*, vol. 58: 6, ss. 2351-2374.

He, L. (2008). Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance. *Journal of Business Venturing*, vol. 23: 3, ss. 257-279.

Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E. & Rydén, B. (1985). *Institutioner som aktieägare. Förvaltare? Industrialister? Klippare?* Stockholm: Studieförbundet Näringsliv och Samhälle.

Hirschman, A.O. (1970). *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, organizations: and States*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Ikäheimo, S., Kontu, H. & Tainio, R. (2007). Executive compensation: a mechanism to align managers' interests and company goals? Opublicerat manuskript. Helsingfors: Helsinki School of Economics.

Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, vol. 48: 3, ss. 831-880.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3: 4, ss. 305-360.

Jensen, M.C. & Murphy, K.J. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, vol. 98: 2, ss. 225-264.

Kahn, R., Dharwadkar, R. & Brandes, P. (2005). Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination. *Journal of Business Research*, vol. 58: 8, ss. 1078-1088.

Kraft, K. & Niederprüm, A. (1999). Determinants of management compensation with risk-averse agents and dispersed ownership of the firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 40: 1, ss. 17-27.

Lin, Y-F. (2005). Corporate Governance, Leadership Structure and CEO Compensation: evidence from Taiwan. *Corporate Governance*, vol. 13: 6, ss. 824-835.

Mangel, R. & Singh, H. (1993). Ownership Structure, Board Relationships and CEO Compensation in Large US Corporations. *Accounting and Business Research*, vol. 23: 91, ss. 339-350.

Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance. Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, vol. 12: 2, ss. 321-341.

McConaughy, D.L. (2000). Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay to Performance. *Family Business Review*, vol. 13: 2, ss. 121-131.

McNally, K.A. (1992). Compensation as a Strategic Tool. *HRMagazine*, vol. 37: 7, ss. 59-63.

Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 38: 2, ss. 163-184.

Ozkan, N. (2007). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 17: 5, ss. 349-364.

Ramaswamy, K., Veliyath, R. & Gomes, L. (2000). A Study of the Determinants of CEO Compensation in India. *Management International Review*, vol. 40: 2, ss. 167-191.

Randøy, T. & Goel, S. (2003). Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: implications for financing entrepreneurial opportunities. *Journal of Business Venturing*, vol. 18: 5, ss. 619-637.

Randøy, T. & Nielsen, J. (2002). Company Performance, Corporate Governance and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, vol. 6: 1, ss. 57-81.

Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2006). *Research Methods for Business Students*. London: Prentice Hall.

Schleifer, A. & Vishny, R.W.A. (1997). A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, vol. 52: 2, ss. 737-783.

Sellers, B.L. (1988). Balanced Compensation Planning Through an Incentive-Driven System. *Financial Managers' Statement*, vol. 10: 6, ss. 34-38.

Smitt, R. (2004). *VD-avtalet*. Stockholm: Norstedts Juridik.

SOU 1988:38. Ägande och inflytande i svenskt näringsliv. Huvudbetänkandet från ägarutredningen. Stockholm: Industridepartementet.

Steven, T.P. & Dorata, T.N. (2008). Corporate governance and chief executive officer compensation. *Corporate Governance*, vol. 8: 2, ss. 141-152.

Tharenou, P. (2001). Going up? Do traits and informal social processes predict advancing in management? *Academy of Management Journal*, vol. 44: 5, ss. 1005-1017.

Tosi, H.L., Werner, S., Katz, J.P. & Gomez-Mejia, L.R. (2000). How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, vol. 26: 2, ss. 301-339.

Vermeulen, P., Büch, R & Greenwood, R. (2007). The Impact of Governmental Policies in Institutional Fields: The Case of Innovation in the Dutch Concrete Industry. *Organizations Studies*, vol. 28: 4, ss. 515-540.

Westphal, J.D. & Zajac, E.J. (1994). Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plans. *Administrative Science Quarterly*, vol. 39: 3, ss. 367-390.

