



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Ersättningsnivåer

– En studie av fast och rörlig lön till verkställande direktörer i svenska börsnoterade företag åren 2001 till 2005

Kandidatuppsats i Företagsekonomi
Industriell och Finansiell Ekonomi
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2009

Handledare:

Martin HOLMÉN

Författare:

Anders ELVINSSON

Niklas ENGSTRÖM

Förord

Det pågår en ständig debatt kring bonusar även om den har varierande intensitet. De senaste åren, i samband med den globala finanskrisen, har ämnet åter blossat upp på tidningarnas förstasidor. Hur höga ersättningar de verkställande direktörerna i svenska börsbolag faktiskt erhåller samt vad som påverkar dessa är frågor som denna uppsats ämnar besvara.

I strävan att besvara vår problemställning har vi fått god hjälp av vår handledare Martin Holmén, Professor på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet. Till honom vill vi rikta ett stort tack!

Göteborg den 26 januari 2010

Anders Elvinsson

Niklas Engström

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Industriell och Finansiell Ekonomi, Kandidatuppsats, HT 2009

Titel: Ersättningsnivåer – En studie av fast och rörlig lön till verkställande direktörer i svenska börsnoterade företag åren 2001 till 2005

Författare: Anders Elvinsson och Niklas Engström

Handledare: Professor Martin Holmén

Bakgrund och problem: Huruvida företagsledningarnas löner är rimliga råder det delade meningar om. De senaste åren har det debatteras flitigt om den rörliga lönen, bonusens, omfattning. Men hur höga är egentligen ersättningarna? Media fokuserar främst på de allra högsta ersättningarna vilket riskerar att ge en snedvriden bild av incitamentsdrivande lönestrukturer.

Syfte: Syftet med uppsatsen är att ge en övergripande bild av löne- och bonusnivåer för verkställande direktörer i ett stort slumpmässigt urval av svenska börsnoterade företag mellan åren 2001-2005. Vidare kommer ett flertal olika företagsspecifika faktorer påverka på löne- och bonusnivåer att analyseras med hjälp av ett antal hypoteser.

Avgränsningar: Den bonus som behandlas i arbetet är rörlig kontant bonus. Endast fullständiga räkenskapsår är behandlade, de företag som noterats eller avnoterats under ett räkenskapsår faller bort. För år 2001 saknas uppgifter om fast och rörlig lön och för år 2002 saknas uppgifter om styrelsens sammansättning. Makroekonomiska variabler har ej behandlats i denna uppsats.

Metod: Uppsatsen grundar sig på en kvantitativ ansats där data insamlats från årsredovisningar, Datastream och Sundqvist et al (2001-2005). Olika variabelers påverkan på ersättningsnivåer undersöks med hjälp av statistiska test i form av konfidensintervall, korrelation och regressionsmodeller. Branschindelning åstadkoms genom en mindre modifiering av Dagens Industris uppdelning.

Resultat och slutsats: Trender kan skönjas under den studerade tidsperioden mot högre löner, fler VD:ar som erhåller rörlig ersättning och en större andel av ersättningen som är rörlig. För att maximera din lön som VD bör du arbeta i ett företag som: 1) har ett högt börsvärde, 2) har hög omsättning, 3) har positivt EBIT, 4) karakteriseras av hög volatilitet och en låg högsta röstandel. När du väl är VD i ett lämpligt företag försök: 1) öka EBIT, 2) öka omsättningen. Vilken bransch företaget tillhör spelar mindre roll för totalersättningen.

Abstract

Thesis in Business and Administration, School of Business, Economics and Law at the University of Gothenburg, Industrial and Financial Management, Bachelor Thesis, Autumn Term 2009

Title: Compensation levels – A study of fixed and variable pay to executives in Swedish companies listed on the Stockholm stock exchange during 2001 to 2005

Authors: Anders Elvinsson and Niklas Engström

Tutor: Professor Martin Holmén

Background and problem: Whether or not the pay to executives is fair is widely debated. During the last years especially the variable pay has been in the spotlight. But at what levels are the compensations really at? Media's focus is mainly on the absolute highest compensations which may result in a skew view on pay-for-performance incentives.

Purpose: The purpose of this thesis is to establish the levels of compensation to executives in a wide range of randomly selected companies listed on the Stockholm stock exchange during the years 2001 to 2005. Furthermore, the impact of a set of firm specific variables on compensation levels will be analyzed with basis in several hypothesis.

Delimitations: The variable pay considered in this thesis will only be variable cash bonuses. Only complete financial years will be treated, companies listed or delisted during a financial year will be excluded. Information regarding fixed and variable pay is missing for year 2001 and information regarding the board of directors is missing for year 2002. Macroeconomic variables will not be considered.

Method: The basis of this thesis is a quantitative study where data has been acquired from annual reports, Datastream and Sundqvist et al (2001-2005). The impact of a set of firm specific variables on compensation levels has been analyzed with three statistical tests; confidence intervals, correlation and regression models. The classification of industries has been accomplished through a minor modification of the classification made by Dagens Industri.

Results and conclusions: Trends can be seen during the studied period towards higher compensations, more CEO's that receive variable pay and a larger part of the compensation that is variable. To maximize your salary as a CEO you should work in a firm which: 1) has a high stock market value, 2) has a high turnover, 3) has a positive EBIT, 4) is characterized by a high volatility and a low largest share of votes. As CEO you should try to: 1) increase EBIT, 2) increase turnover. The industry of the firm is less important.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problembeskrivning	2
1.3 Syfte	2
1.4 Avgränsning	2
2 Teori och hypoteser	4
2.1 Principal-agent problematik	4
2.2 Ersättningsformer	4
2.3 Positiva röster om incitamentsbaserad ersättning till VD:s	4
2.4 Negativa röster om incitamentsbaserad ersättning till VD:s	5
2.4.1 Ersättningstrukturen är bristfällig	5
2.4.2 Det finns mer än monetära drivkrafter	6
2.5 Ägarstruktur och ersättning	6
2.6 Styrelsekrafter och ersättning	7
2.7 Risk i form av volatilitet och ersättning	7
2.8 Hypoteser baserade på teorin	7
3. Metoder och metodval	9
3.1 Datakällor	9
3.2 Indelningar	9
3.2.1 Börsvärde	9
3.2.2 Bransch	9
3.2.3 Stora enskilda röstandelsägare	10
3.2.4 Utländska medborgare i företagens styrelser	11
3.2.5 Volatilitet	11
3.3 Variabler	11
3.3.1 Ersättningens andel av EBIT	11
3.3.2 Ersättningens andel av börsvärdes förändring	12
3.4 Statistiska test	13
3.4.1 Konfidensintervall	13
3.4.2 Korrelation	14
3.4.3 Regression	14
4. Empiriskt resultat och analys	16

