

Kompensationskontrakt för ledningsgrupper i svenska börsnoterade företag

I denna explorativa studie testar Eva M Meyerson två kontrakts-teoretiska hypoteser på ett icke slumpmässigt urval av 123 företagsledares kompensationskontrakt i svenska börsnoterade företag. Resultaten visar att ju mer utfallsrelaterad lönen är, desto högre är den totala kompensationen. Vidare framkommer att starkare ägarkoncentration ger företagsledare kompensationskontrakt med mindre andel bonuslön jämfört med kollegerna i spritt ägda företag.

En företagsledning är central för företagets framgång. Toppchefers handlingar fortplantas och förstärks i de olika hierarkiska nivåerna eftersom de påverkar produktiviteten för alla som arbetar under dem i organisationen. Utformningen av ledningsgruppers belöningsystem är därför av stor betydelse för företaget. Kompensationen har inte bara konsekvenser för individuella chefer och aktieägares välfärd utan även för hela samhällets effektivitet eftersom den visar vilka insatser som belönas och vilka som bestraffas. Kompensationssystem ger en indikation på hur ledningskompetensen allokeras, det vill säga vilken typ av individuell tålang som belönas.

Om chefers ersättningar vet vi förhållandevis litet. Detaljerad information om toppchefers kompensationskontrakt saknas såväl i Sverige som utomlands. I den ekonomiska kontraktslitteraturen finns modeller som beskriver hur kompensationskontrakt bör skrivas men dessa mo-

dellers empiriska relevans har sällan testats. I denna artikel redogörs för ett unikt datamaterial om kompensationskontrakt i svenska börsföretags ledningsgrupper. Följande frågor besvaras:

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

Studien är explorativ och baseras på ett datamaterial som består av ett urval av 28 börsnoterade företag som under 1985 konfronterades med starka negativa signaler från aktiemarknaden. I dessa företag intervjuades 123 medlemmar av ledningsgrupperna om bland annat anställningskontrakt för året 1985.

Artikeln är uppdelad i fyra avsnitt. I det första avsnittet redovisas relevanta delar av den teoretiska diskussionen kring kompensationskontrakt och från dessa härleds två hypoteser. I det andra avsnittet beskrivs kompensationskontraktens utformning och innehåll utifrån det empiriska materialet. I det tredje avsnittet testas de två hypoteserna. Slutligen sammanfattas och diskuteras resultaten.

Fil dr EVA M MEYERSON är verksam vid Industriens utredningsinstitut, Stockholm.

Kontrakt och ofullständig information

Karaktäristiskt för ett modernt företag är uppdelningen av ägande och kontroll. Detta ger upphov till två kontraktproblem.¹ Det första problemet är svårigheten att kontrollera att den verkställande chefen gör det han eller hon är tillsatt att göra; givet den information och de möjligheter som finns fattar chefen de rimliga besluten? Det andra problemet är att ägares attityd till risk i allmänhet skiljer sig från den verkställande chefens. Detta kan innebära att chefen fattar beslut om investeringsprojekt med lägre förväntad avkastning än vad som ligger i ägarnas intressen.² Det första problemet har med ägarens brist på information att göra och det andra har med skillnader i preferenser att göra. Jag kommer fortsättningsvis att belysa det första problemet.

Ett sätt att analysera kontraktssituationer återfinns i den sk *principal agency*-litteraturen.³ Principalen, ägaren, anställer en agent, den verkställande chefen, för att koordinera och driva en verksamhet. Agentens kompensation utgörs vanligtvis av en fast lön vilken ofta kompletteras av någon rörlig ersättning som kan vara knuten till exempelvis vinst eller försäljning. Den senare kompensationstypen kallas här utfallsrelaterad lön.⁴