Bilaga 1

Nr _____ Företag _____

Finansiella uppgifter

Nettoomsättning _____ tkr

Resultat före skatt (rörelseresultat efter fin. poster)

År _____ = _____ tkr År _____ = _____ tkr

År _____ = _____ tkr År _____ = _____ tkr

År _____ = _____ tkr

Räntekostnader _____ tkr

Balansomsl. År _____ = _____ tkr År _____ = _____ tkr

Genomsnitt balansomslutning _____ tkr

ROA (Res. f. skatt + räntekostn./Genomsn. balansom.) x 100 = _____ %

Eget kapital IB _____ tkr UB _____ tkr

Minoritetsandel IB _____ tkr UB _____ tkr

Genomsn. EK (EK – min.andel/2) _____ tkr

ROE (Res. f. skatt/genomsnitt EK) x 100 = _____ %

Soliditet (Genomsnitt EK/Genomsnitt balansom.) x 100 _____ %

AT _____ tkr OT _____ tkr TT _____ tkr

Andel OT (OT/TT x 100) _____ %

VD:ns belöning

Ja/nej Grundlön _____ tkr Ja/nej Bonus _____ tkr

Ja/nej Aktie/optionser _____ tkr Vad _____

Ja/nej Pensionsförmåner _____ tkr

Ja/nej Övriga förmåner _____ tkr Vad _____

SUMMA _____ tkr

Icke-finansiella ersättningar _____

Ersättningsutskott? JA NEJ Konsult? JA NEJ

Styrelsen

Antal styrelsemedlemmar _____ st

Sitter VD:n i styrelsen? JA NEJ

Antal män _____ st

Antal kvinnor _____ st

Andel kvinnor _____ %

Antal svenskar _____ st

Antal icke-svenskar _____ st

Andel icke-svenskar _____ %

Antal styrelsemedlemmar som innehar aktier _____ st

Ersättning till styrelseordföranden _____ tkr resten _____ tkr

VD

VD:ns ålder _____ år kön: M/K Medborgarskap _____

Verksam inom ftg _____ år VD _____ år

VD:ns aktieinnehav _____ st Värdet _____ tkr

Övrigt

Medelantal anställda _____ st Betavärde _____ Bransch (nr) _____

Börsvärdet _____ mkr/Totala antalet aktier i bolaget _____ st (Ä&M)

Aktiekursen på bokslutsdatum _____ kr/aktie

Kommentarer _____

Bilaga 2

Hej!

Får Ni lön för Er prestation?!

Vi är två ekonomstudenter från Högskolan Kristianstad som just nu skriver vår magisteruppsats inom bolagsstyrning. Syftet med uppsatsen är att undersöka hur ägandet påverkar VD:ns ersättning. För att kunna göra detta behöver vi, utöver den information som framgår i årsredovisningen, få insikt i hur VD:ar i noterade bolag själva upplever belöningsystemet för det senaste året.

Vi hoppas att Ni vill besvara vår webenkät som endast beräknas ta cirka tre minuter att genomföra. Samtliga svar kommer att behandlas konfidentiellt. Vi vore tacksamma om Ni tar Er tid att besvara våra frågor. Vi skulle uppskatta om enkäten besvarades senast fredagen den 9 maj. Enkäten nås genom länken nedan,

<http://www.webforum.com/form/magister/form.asp?sid=897899928>

Har Ni frågor eller synpunkter är Ni mycket välkomna att höra av Er till oss eller vår handledare via e-post eller telefon. Om Ni vill ha resultatet finns det möjlighet att meddela oss detta i enkäten.

Tack på förhand!