4.1	Övergripande analyser	16
4.2	Ersättningens andel av EBIT	20
4.3	Ersättningens andel av bolagets värdeförändring	23
4.4	Stora enskilda röstandelsägare	27
4.5	Utlänningar i styrelsen	28
4.6	Volatilitet	30
4.7	Korrelation.....	31
4.8	Regression	32
4.8.1	Total ersättning	32
4.8.2	Fast ersättning.....	33
4.8.3	Bonus.....	34
4.8.4	Δ Ersättning	35
5.	Diskussion	38
6.	Slutsatser	41
7.	Referenser	42
7.1	Böcker.....	42
7.2	Vetenskapliga artiklar.....	42
7.3	Andra publikationer.....	43
7.4	Internet.....	43
A.	Bilagor	44
A.1.	Ersättningsnivåer för hela marknaden samt uppdelade branschvis.....	44
A.2.	Börsvärdets påverkan på ersättningsnivån.....	48

1. Inledning

1.1 Bakgrund

De senaste århundradenas ekonomiska utveckling har bidragit till att företag har givits möjlighet att expandera både när det gäller storlek och den potentiella marknaden för dess produkter. Företag med endast en eller ett fåtal ägare har vuxit till multinationella koncerner med aktieägare i världens alla hörn. Denna successiva förändring har gått hand i hand med att ägare av företag i många fall skilts från styrande positioner. Således är det av största vikt att ägarna tillsätter en kompetent ledningsgrupp då kontrollen av företaget till allt större del läggs i dess händer (Söderström et al, 2003).

Toppskiktet av chefer inom företaget är inte längre dess ägare varvid ett principal-agent problem uppstår. Vid beslut angående ersättning till anställda på ledningspositioner såsom en VD måste ett flertal variabler tas i beaktande. En av dessa är hur observerbara den anställdes handlingar är för dennes chef eller i VD:ns fall, styrelsen, som indirekt representerar ägarna. På grund av att principalen, ägarna, nu endast i olika grad kan övervaka agentens handlingar så uppstår asymmetrisk information vilket kan leda till "moral hazard" från agentens sida. För att undvika detta så motiveras agenten med en rörlig prestationsbaserad lön, utöver grundlönen, att agera i enlighet med de riktlinjer som principalen ställt upp. Det är alltså endast resultatet av agentens handlingar som är observerbart och inte de handlingar han vidtagit för att uppnå detta (Holmström, 1979).

Om företagsledarnas löner är för höga eller till och med för låga råder det delade meningar. Kaplan (2007) menar att lönenivåerna i USA i hög grad är kopplade till prestation och att de inte ökat mer än för andra höglönlade yrken. Bebchuk och Fried (2003) menar dock att ersättningen inte bara fungerar som en lösning till principal-agent problemet utan också är en del av problemet. VD:n har i många fall en möjlighet att på olika sätt påverka storlek och utformning av sig egen ersättning, vilket medför kostnader för aktieägarna.

Även i Sverige går åsikterna isär. Enligt Oxelheim et al (2008) och Waldenström (2009) beror bonusen i allt för hög grad på konjunktursvängningar och andra yttre faktorer som VD:n inte har möjlighet att påverka. Vidare konstaterar Waldenström att dagens bonussystem premierar kortsiktigt vinstmaximerande och att transparensen till aktieägarna är bristfällig. En något annorlunda bild av lönenivåerna presenteras av Hallvarsson och Halvarsson (2009). De visar i en nyligen presenterad studie att VD-ersättningen i 23 av de största Svenska företagen i snitt endast motsvarande en tredjedel av jämförbara europeiska företags under perioden 2006 till 2008.

Något som dock är ännu mer omdiskuterat är själva ersättningsstrukturen. Hallvarsson och Halvarsson (2009) konstaterar att fördelningen av ersättningen mellan fast och rörlig lön uppvisar avsevärda skillnader. I Sverige utgjorde den fasta andelen av den totala ersättningen mer än två tredjedelar medan ett omvänt förhållande rådde i övriga Europa där mindre än en tredjedel av den totala lönen utgjordes av fast lön. Som kontrast till detta hävdar Osterloh och Frey (2002) att rörlig lön främst lämpar sig för enklare jobb där resultatet är enkelt mätbart och kan härledas till en persons arbete. En rörlig lön kan i själva verket förminska den verkliga motivationen att göra ett bra jobb, som till exempel prestige och pliktkänsla.

1.2 Problembeskrivning

Kunskapen om löners och bonusars omfattning och syfte är hos allmänheten i många fall bristfällig. Media fokuserar främst på de allra högsta bonusarna och felaktiga utbetalningar vilket gör att debatten kretsar kring bonusars vara eller icke vara. Denna löpsedelsjournalistik flyttar fokus från de ledningspersoner som gör ett bra jobb och drar alla över en kam. Bonusar, fallskärmar och pensionsavtal blandas också ofta ihop i medias rapportering vilket ytterligare förstärker en snedvriden bild av incitamentsdrivande ersättningar. Enligt många experter på området leder denna typ av ersättning till positiva effekter för aktieägarna, men andra hävdar att de i allt för hög grad är kopplade till makroekonomiska variabler och inte prestation.

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att ge en klar bild av löne- och bonusnivåer för verkställande direktörer i ett stort slumpmässigt urval av svenska börsnoterade företag mellan åren 2001-2005. Vidare kommer ett flertal olika faktorer påverkan på löne- och bonusnivåer att analyseras.

1.4 Avgränsning

Uppsatsen baseras på sekundärdata som behandlar fast och rörlig lön till direktörer i svenska bolag noterade på Stockholmsbörsen under perioden 2001 till 2005. Den stora mängden slumpmässigt utvalda data, cirka 80 procent av alla börsnoterade företag under den aktuella perioden, ger en god spegling av hela marknaden varvid ytterligare informationsinhämtning ej är av intresse. Endast fullständiga räkenskapsår är behandlade, de företag som noterats eller avnoterats under ett räkenskapsår faller således bort. För år 2001 saknas uppgifter för fast och rörlig lön. För år 2002 saknas uppgifter om styrelsens sammansättning.

Den bonus som behandlas i arbetet kommer endast vara rörlig kontant bonus. Önskan var vid uppsatsens start att även behandla aktier och optioner men informationen kring dessa var problematisk att insamla. Dessutom uppstår problem med värderingen då oftast endast antalet aktier/optioner finns angivet och inte specifikationer kring dessa. Möjligheten att framställa

primärdata ansågs för tidskrävande. Värt att notera är också att enligt Bryan, Nash och Patel (2006) var omfattningen av optioner ytterst begränsad i Sverige mellan 1996-2004.