Ägaren kan genom att låta företagsledarens belöning bero på utfallet få dennes incitament att närma sig ägarens. Utfallet som lönen beror av påverkas inte bara av individens handlingar och ansträngning utan också av slumpfaktorer eller faktorer utanför den enskilda chefens kontroll. Eftersom företagsledaren antas vara riskovillig, dvs undviker alltför stor variation i framtida inkomster, så måste denne kompenseras med en högre förväntad lön för den ökade risk ett sådant arrangemang innebär jämfört med om företagsledaren hade erhållit en fast lön. En kontraktsteoretisk tes kan därmed formuleras:

Hypotes 1. Ju större andel utfallsrelaterade lön en chef har, desto mer kommer hon att kompenseras i termer av en högre förväntad lön.

Uppdelningen av ägande och kontroll innebär att ägarna har anledning att övervaka företagsledningens ansträngning. Men om ägarna skall granska ledningens arbete in i minsta detalj kan de lika gärna driva företaget själva. Övervakning kostar och möjligheterna att observera handlingar och ansträngning varierar. Vidare skiljer sig ägare åt i sitt intresse av att övervaka cheferna. Om en enskild aktieägare investerar i att övervaka ledningen kommer denna information kostnadsfritt de andra ägarna tillgodo. Denna *free rider*-effekt gör att ägare med små aktieinnehav har svaga incitament att investera i övervakning. I ett företag med mycket

¹ Anställningskontrakt kan vara explicita, vilket innebär att förväntningarna om parternas prestationer är klart och tydligt formulerade. Kontrakt kan också vara implicita vilket innebär att parterna har en gemensam uppfattning om och förväntning på varandras bidrag, men att dessa uppfattningar är outtalade (se Milgrom & Roberts [1992, s 132] för en diskussion).

² Chefers riskbenägenhet kan påverkas av ägarstrukturen. Se Meyerson & Lang [1993].

³ Det finns andra typer av mekanismer för upprätthållandet av överenskommelser än formella kontrakt, såsom "corporate culture", "closure" eller ömsesidig social kontroll (Coleman [1992]), "calculative trust" (Williamson [1992]) och moralkoder som leder till att implicita kontrakt inte bryts eller att explicita kontrakt inte sägs upp eller omförhandlas.

⁴ Det finns i forskningslitteraturen olika teoretiska modeller för uppläggning av incitamentskontrakt, se framförallt en god översikt i Milgrom & Roberts [1992]. Vidare finns forskning om konsekvenser av olika typer av kontrakt för arbetsmotivation bl a i Kandel & Lazear [1992], Petersen [1992] och för möjligheten att göra privat information till gemensam exempelvis i Arnott & Stiglitz [1991].

koncentrerat ägande tillgodogör sig huvudägaren en stor del av den värdeökning som är resultatet av en noggrannare övervakning. Detta är egentligen Hirschmans [1970] *exit-voice*-argument, som innebär att ägare med stora aktieinnehav har incitament att påverka en företagsledning medan ägare med små innehav tjänar på att rösta med fötterna och att omplacera sitt kapital. Slutsatsen blir att vi kan förvänta oss mer övervakning i företag med koncentrerat ägande.

I ägarkoncentrerade företag ökar alltså precisionen i bedömningen av företagsledningens ansträngningar och följaktligen skulle behovet av utfallsrelaterad lön kunna vara mindre vid koncentrerat ägande. Ökad övervakning och incitamentskontrakt kan således vara substitut. Hypotes 2 kan därför formuleras på följande sätt:

Hypotes 2. Chefer i företag med koncentrerat ägande förväntas ha en mindre andel utfallsrelaterad lön än chefer i företag med spritt ägande.

Kompensationssystem i svenska borsnoterade foretag 1985

Detaljerad information om chefers kompensationskontrakt är sällsynt i forskningen. Känslig information om exempelvis sociala kontakter i arbetet och toppcheferers löner kan synas svårt att erhålla. Föreliggande material visar att chefer som tillhör ledningsgrupper ändå kan vara villiga att berätta om sina lönevillkor och lönesystem (se Meyerson [1992, 1994, 1995] för en mer uttömmande beskrivning).