Hälsningar

Lina Gustafson

Emma Petersson

E-post xxxxxxxxxxxx

E-post xxxxxxxxxxxx

Tel xxxxxxxxxxxx

Tel xxxxxxxxxxxx

Handledare

Sven-Olof Yrjö Collin

Professor i Företagsstyrning

E-post xxxxxxxxxxxx

Tel xxxxxxxxxxxx

VD:ns belöningsystem

Vilket företag är Ni VD för? *

Frågan är till för att vi ska kunna veta vilka som har svarat och kommer att behandlas konfidentiellt.

Hur länge har Ni varit verksam inom företaget?

Ange i år

Hur länge har Ni suttit som VD i företaget?

Ange i år

Hur uppskattar Ni fördelningen av Er finansiella ersättning det senaste året? Ange i procent av grundlön, bonus, aktier och optioner, pensionspremie och övriga förmåner (totalt 100 %).

Grundlön (%)

Bonus (%)

Aktier och optioner (%)

Pensionspremie (%)

Övriga förmåner (%)

Om övriga förmåner finns, ange vilka

Finns det icke-finansiella ersättningar i belöningsystemet?

JA NEJ

Om ja, ange vilka

Använder sig Ert företag av en konsult vid utformningen av VD:ns belöningsystem?

JA NEJ VET EJ

Är Ni nöjd med utformningen av Ert belöningsystem?

1 = inte alls nöjd 7 = mycket nöjd

1 2 3 4 5 6 7

Kommentar:

Är Ni nöjd med nivån på Er ersättning?

1 = inte alls nöjd 7 = mycket nöjd

1 2 3 4 5 6 7

Kommentar:

Om Ni själv får önska, hur skulle belöningsystemet se ut?

Vill Ni ha en summering av resultatet?

Om ja, ange Er e-postadress

* Obligatorisk

Bilaga 3

Dear Sir,

Do you get paid for your performance?!

We are two business students at the Kristianstad University, Sweden, that are writing our master in Corporate Governance. Our purpose is to investigate how the ownership of the firm influences the CEO compensation. For this, in addition to the public information available, we need to know how the CEO's in Swedish public corporations experience their compensation.

We hope that you will answer our survey which will take approximately three minutes. All the answers will be treated confidentially. We would appreciate your respond no later than Friday 9th of May. You will access the survey through the following link,

<http://www.webforum.com/form/magister/form.asp?sid=110051981>

If you have any questions, you are more than welcome to contact us or our supervisor by e-mail or telephone. If you are interested in the results you have the possibility to let us know that in the survey.

Please accept our sincere thanks in advance!

Best regards

Lina Gustafson

Emma Petersson

E-mail xxxxxxxxxxxx

E-mail xxxxxxxxxxxx

Phone no. xxxxxxxxxxxx

Phone no. xxxxxxxxxxxx

Supervisor

Sven-Olof Yrjö Collin,
Professor of Corporate Governance,

E-mail xxxxxxxxxxxx

Phone no. xxxxxxxxxxxx

CEO reward system

Which corporation are you CEO for? *

This question is only because we shall know who has answered and the answer will be confidential.

How long have you been employed by the corporation?

State in years

How long have you been employed as a CEO by the corporation?

State in years

How would you estimate the apportion of your financial compensation during the last year?
Specify in percent of base pay, bonus, stock options, pension contributions and other benefits
(total of 100 %)

Base pay (%)

Bonus (%)

Stock options (%)

Pension contributions (%)

Other benefits (%)

If other benefits, please specify

Is there any non-financial compensation in your reward system?

YES NO

If yes, please specify

Does your corporation use a consultant when deciding the formation of the CEO reward system?

YES NO DON'T KNOW

Are you satisfied with the design of your reward system?

1 = not at all satisfied 7 = very satisfied

1 2 3 4 5 6 7

Comments:

Are you satisfied with the level of your compensation?

1 = not at all satisfied 7 = very satisfied

1 2 3 4 5 6 7

Comments:

If you were to decide yourself, how would your reward system be designed?

Would you like a summary of the results?