Enligt ett flertal publikationer så påverkas en VD:s lön till stor del av makroekonomiska variabler. Dessa har ej behandlats i denna uppsats utan fokus ligger på företagsspecifika variabler.

2 Teori och hypoteser

Syftet med teoriavsnittet är att kort presentera begrepp och teorier som är aktuella för diskussionen kring arbetets analyser. För mer utförliga beskrivningar hänvisas läsaren till de nämnda publikationerna.

2.1 Principal-agent problematik

Principal-agent teorin presenterades först av Jensen och Meckling (1976) men har behandlats i ett flertal publikationer sedan dess, till exempel Holmström (1979) och Copeland, Weston och Shastri (2005). Teorin bygger på att när ägande och kontroll skiljs i ett företag – när till exempel ägarna av ett företag anställer en VD – kan det uppstå agentproblem. Agenten antas agera för att maximera sin egen nytta och agentproblemen uppstår på grund av att det råder asymmetrisk information, principalen har inte full information av vad agenten gör utan kan endast observera resultatet av agentens agerande. För att minska denna risk kan principalen göra två saker. Principalen kan försöka minska asymmetrin i informationen genom att kontrollera agenten mer noggrant och/eller utforma ersättningsystem med en rörlig prestationsbaserad del för att ge agenten incitament att agera i principalens intresse.

2.2 Ersättningsformer

Det finns fyra olika former av ersättning som ett företag kan ge sina anställda. Den första formen är fast grundlön vilket i princip alla anställda oavsett yrke har. Den andra är rörlig lön och förmåner. Tredje och fjärde formen är pensionsförmåner samt avgångsvederlag. För att rörlig lön ska betalas ut till den anställde så ställer oftast styrelsen krav på att företaget skall redovisa ett positivt resultat eller en tillväxt. Den rörliga lönen kan förutom att betalas ut kontant även ges i form av till exempel aktier i företaget eller köpoptioner vilka oftast har ett antal års löptid. Denna typ av ersättning har som syfte att motivera den anställde att prestera, bidra till att öka företagets värde, under hela den period, vanligtvis 3 till 6 år, inom vilken aktien ej får säljas eller inom optionens löptid. Incitamentsprogram med långsiktig inriktning är främst tillämpade inom toppskiktet av företagens hierarkier (Sevenius, 2007).

2.3 Positiva röster om incitamentsbaserad ersättning till VD:s

I en publikation från 2007 behandlar Kaplan två stycken kritiska påståenden som riktas mot styrning av börsnoterade bolag på den amerikanska marknaden. De är: (1) VD:ar är överbetalda och (2) VD:ar ersätts inte efter prestation. Angående det första påståendet som Kaplan tar upp så visar hans forskning att löneökningen för liknande yrkeskategorier, som han beskriver med orden "talented and fortunate groups", såsom advokater, hedgefond managers och sportstjärnor har ökat generellt mer än de ersättningar som VD:ar kunnat kvittera ut. Vad gäller det andra påståendet så har Kaplan tillsammans med Rauh gjort statistiska undersökningar där de delat upp VD:ar efter hur mycket de

tjänat. En 10-procentig topp samt botten decil har konstruerats. De företag som återfanns i den övre toppdecilen visade sig i snitt ha 90 procent högre aktieavkastning på kapitalet än övriga branschen medan företagen i den undre decilen presterade i snitt 40 procent sämre än övriga marknaden. Jensen och Murphy (1990) konstaterar i en studie rörande prestationsbaserad ersättning att det finns ett signifikant samband mellan förändringen av aktieägarens välbefinnande och förändringen av VD:ns välbefinnande, som baseras på mottagen ersättning. Sambandet är dock avtagande under den studerade tidsperioden 1974-1986.

2.4 Negativa röster om incitamentsbaserad ersättning till VD:s

Kritikerna mot dagens använda ersättningsstrukturer är långt ifrån ense. Merparten menar att de endast är felkonstruerade – att tanken bakom håller men att strukturen går att förbättra. Andra hävdar att själva grundtanken med monetära incitament som enda drivkraft är ofullständig.

2.4.1 Ersättningsstrukturen är bristfällig

En grundtanke med ersättningen till en VD är att den i viss mån ska spegla VD:ns prestation, men enligt Oxelheim et al (2008) är det i själva verket i hög grad makroekonomiska variabler som ligger bakom. Under perioden 2001-2006 visar Oxelheim et al att i genomsnitt 59 procent av ökningen i ersättning kan förklaras av makroekonomiska variabler. Dessa variabler har den genomsnittliga VD:n ingen möjlighet att påverka och således är den genomsnittliga ersättningsstrukturen felkonstruerad. Vidare menar Waldenström (2009) att stigande börsvärden, som har sin förklaring i ökat inflöde av kapital och en internationell högkonjunktur, i hög grad ligger bakom de senaste 15 årens höga ersättningsnivåer. Således har VD:ns prestation en underordnad roll.

En orsak till bristfälliga strukturer kan uppstå när ett företag saknar en dominerande ägare enligt Bebchuk och Fried (2003). Ersättningen fungerar inte bara som en lösning till principal-agent problemet utan är också en del av problemet. VD:n har i många fall en möjlighet att på olika sätt påverka storlek och utformning av sin egen ersättning, vilket medför kostnader för aktieägarna.

Dittman och Maug (2007) har gjort en modell på optimala kontrakt för den amerikanska marknaden. Deras optimala kontrakt ger samma förväntade nytta och incitament men med 20 procent lägre kostnad. Enligt modellen bör majoriteten av VD:ar inte inneha optioner överhuvudtaget, de bör ha en lägre grundlön och betydligt mer "restricted stock"¹. Nästan hälften av VD:arna bör inte ha någon grundlön alls och till och med vara tvingade att för egna pengar köpa aktier i företaget. I Sverige har dock användandet av optioner och "restricted stock" varit ytterst begränsat. Enligt Bryan et al (2006) består cirka 3.7 procent av ersättningen av optioner och 0.1 procent av "restricted stock" för de

¹ "Aktier som är belagda med inskränkande villkor som gör att aktierna först måste intjänas (vesting) innan de anställda får rätt till aktierna. Upphör anställningen före intjänandet tas aktierna tillbaka av arbetsgivaren och/eller utfärdaren av programmet." (Skatteverket, 2010).

VD:ar de undersökt². Dessa 3.8 procent i Sverige är att jämföra med cirka 53 procent i USA. Länder med engelsk ursprunglig lag har generellt sett högre ersättningsandel som är baserad på eget kapital (Bryan et al, 2006).