Eftersom tillgången på individdata om chefers kompensationskontrakt är begränsad har jag valt att använda en databas som redan existerar och som ursprungligen sammanställdes för att studera hur snabbt företag reagerade på en krissignal på aktiemarknaden. Redan etablerade kontakter med ledningsgrupperna har gjort det lättare att erhålla yt-

terligare information om känsliga förhållanden såsom kompensationskontrakt.

Ur populationen svenska borsnoterade foretag som existerade på marknaden 1980 och 1985 valdes 32 foretag med det starkast negativa värdet på prestationsmättet *abnormal return*.⁵

De utvalda företagen kan karaktäriseras med avseende på ägarstruktur, storlek och prestation. Urvalet avspeglar populationen borsnoterade foretag 1985 med avseende på de två första aspekterna. Urvalet ger upphov till en selektionsbias vad avser prestation eftersom det baseras på foretag som presterade relativt sämre än andra foretag på borsen. Resultaten bör således tolkas mot bakgrund av samplets specificitet: borsnoterade foretag som under 1985 konfronterades med en krissignal, en negativ *abnormal return*. I den första intervjuomgången medverkade 29 företagsledningar som besvarade frågor om humankapital och socialt kapital (sociala nätverk). I den andra omgången, som berörde kompensationskontrakt valde en företagsledning att avstå. I denna studie ingår således 28 foretag.⁶

Informationen om kompensationskontrakt som tex optionsavtal, fast inkomst, utfallsrelaterade belöningar samt fallskärmsavtal och arvoderade styrelseupp-

⁵ *Abnormal return* definieras som skillnaden mellan den faktiska och den förväntade avkastningen på en aktie. Den förväntade avkastningen är linjärt relaterad till den förväntade avkastningen på en så kallad marknadsportfölj. Styrkan i detta samband beror på aktiens grad av samvariation med marknadsportföljen.

⁶ Bortfallet av fyra foretag beror i två fall på att ledningsgrupperna bestod av endast två personer, vilket är för litet för rimliga gruppanalyser, och i två fall på att ledningsgrupperna avböjde att medverka. Av 147 ledningsgruppsmedlemmar i ursprungsurvalet är 123 medlemmar med i suburvalet. Av de 28 företagsledningarna ingår VD i 20. Av resterande 8 VD:ar har tre avlidit och fem avböjt att medverka.

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

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

^a Ägarkoncentrationen mäts med koncentrationsmättet *concentration ratio* (CR) som i föreliggande fall mäter andelen röster hos den största ägaren.

^b Vid uppdelningen mellan spritt och koncentrerat ägande används den genomsnittliga ägarkoncentrationen vars brytpunkt är 47,56%.

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

Tabell 2 Genomsnittligt värde av bonus vid olika ägarkoncentrationer (CR) uppdelat på VD och ledningsgruppsmedlemmar exklusive VD (TEAM).

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

^a Ägarkoncentrationens brytpunkt ges av den genomsnittliga ägarkoncentrationen på 47,56%.

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

drag har framkommit genom personliga intervjuer.⁷

Fast lön

Den fasta lönen utgör den huvudsakliga ekonomiska kompensationen för ledningsgruppsmedlemmarna i urvalet. Alla utom två personer hade 1985 fast lön. De fasta lönerna i urvalet varierar från 200 000 till 1 840 050 med ett genomsnitt på 767 525 kronor per år. För ledningsgruppen i övrigt ligger den fasta lönen i intervallet 140 000 till 2 400 000 med ett medelvärde på 484 886 kronor per år. Vidare visar uppdelningen på ägarstruktur i *Tabell 1* att den genomsnittliga fasta lönenivån är högre i spritt ägda företag än i koncentrerat ägda företag.