If yes, please state your e-mail address

* Obligatorisk

Bilaga 4

Beskrivande statistik över de oberoende variablerna

Oberoende variabler	Medelvärde	St.avv.
Aktiekurs a)	77,19	70,66
Antal anställda b)	4123,25	11139,31
ROA c)	8,57	14,42
Antal styrelsemedl. b)	6,45	1,44
Manlig VD e)	227	-
VD:ns ålder d)	49,15	6,93
VD:ns tid i ftget d)	8,80	8,55
Soliditet c)	48,73	19,52
Komplexitet c)	47,36	23,64
Kapitalandel styrelse c)	14,21	18,04
Kapitalandel VD c)	3,21	9,09
VD i styrelsen e)	108	-
Ftg med utländska styrelsemedl. e)	82	-
Ftg med kvinnliga styrelsemedl. e)	186	-
Svensk VD e)	208	-
Ersättningsutskott e)	151	-
Ftg som bytt VD e)	20	-
Bransch f)	-	-
<i>Koncentrationsgrad i ägandet</i>		
Ftg med 10 % röstandel enskild ägare e)	206,00	-
Herfindahl, röst enskild ägare g)	0,14	0,15
<i>Dominerande ägargruppering (röstandel) e)</i>		
Institutionella	37	-
Utländska	43	-
Familj	134	-
Stat	1	-
Industriella	14	-
<i>Dominerande enskild ägare (röstandel) e)</i>		
Institutionella	37	-
Utländska	43	-
Familj	135	-
Stat	1	-
Industriella	13	-

a) kr

b) antal

c) procent

d) år

e) antal (ej medelvärde)

f) bransch - VAD???