2.4.2 Det finns mer än monetära drivkrafter

Principal-agent teorins tanke att monetär ersättning är den viktigaste (enda) incitamentsdrivande faktorn är fel enligt Osterloh och Frey (2002). De menar att ersättningsstrukturer med en hög andel rörlig ersättning och/eller ersättning i form av eget kapital ger VD:n incitament att manipulera prestationskriterierna och agera bedrägligt, vilket leder till förluster för företaget på längre sikt.

Principal-agent teorin utgår från att ytterligare ansträngning enbart kan motiveras med hjälp av yttre incitament – alltså monetär ersättning. I verkligheten är de incitamentsdrivande faktorerna mycket fler och inkluderar känslan av att göra ett bra jobb och pliktkänsla. En variabel prestationsbaserad ersättning kan i själva verket minska det totala incitamentet då fokus flyttas från den huvudsakliga aktiviteten till belöningen.

Waldenström (2009) ger Osterloh och Frey medhåll och anser vidare att uppgifter som inte uttryckligen omnämns i ett bonusprogram riskerar att inte utföras. En marknadsmässig fast ersättning borde räcka som motivation att göra ett bra jobb och i de fall en rörlig del ändå används måste yttre faktorer påverkan filtreras bort och den måste i högre grad kopplas till företagets långsiktiga mål (Waldenström 2009).

2.5 Ägarstruktur och ersättning

Enligt Jones (2004) kan bolagsstyrning (corporate governance) delas in i två övergripande system, "insider" och "outsider". Ett insidersystem kännetecknas av ett koncentrerat ägarskap, kontrollägare eller aktieägare som agerar gemensamt, där ägarna oftast har god insyn i företaget och är aktiva, de har även många gånger positioner i företagets styrelse/ledning. Beslutsfattandet i företag som har dessa karaktäristika påverkas i hög grad av sina ägare då de har ett mycket stort intresse i utvecklingen av bolaget (Jones, 2004). Att inneha kontrollen över ett företag innebär att äga en stor aktiepost vilket kräver mycket kapital. Ett stort innehav i ett enda bolag leder därför till att ägaren är känslig för värdeförändringar i bolaget och är därför involverad i bolagsstyrningen för att förhindra att dåliga eller överdrivet riskabla beslut tas. Att det finns en eller flera sådana kontrollägare kan gynna minoritetsägarna som vill ha en någorlunda säker investering (Söderström et al, 2003). I outsidersystem är ägandet utspritt, ägarna sitter inte styrelse/ledning och ses som passiva investerare. På grund av detta så anses risken för principal-agent problem öka i outsidersystem, då ägarna inte är lika aktiva och den asymmetriska informationen är större (Jones, 2004). Bertrand och

² Bryan et al (2006) har för Sverige 38 observationer under perioden 1996 och 2004.

Mullainathan (2001) visar i en studie baserad på amerikanska företag att dessa ger ut lägre ersättningar än genomsnittet om de har en eller flera stora ägare.

2.6 Styrelsekrafter och ersättning

Hallvarsson och Halvarsson (2009) visar i en nyligen presenterad studie att VD-ersättningen i 23 av de största Svenska företagen i snitt endast motsvarande en tredjedel av jämförbara europeiska företags under perioden 2006 till 2008. Vidare konstateras att fördelningen av ersättningen mellan fast och rörlig lön uppvisar avsevärda skillnader. I Sverige utgjorde den fasta andelen av den totala ersättningen mer än två tredjedelar medan ett omvänt förhållande rådde i övriga Europa där mindre än en tredjedel av den totala lönen utgjordes av fast lön.

2.7 Risk i form av volatilitet och ersättning

Ett företag av outsiders typ, där den asymmetriska informationen är hög, karakteriseras av hög risk för ägarna då deras insyn och kontroll av företaget är liten (Jones, 2004). För att ledningen ska handla i ägarnas intresse används incitamentsbaserad ersättning i enlighet med principal-agent teorin (Copeland, Weston och Shastri, 2005). Som ett mått på risken kring företaget kan företagets aktievolatilitet användas.

2.8 Hypoteser baserade på teorin

Med utgång från ovan nämnda teori och egna antaganden ställs följande hypoteser med avseende på VD-ersättning upp.

1. **Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med det redovisade resultatet i form av EBIT.** Enligt Kaplan (2007) är ersättningen kopplad till prestation och därför bör ett högre EBIT resultera i en högre ersättning.
2. **Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med börsvärdesförändringen.** Enligt Jensen och Murphy (1990) finns det ett positivt samband mellan aktieägarnas och VD:ns välstånd. Att VD:n erhåller en högre ersättning om värdet på företaget ökar är något som känns troligt.
3. **Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med företagets storlek i form av börsvärde.** Att börsvärdet påverkar ersättningsnivån är rimligt att anta då en större organisation dels kräver större kompetens från ledningen och dels har möjlighet att betala ut högre löner.
4. **Ersättningen kommer vara negativt korrelerad med storleken på den största enskilda röstandelsägaren.** Detta stämmer överens med teori av Bertrand och Mullainathan (2001) och till viss del även Jones (2004). En stor ägare har generellt större insyn och kontroll över ett företag och således är informationen inte lika asymmetrisk och behovet av incitamentsbaserad ersättning minskar.

5. **Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med andelen utländska ledamöter i företagets styrelse.** Enligt Hallvarsson och Halvarsson (2009) är ersättningen högre hos jämförbara företag i resten av Europa än vad den är i Sverige. Lönerna i anglosaxiska länder såsom USA är erkänt höga. På grund av detta är det troligt att styrelsemedlemmar från utlandet är med och påverkar till högre löner och större andel rörlig lön.
6. **Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med företagets risk i form av aktievolatilitet.** Då den asymmetriska informationen är högre, är också volatiliteten högre och således även behovet av incitamentsbaserad ersättning.

3. Metoder och metodval

Metodkapitlet syftar till att ge en klar överblick av orsaken till, och utförandet av, de analyser som genomförts. Metodkapitlet är indelat i fyra delar, datakällor, indelningar, variabler samt statistiska tester.

3.1 Datakällor

Analyserna baseras på data med uppgifter för ett stort antal slumpmässigt utvalda börsnoterade bolag under perioden 2001 till 2005. Uppgifter om ersättningsnivåer har inhämtats från årsredovisningar. Företagsspecifik data har inhämtats från Datastream (2009) och/eller årsredovisningar. Aktieprisdata och aktievolatilitet har även den inhämtats från Datastream. Ägardata och börsvärde från Sundqvist et al (2001-2005). Styrelsedata kommer från Sundqvist et al (2001-2005).