Utfallsrelaterad lön

Av 123 ledningsgruppsmedlemmar har 32 personer bonus. En årlig bonusplan kan

vara konstruerad på många olika sätt. Den kan vara relaterad till en explicit regel som procent av avkastning på kapital exempelvis eget kapital eller sysselsatt kapital men kan även regleras helt godtyckligt av arbetsgivaren. Värt att notera är att varken procent av omsättning eller prestationsmätt som relateras till branschens genomsnittliga vinst eller generalindex förekommer.

I *Tabell 2* visas att nivån på bonus är högre i spritt ägda företag jämfört med koncentrerat ägda företag. Den genom-

⁷ Vidare har information om företagsledarnas humankapital (utbildning och yrkeshistoria) samt demografiska data samlats in. Medlemmarnas sociala kapital (kontaktstrukturer inom ledningsgruppen och utanför företaget) ingår också i datamaterialet (se Meyerson [1995]).

Tabell 3 Avkastningen på värdepapper i förhållande till total inkomst hos ledningsgruppen i spritt ägda företag.

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

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

Tabell 4 Avkastningen på värdepapper i förhållande till total inkomst hos ledningsgruppen i företag med koncentrerat ägande.

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

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

snittliga andelen bonus av summan fast lön och bonus är 33 procent ($n=32$) för hela ledningsgruppen men 30 procent ($n=27$) för ledningsgruppen exklusive VD. För VD är andelen bonus 48 procent ($n=5$).

Av de 109 personer som ägde aktier hade 43 personer mer än 50 procent av sin portfölj i företagets aktier. Nio personer hade företagsoptioner och 22 personer konvertibler. I *Tabell 3* och *Tabell 4* visas avkastningen på värdepapper i förhållande till total inkomst. Avkastningen på värdepapper är schablonmässigt beräknad som 10 procent av värdepapprets värde. Total inkomst beräknas på fast lön, bonus samt avkastning på företagsoptioner, konvertibler och företagsaktier.

Chefer i spritt ägda företag har i genomsnitt 68 procent av sina aktier i det egna företaget medan andelen företags-

aktier är 75 procent för chefer i ägarkoncentrerade företag. I *Tabell 3* och *Tabell 4* framkommer vidare att ledningsgruppsmedlemmar i spritt ägda företag, exklusive VD, sprider sina risker så att aktieportföljen är diversifierad. Den består i huvudsak av andra aktier än aktier i det företag där medlemmarna får lön. Situationen är något annorlunda i företag med koncentrerat ägande där ledningsgrupperna tenderar att ha en mer odiversifierad aktieportfölj. Samma förhållande gäller om vi jämför verkställande direktörers olika riskstrategier i företag med olika ägarkoncentration, även om tendensen inte är lika utpräglad som för de övriga medlemmarna.

Avkastningen på företagsaktier som andel av total kompensation, det vill säga bonus, styrelsearvode, fast lön och avkastning på företagsaktieportföljen, är 13

Tabell 5 Antal avgångsvederlag och fallskärmsavtal uppdelat på ägarkoncentration och befattningskategori.

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

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

procent ($n=90$).⁸ För ledningsgruppen exklusive VD är den 12 procent ($n=72$) och för VD 16 procent ($n=18$).

Förmåner

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

Ett fåtal chefer i ledningsgrupper hade fallskärmsavtal 1985. I ägarkoncentrerade företag hade 13 procent fallskärmar medan 8 procent hade fallskärmar i spritt ägda företag (se *Tabell 5*).