g) proportion

Bilaga 5

Korrelationsmatris

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
1. summeringkr	1																												
2. andel_röri	0.483***	1																											
3. Bonus	0.216***	0.442***	1																										
4. Aktieoption	0.230***	0.284***	0.044	1																									
5. röstgruppinst	0.012	0.240***	0.167**	0.144**	1																								
6. röstgrupputä	0.150**	-0.021	0.099	-0.016	-0.211***	1																							
7. röstgruppfam	-0.102	-0.133**	-0.216***	-0.079	-0.521***	0.571***	1																						
8. röstgruppinde	-0.056	-0.065	0.019	-0.015	-0.112*	0.123*	-0.303***	1																					
9. Rp10	0.041	-0.160**	-0.074	-0.217***	-0.327***	0.049	0.190***	0.025	1																				
10. kapjurperinst	0.096	0.295***	0.162**	0.192***	0.810***	0.261***	-0.326***	-0.138**	-0.235***	1																			
11. kapjurperutä	0.149**	-0.005	0.103	-0.004	-0.214***	0.986***	-0.557***	-0.124*	0.052	-0.264***	1																		
12. kapjurperstat	0.015	0.017	0.030	-0.061	-0.029	0.032	-0.079	0.017	0.022	0.036	-0.032	1																	
13. kapjurperinde	-0.073	-0.055	-0.013	-0.012	-0.120*	-0.132**	-0.258***	0.931***	0.035	-0.149**	-0.134**	-0.018	1																
14. HHikapjurper	-0.197***	-0.216***	-0.244***	-0.174***	-0.175***	-0.100	0.144**	0.122*	0.261***	-0.253***	-0.108	0.048	0.139**	1															
15. andel_kap_styr	-0.235***	-0.244***	-0.210***	-0.129*	-0.255***	-0.154**	0.354***	-0.073	0.168**	-0.272***	-0.158**	-0.052	-0.049	0.513***	1														
16. andel_kap_VD	-0.220***	-0.203***	-0.306***	-0.013	-0.137**	-0.101	0.202***	-0.032	0.080	-0.161**	-0.104	-0.023	-0.042	0.313***	0.192***	1													
17. Aktiekurs_kr	0.428***	0.193***	0.038	0.039	-0.088	-0.077	0.156**	-0.055	0.176***	-0.018	-0.085	-0.016	-0.013	0.070	0.064	-0.022	1												
18. Anställda	0.697***	0.270***	0.140**	0.085	-0.003	0.078	-0.040	-0.079	0.082	0.061	0.078	0.145**	-0.085	-0.127*	-0.123*	-0.101	0.256***	1											
19. ROA	0.110*	0.322***	0.114*	-0.029	-0.012	-0.198***	0.185***	-0.045	0.058	0.043	-0.194***	0.021	-0.003	0.073	0.037	0.074	0.320***	0.057	1										
20. Styrelsemedl	0.495***	0.244***	0.221***	0.154**	0.112*	-0.032	-0.041	-0.008	0.144**	-0.043	0.026	-0.073	-0.081	-0.136**	-0.165**	0.350***	0.367***	0.083	1										
21. VDstyrelse	0.200***	0.066	-0.084	0.044	-0.011	-0.141**	0.210***	-0.168**	-0.034	0.052	-0.128*	-0.063	-0.122*	-0.110*	0.061	0.096	0.209***	0.176***	0.098	0.310***	1								
22. Ickesv_i sty	0.296***	0.148**	0.169**	0.154**	-0.056	0.411***	-0.295***	0.000	-0.084	-0.013	0.399***	0.089	0.010	-0.157**	-0.205***	-0.167**	-0.062	0.233***	-0.164**	0.174***	-0.031	1							
23. Kvinna_i sty	0.231***	0.237***	0.109*	0.151**	0.090	-0.112*	0.026	-0.017	-0.012	0.127*	-0.106	-0.059	-0.032	-0.043	-0.118*	0.250***	0.161**	0.174***	0.383***	0.096	0.033	1							
24. VDiftg	0.210***	0.043	-0.081	0.065	-0.113*	-0.107	0.205***	-0.055	0.116*	-0.001	-0.087	-0.064	-0.044	-0.062	-0.024	0.228***	0.224***	0.179***	0.199***	0.112*	0.250***	-0.005	0.104	1					
25. VDsvensk	-0.121*	-0.064	-0.063	-0.102	-0.025	-0.118*	0.101	0.018	-0.005	-0.044	-0.114*	0.021	-0.032	0.132**	0.129*	0.094	-0.099	-0.112*	0.176***	-0.059	0.058	-0.299***	0.080	-0.001	1				
26. Soliditet	-0.168**	-0.071	-0.019	-0.040	0.056	-0.033	-0.029	0.020	-0.087	0.031	-0.026	0.027	0.022	0.073	-0.009	-0.010	-0.113*	-0.182***	-0.191***	-0.094	-0.100	-0.109	-0.028	-0.068	-0.043	1			
27. Komplexitet	-0.051	0.058	0.108	-0.015	0.086	0.090	0.052	-0.067	-0.056	0.100	-0.092	-0.092	-0.033	-0.106	-0.031	-0.049	-0.050	-0.010	-0.083	-0.196***	-0.084	-0.021	-0.086	0.068	-0.053	0.060	1		
28. Ersutskott	0.325***	0.283***	0.238***	0.236***	0.090	0.110*	-0.119*	-0.086	-0.026	0.126*	0.093	0.048	-0.092	-0.198***	-0.153**	-0.238***	0.162**	0.161**	0.048	0.319***	0.051	0.133**	0.291***	-0.059	-0.005	-0.040	-0.060	1	
29. ByttVD	0.025	-0.173***	-0.024	-0.098	0.032	0.049	-0.085	0.050	0.000	-0.020	0.045	-0.020	0.037	-0.003	-0.012	-0.103	-0.155**	0.051	-0.187***	0.012	-0.199***	0.027	-0.089	-0.236***	-0.009	0.162**	0.050	-0.006	1

*** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
 ** Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).
 * Correlation is significant at the 0.10 level (2-tailed).