3.2 Indelningar

3.2.1 Börsvärde

Företagen har delats upp efter sitt börsvärde i sex stycken grupper, 1 till 6, där grupp 1 har lägst värde och grupp 6 högst. Grupp 1 och 2 utgör första kvartilen, grupp 3 utgör andra kvartilen, grupp 4 tredje kvartilen och grupp 5 och 6 utgör fjärde kvartilen. Det genomsnittliga börsvärdeskategorivärdet, i fortsättningen kallat börsvärdes-ID, hamnar således på 3,5 vilket används i vidare analyser för att synliggöra skillnader. I svenska kronor ser uppdelningen ut enligt nedan:

- (1) $x < 100$ miljoner
- (2) $100 \text{ miljoner} \leq x < 278$ miljoner
- (3) $278 \text{ miljoner} \leq x < 826,5$ miljoner
- (4) $826,5 \text{ miljoner} \leq x < 4,287$ miljarder
- (5) $4,287 \text{ miljarder} \leq x < 20$ miljarder
- (6) $20 \text{ miljarder} \leq x$

3.2.2 Bransch

Företagen har vidare delats upp efter branschtillhörighet. Detta har gjorts i enlighet med Dagens Industris branschindelning (Dagens Industri, 2009). De företag som inte längre är noterade på Stockholmsbörsen har delats in efter sin huvudsakliga dåvarande verksamhet med information hämtat från respektive företags hemsida och/eller Cisionwire (2009). Grupperna som är hämtade från Dagens Industri är listade till vänster nedan. För att minska antalet grupper och för att undvika

grupper med för få observationer slogs sex av grupperna ihop till tre, dessa är listade till höger nedan.

Energi	Energi & Material
Material	
Industri	Industri
Sällanköpsvaror	Sällan- & Dagligvaror
Dagligvaror	
Hälsovård	Hälsovård
Finans	Finans
IT	IT & Teleoperatörer
Teleoperatörer	

Denna indelning tillsammans med börsvärdesindelningen används till att börja med för att ge en övergripande bild av ersättningsnivåerna i de olika branscherna och i de olika börsvärdena. En analys görs för att åskådliggöra hur fördelningen av börsvärden skiljer sig mellan olika branscher. Vidare görs analyser av de genomsnittliga totala och fasta ersättningarna samt bonus över perioden dels uppdelat på branscher och dels uppdelat på börsvärde. Värden som tas fram är medel, median och standardavvikelse. I de fall det anses vara intressant och motiverat görs signifikanstest för att säkerställa skillnader.

Ersättningsnivåernas utveckling (medelersättningar) analyseras för båda indelningarna, dock bara den totala ersättningen för branschindelningen. Detta görs för att åskådliggöra förändringen under perioden och för att se om det är skillnader mellan olika branscher och börsvärden.

3.2.3 Stora enskilda röstandelsägare

Om ett företag har en ägare som äger en stor andel av rösterna kan det antas att denne har en mer aktiv roll i företagets aktiviteter. Med en mer aktiv ägare kan det antas att riskerna för principal/agent-problem minskar och därmed minskar behovet av ersättning som incitamentsdrivare. Analyser utförs för att undersöka om företag med en stor största enskilda röstandelsägare har lägre ersättningar än företag med en liten största enskilda röstandelsägare. Indelning efter röstandel görs enligt följande:

$$(1) \quad x \leq 5\%$$

- (2) $5\% < x \leq 10\%$
- (3) $10\% < x \leq 20\%$
- (4) $20\% < x \leq 35\%$
- (5) $35\% < x \leq 50\%$
- (6) $50\% < x$

3.2.4 Utländska medborgare i företagens styrelser

Information kring styrelsens sammansättning är inhämtad för åren 2001 samt 2003 till 2005. Åren 2003 till 2005 har valts ut då en jämn serie är önskvärd. En analys med avseende på utländska medborgare i styrelsen har utförts i syfte att synliggöra eventuella skillnader i ersättningsnivå. De utländska medborgarna har indelats i en övergripande grupp som benämns utlänningar, en grupp med medborgare från anglosaxiska³ länder samt en grupp med utländska medborgare från icke-anglosaxiska länder. Gruppernas fördelning inom varje börsvärdeskategori analyseras för att se eventuella skillnader. Vidare beräknas ersättningsnivåns medelvärden samt medianvärden.

3.2.5 Volatilitet

Aktievärdets volatilitet för företagen har delats upp vid medianen för att skapa en grupp med hög volatilitet och en grupp med låg volatilitet. Analysen på volatilitet utförs för att kontrollera hypotesen att företag med hög volatilitet bör ha en högre bonus. Detta på grund av att en hög volatilitet är ett tecken på hög informationsasymmetri vilket enligt teorin avhjälps med större andel prestationsbaserad ersättning. I analysen ingår medel, median och standardavvikelse för perioden som helhet och år för år. Alla tre ersättningsnivåer undersöks samt andel bonus av total ersättning.

3.3 Variabler

3.3.1 Ersättningsandel av EBIT

Analys av kvoterna mellan EBIT och de olika typerna av ersättning sker var för sig. Analyserna sker i syfte att påvisa eventuella skillnader mellan företagen som redovisat ett positivt resultat och de med ett negativt. För att möjliggöra en analys indelas kvoterna mellan den totala ersättningen och EBIT samt den fasta ersättningen och EBIT i tre kategorier.

- Kategori 1 – VD:ns totala/fasta ersättning är av samma storlek som EBIT, är mindre än EBIT eller lika med 0. X anger kvoten mellan den totala/fasta ersättningen och EBIT.

$$0 \leq X = \left[\frac{\text{Total ersättning}}{\text{EBIT}} \right] \leq 1$$

³ Med anglosaxiskt land avses Storbritannien, USA, Kanada, Australien och Nya Zeeland.

- Kategori 2- VD:ns totala/fastast ersättning motsvarar mer än 100 procent av EBIT.

$$1 < X$$

- Kategori 3 – VD:n mottar ersättning då EBIT är negativt.

$$0 > X$$

Kategori 1 och 2 summeras då beräkning sker av den totala och den fasta ersättningens andel av EBIT och dess median och standardavvikelse, medellönen, medianlönen samt standardavvikelsen. Beräkningar har utförts på hela tidsperioden samt årsvis. För att möjliggöra en analys av bonusutbetalningarna indelas de företag med en notering på EBIT i en av de fyra kategorierna A till D vilket synliggörs nedan. Uppdelning sker efter rörelseresultatet och bonus.