En sammanfattande bild av fördelningen av kompensationsslag för hela undersökningsgruppen visas i *Figur 1*. Av den totala kompensationen i undersökningsgruppen utgör 47,5 procent fast lön, 25,7 procent avkastning från företagsaktier och 20,5 procent bonus. Av 123 chefspersoner hade 121 fast lön, 32 personer

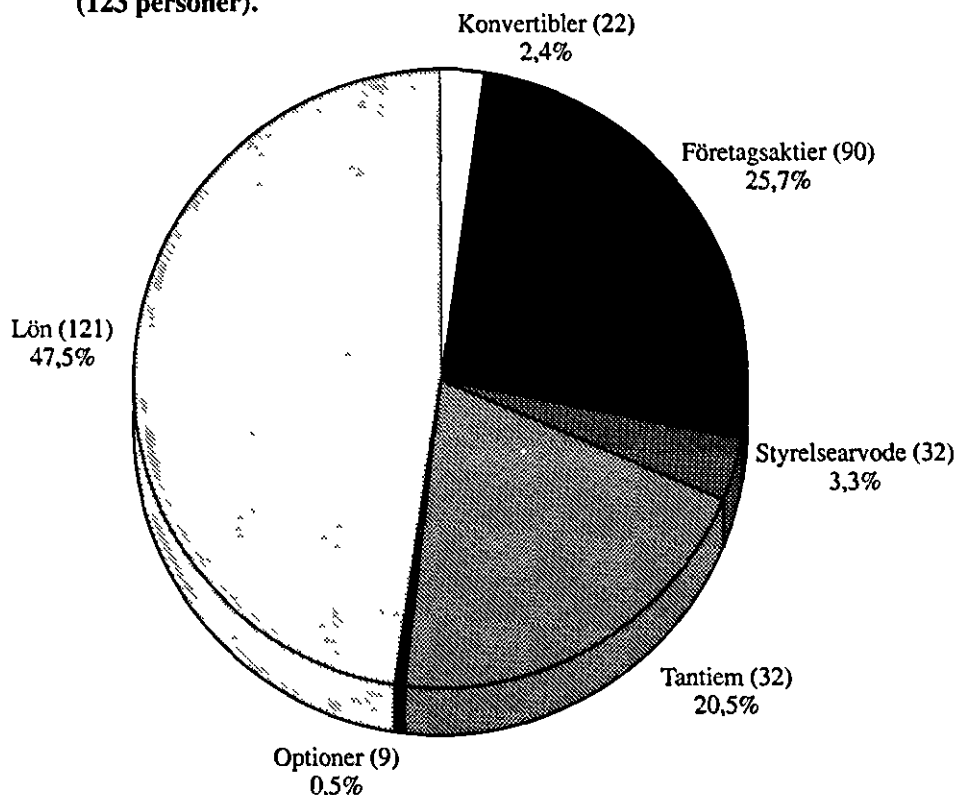
hade bonus och 90 personer hade företagsaktier.

Bestämningsfaktorer för kompensationssystem

De kontraktsteoretiska hypoteserna har testats med regressionsanalys, och visar sig till övervägande del få stöd i det empiriska materialet. Ju större andel utfallsrelaterad lön en chef har desto mer kompenseras hon eller han i termer av en högre lön. Företagsstorlek, ägarstruktur och selektionsvariabeln *abnormal return* utgör kontrollvariabler i analysen. Även den andra hypotesen får stöd. En större andel utfallsrelaterad lön, i form av bonus, finns i spritt ägda företag jämfört med företag med koncentrerat ägande. Information om chefers ansträngning leder således till en mindre andel utfallsrelaterad lön i form av bonusavtal. Den empiriska analysen stöder tesen att övervakning och riskövervältring, i form av bonuslön, är substitut. Kontrollvariabler i denna analys är företagsstorlek, lednings-

⁸ Resultat baserade på avkastning på företagsaktier bör beaktas med försiktighet eftersom det är oklart i vilken utsträckning innehavet är en följd av belöningsambitioner från ägarnas sida. Det var vanligt att erbjuda chefer förmånliga lån i samband med köp av företagets aktier under 1980-talet.