ID	EBIT	Bonus
A	Positiv	Positiv
B	Negativ	Positiv
C	Positiv	0
D	Negativ	0

Kategori A och B, i vilka de företag där VD:n mottagit bonus ingår, har analyserats med avseende på medelbonus, medianbonus, standardavvikelse och största samt minsta bonusen. Beräkningar har utförts på hela tidsperioden samt årsvis.

3.3.2 Ersättningens andel av börsvärdes förändring

Analys av kvoterna mellan börsvärdesförändring och de olika typerna av ersättning sker var för sig. Analyserna sker i syfte att påvisa eventuella skillnader mellan företagen som uppnått en positiv börsvärdesförändring och de som haft en negativ. Då bolagets värdeförändring år för år beräknats så har värdet på företagen varit noterade den 1 januari. Således kan inte värdeförändringen under år 2005 beräknas då värdet på företaget vid årets slut inte finns tillgängligt. För att möjliggöra en analys indelas kvoterna mellan den totala ersättningen och börsvärdesförändringen samt den fasta ersättningen och börsvärdesförändringen i tre kategorier.

- Kategori 1 – VD:ns totala/fastast ersättning är av samma storlek som värdeökningen, är mindre än värdeökningen eller är lika med 0. X anger kvoten mellan totala/fastast ersättningen och värdeförändring.

$$0 \leq X = \left[\frac{\text{Total ersättning}}{\text{Värdeförändring}} \right] < 1$$

- Kategori 2- VD:ns totala/fasta ersättning motsvarar mer än 100 procent av värdeökningen. Värdeökningen är i denna kategori 0 vilket gör att ersättningen överstiger mer än 100 procent av detta belopp.

$$X \geq 1$$

- Kategori 3 – VD:n mottar ersättning då värdeförändringen är negativ.

$$0 > X$$

Kategori 1 och 2 summeras då beräkning sker av den totala och den fasta ersättningens andel av EBIT och dess median och standardavvikelse, medellönen, medianlönen samt standardavvikelsen. Beräkningar har utförts på hela tidsperioden där det finns noteringar samt årsvis. För att möjliggöra en analys av bonusutbetalningarna indelas de företag med en notering på börsvärdesförändringen i en av de sex kategorierna A till E vilket synliggörs nedan. Uppdelning sker efter börsvärdesförändringen och bonus.

<i>ID</i>	<i>Värdeförändring</i>	<i>Bonus</i>
A	Positiv	Positiv
B	0	Positiv
C	Negativ	Positiv
D	Positiv	0
E	0	0
F	Negativ	0

Kategori A, B och C, i vilka de företag där VD:n mottagit bonus ingår, har analyserats med avseende på medelbonus, medianbonus, standardavvikelse och största samt minsta bonusen. Beräkningar har utförts på hela tidsperioden samt årsvis.

3.4 Statistiska test

3.4.1 Konfidensintervall

De signifikansnivåer som beräknats i empiriavsnittet är alla statistiskt säkerställda med 95%-ig signifikans enligt nedanstående formel (Körner & Wahlgren, 2006). \bar{X} och s är beräknade som

medelvärdet respektive standardavvikelsen av de noteringar som återfunnits i datamängden och valts ut för den aktuella analysen. Den 95%-iga konfidensnivån ger z ett värde på 1,96. Med utgångspunkt i de antal noteringar som återfinns i datamängden tas n fram. Då slumpmässigt urval av företagen i datamängden föreligger så kan n korrigeras med kvoten mellan det totala antalet börsnoterade företagen och antalet företag i datamängden för respektive år i syfte att generera N . Antalet observerade företag är alltså n och det totala antalet börsnoterade företag under perioden benämns N .

$$\bar{X} \pm z \sqrt{\frac{s^2}{n} \left(1 - \frac{n}{N}\right)}$$

3.4.2 Korrelation

För att se hur olika faktorer påverkar ersättningsnivåerna undersöks korrelationer mellan ersättningsnivåer och sex stycken parametrar. Två av dessa faktorer, EBIT och volatilitet, valdes på grund av tydliga skillnader i ersättningsnivå i den övergripande analysen som berodde på variationer i dessa variabler. Största enskilda röstandelsägare och börsvärdesförändringen valdes på grund av att ingen konsekvent påverkan av dess förändring kunde påvisas tidigare i analysen. För att ytterligare kontrollera dessa så inkluderades dessa variabler även i korrelationen och regressionen. Rörelsemåtten, avkastning på totala tillgångar (ROA) och avkastning på eget kapital (ROE), valdes för att de är troliga faktorer som spelar in på ersättningsnivån. För 2001-2005 har korrelationen mellan total ersättning undersökts och för 2002-2005 har total, fast och bonusersättning samt andel bonus av totalersättning undersökts. De korrigerade värdena för bonus och andel bonus av totalersättning innebär att endast de observationerna med faktisk bonus tas med.

3.4.3 Regression

För att ytterligare se vilka faktorer som påverkar ersättningsnivåerna och hur dessa samverkar utförs linjär regression. Regression utförs på bonus, total och fast ersättning samt förändringen av dessa tre från ett år till ett annat. Förändringsaspekten har valts för att se om en förändring av de testade variablerna ger en förändring i ersättning år till år. Som ett exempel kan nämnas att en ökning i EBIT rimligtvis borde ge en ökad ersättning. Regressionsmodellen när det gäller förändring har utgått från tidigare studier av Jensen och Murphy (1990). Följande övergripande regressionsmodell har estimerats:

$$\text{Ersättning} = a + b_1 \text{Volatilitet} + b_2 \text{Största enskilda röst} + b_3 \text{EBIT} + b_4 \text{Totala Tillgångar} + b_5 \text{Börsvärde} + b_6 \text{Omsättning} + b_7 \text{ROE} + \text{Årsdummyvariabler} + \text{Branschdummyvariabler} + e$$

Där a är interceptet (konstanten), b är lutningskoefficienten och e är feltermen.

Volatilitet finns med i modellen då det finns en hypotes om dess påverkan på ersättningen. Detsamma gäller för variabeln största enskilda röst. EBIT visar företagets resultat och borde därför påverka ersättningsnivån. Totala tillgångar, börsvärde och omsättning mäter alla någon form av storlek men ur lite olika aspekter. ROE visar aktieägarnas andel av företagets resultat och en hög ROE borde således leda till en hög ersättning till VD:n.

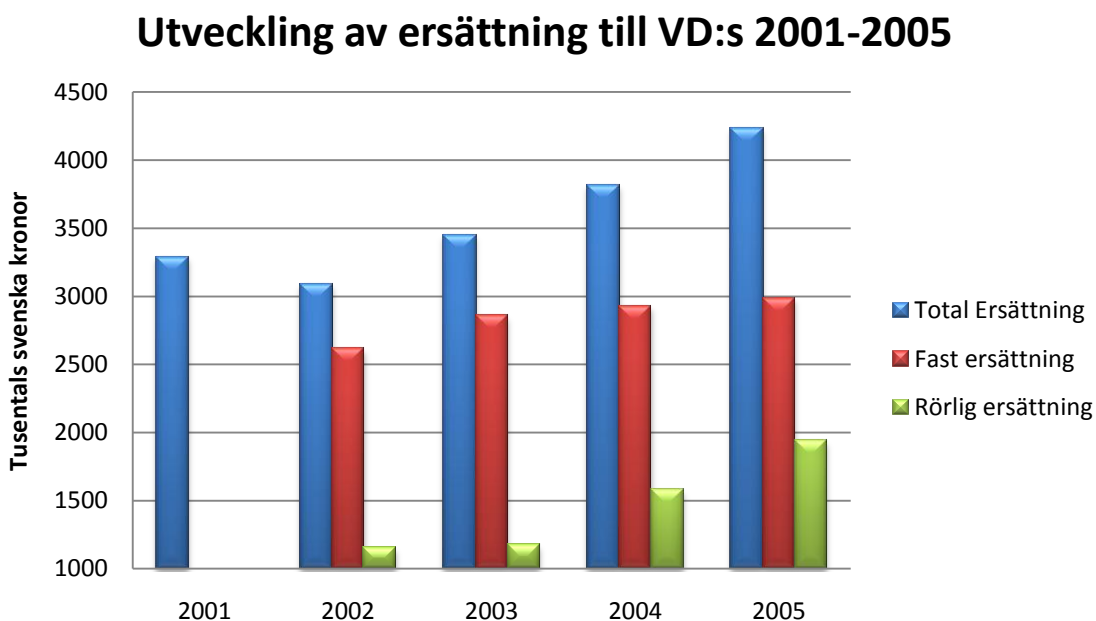
Vilka variabler som är med i respektive modell kan variera något men alla variabler är testade. Om någon variabel är insignifikant och inte heller påverkar de andra variablerna nämnvärt kan densamma plockas bort ur modellen. För Totala tillgångar, Börsvärde och Omsättning används den naturliga logaritmen för att minska den stora effekten av extremvärden, då några företag är mycket stora. I modellerna med årsvis förändring används ej logaritmen då negativa förändringar ej går att logaritmera.

4. Empiriskt resultat och analys

Kapitlet syftar till att presentera de resultat som framkommit genom analys av datamaterialet. Figurer och tabeller har använts för att åskådliggöra resultaten. För att skapa en bild av ersättningsnivåerna under perioden 2001-2005 presenteras i avsnitt 4.1. Övergripande data dels för marknaden i stort och dels uppdelat efter bransch och börsvärde. I avsnitt 4.2.-4.6. behandlas olika variablers påverkan på ersättningsnivåerna och i slutet av kapitlet presenteras resultaten från korrelations- och regressionsanalyserna.

4.1 Övergripande analyser

Utvecklingen av ersättningsnivåerna till den genomsnittliga VD:n i ett svenskt börsnoterat bolag presenteras i figur 1. I bilaga A.1. panel A återfinns i tabellform den sammanställda datan bakom diagrammet och konfidensintervall för de analyserade värdena. Den genomsnittliga rörliga ersättningen är baserad på de VD:ar som erhållit bonus. Om den genomsnittliga bonusen räknats på samtliga VD:ar hade nivån blivit betydligt lägre. Anledningen till detta sätt att räkna är att visa var bonusnivån ligger för en VD som faktiskt erhåller bonus. Sedan 2002 har alla tre ersättningsnivåer ökat för varje år. För dessa år uppvisar total ersättning en linjär ökning, fast ersättning visar på en exponentiellt avtagande trend medan den rörliga ersättningen visar på en exponentiell ökning.



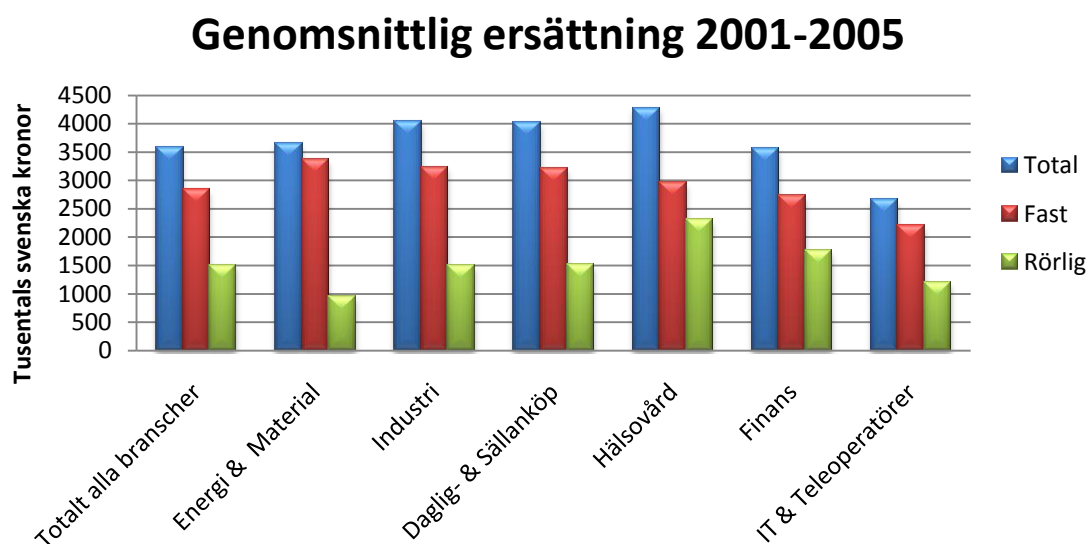
Figur 1. Utveckling av ersättning till VD:s 2001-2005. Siffrorna är baserade på alla företagen i urvalet. För år 2001 finns inga uppgifter för fördelningen mellan fast och rörlig ersättning.

I figur 2 behandlas ersättningsnivåerna för 2001-2005 dels listat för hela marknaden och för alla branschindelningar. IT & Teleoperatörer har lägst total och fast ersättning och Energi & Material har lägst rörlig ersättning men även högst fast ersättningen. Hälsovård har den högsta totala medelersättningen. Värt att notera är att Hälsovård har den i särklass högsta standardavvikelsen bland branscherna. Detta beror till stor del på att AstraZeneca ingår i branschen. Företaget återfinns i det absoluta toppskiktet på Stockholmsbörsen när det gäller ersättning, både i fast och rörlig form,

till VD:n. I bilaga A.1. panel B till G återfinns bland annat median, standardavvikelse och konfidensintervall för samtliga branscher.