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



gruppsstorlek och selektionsvariabeln *abnormal return*. Den empiriska analysen visar också att koncentrerat ägande leder till att kompensationsnivåerna är lägre än för dem som arbetar i företag med spritt ägande med avseende på bonus, fast lön samt förmåner såsom styrelsearvoden.

Sammanfattning och diskussion

En majoritet av de 123 intervjuade medlemmarna i ledningsgrupper 1985 hade fast lön, därutöver hade 26 procent bonus och 88 procent företagsaktier. En VD hade i genomsnitt 767 525 kronor i fast lön medan en ledningsgruppsmedlem som inte var VD hade en fast lön på i genomsnitt 485 886 kronor. För de 32 personer som hade bonus var medelvärdet 869 750 kronor med en spridning mellan 12 000 och 20 miljoner kronor. Fallskärmsavtal

visade sig vara ovanliga 1985. Av de 54 personer som överhuvudtaget hade någon form av avgångsvederlag befanns 25 procent ha fallskärmsavtal. Vidare visar resultaten att 8 procent hade fallskärmsavtal i spritt ägda företag medan andelen var 10 procent i koncentrerat ägda företag.

De två hypoteserna erhåller empiriskt stöd. Stor andel riskövervältring kompenseras med en hög total lön. Ägare med starka incitament att övervaka chefs ansträngning och handlingar är benägna att välja en mindre andel bonuslön.

De empiriska analyserna visar att ägarstrukturen påverkar *sammansättningen* av kompensationen i de studerade företagen och därmed nivån. Chefer i spritt ägda företag erhöll höga nivåer av de olika kompensationstyperna – bonus, optioner, konvertibler, styrelsearvoden och fast lön – jämfört med kollegerna i ägar-

koncentrerade företag. Men analysen visar också att chefer i de senare företagen, erhöll en större andel företagsaktier än chefer i spritt ägda företag. En intressant forskningsfråga, som *principal-agent*-litteraturen inte ger någon fingervisning om, är vilken typ av utfallsrelaterad lön, exempelvis syntetiska optioner, aktietilldelning eller bonus, som är den mest ändamålsenliga i företag med olika ägar-konstellationer.

Referenser

- Arnott, R & Stiglitz, J E, [1991], "Moral Hazard and Nonmarket Institutions: Dysfunctional Crowding Out or Peer Monitoring?", *American Economic Review*, vol 81, s 179–190.
- Coleman, J S, [1992], *Foundation of Social Theory*, Belknap Harvard, Cambridge.
- Hirschman, A O, [1970], *Exit, Voice and Loyalty*, Harvard University Press, Cambridge.
- Kandel, E & Lazear, E P, [1992], "Peer Pressure and Partnerships", *Journal of Political Economy*, vol 100(4), s 801–817.
- Meyerson, E M, [1992], *The Impact of Ownership Structure and Executive Team Composition on Firm Performance. The Resolution of a Leadership Paradox*, doktorsavhandling, Sociologiska institutionen, Stockholms universitet.
- Meyerson, E M, [1994], *Kompensationskontrakt i börsnoterade företag. En studie av ledningsgruppsmedlemmars inkomster och förmåner under 80-talet*, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm.
- Meyerson, E M, [1995], "Social Capital, Human Capital and Compensation. An Explorative Analysis of the Determinants for Management Compensation". Publiceras i *ACTA sociologica* i mars 1995.
- Meyerson, E M & Lang, H, [1993], "Ownership Structure and CEO Risk Behavior", Working Paper 396/1993, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm.
- Milgrom, P & Roberts, J, [1992], *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall International, New Jersey.
- Petersen, T, [1992], "Individual, Collective, and Systems Rationality in Work Groups: Dilemmas and Nonmarket Solutions", *Ra-*

tionalty and Society, vol 4, no 3, s 469–510.

Williamson, O E, [1992], "Calculativeness, Trust, And Economic Organization", Working Paper OBIR-59, University of California at Berkeley, Walter A Haas School of Business.