För att säkerställa skillnader i total medelersättning mellan branscherna och marknaden har 95%-iga konfidensintervall gjorts. För 2001-2005 har Industri, Dagligvaror & Sällanköp och Hälsovård en högre total ersättning än marknaden totalt, Energi & Material och Finans skiljer sig inte från marknaden och IT & Teleoperatörer har en lägre total ersättning.

För 2002-2005 har Energi & Material, Industri, Dagligvaror & Sällanköp en högre fast ersättning än marknaden totalt, Hälsovård och Finans skiljer sig inte från marknaden och IT & Teleoperatörer har en lägre fast ersättning. Med avseende på rörlig ersättning uppvisar Hälsovård och Finans högre värden än marknaden totalt. Industri och Dagligvaror & Sällanköp skiljer sig inte från marknaden och Energi & Material och IT & Teleoperatörer har en lägre rörlig ersättning.

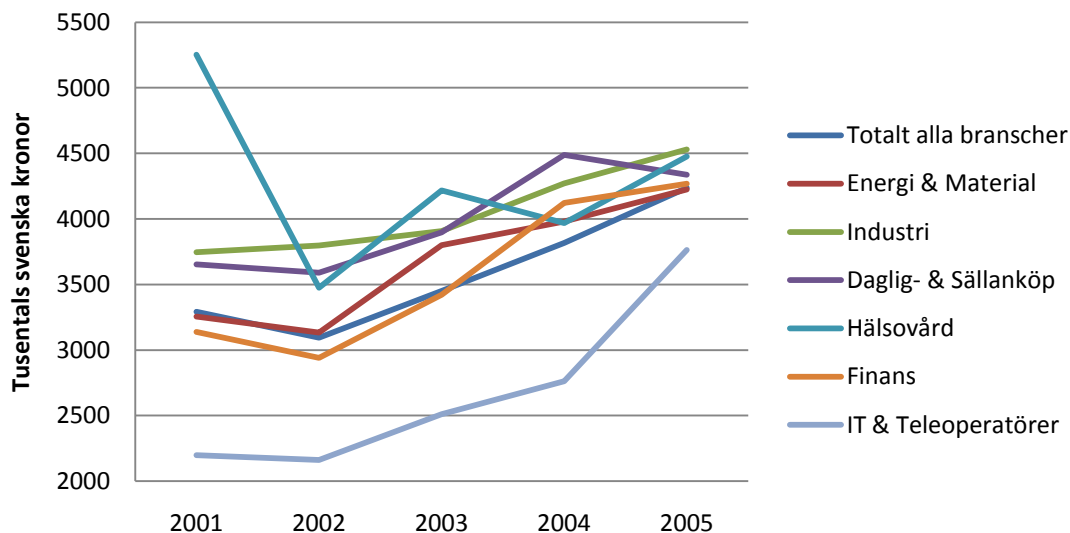


Figur 1. Genomsnittlig ersättning för alla börsföretag i urvalet samt branschvis för perioden 2001-2005. Stapeldiagrammet synliggör skillnader i ersättningsnivån med avseende på total, fast och rörlig ersättning. Fast och rörlig ersättning gäller endast för år 2002-2005.

I figur 3 synliggörs utvecklingen av den totala ersättningen 2001-2005. IT & Teleoperatörer har betydligt lägre total ersättning under hela perioden men skillnaden till närmaste bransch har minskat. Under 2001 låg den totala medelersättningen för IT & Teleoperatörer på ca 62 procent av den då närmaste branschen Finans, under år 2005 låg den på cirka 89 procent av närmaste branschens nivå som då var Energi & Material. Under 2005 är skillnaden till marknaden inte heller längre på en 95%-ig signifikansnivå. Alla branscher, förutom Hälsovård, har haft en positiv utveckling av totalersättningen och nivåerna ligger närmre varandra branschvis 2005 än 2001. Hälsovård har ett

högst värde 2001, mycket på grund av ett enskilt värde – Pharmacia Corporation (45,5 miljoner). I bilaga A.1. panel A-G återfinns bland annat konfidensintervall för den totala ersättningen för varje år.

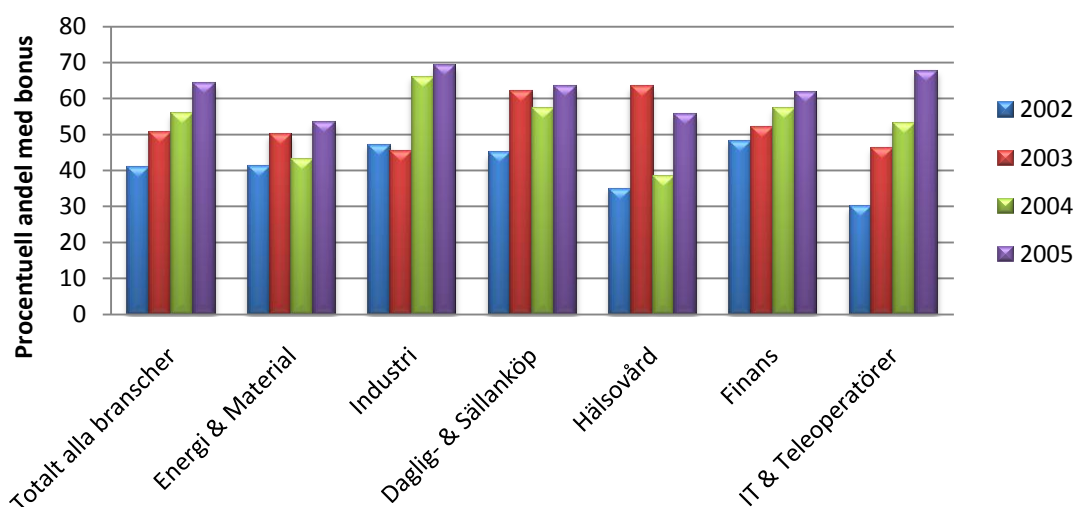
Utveckling av totalersättning 2001-2005



Figur 3. Utveckling av totalersättningen för en VD, dels för alla företag samt branschvis för perioden 2001-2005.

I figur 4 åskådliggörs utvecklingen av antalet VD:ar med bonus mellan åren 2002-2005. Marknaden totalt har upplevt en stadig ökning från drygt 40 procent 2002 till knappt 65 procent 2005. Av branscherna är det enbart Finans och IT & Teleoperatörer som haft en konstant årlig ökning, de andra branscherna har mer varierande värden men ingen bransch har lägre andel 2005 än 2002. Industri är den bransch med störst andel VD:ar med bonus, drygt 69 procent år 2005.

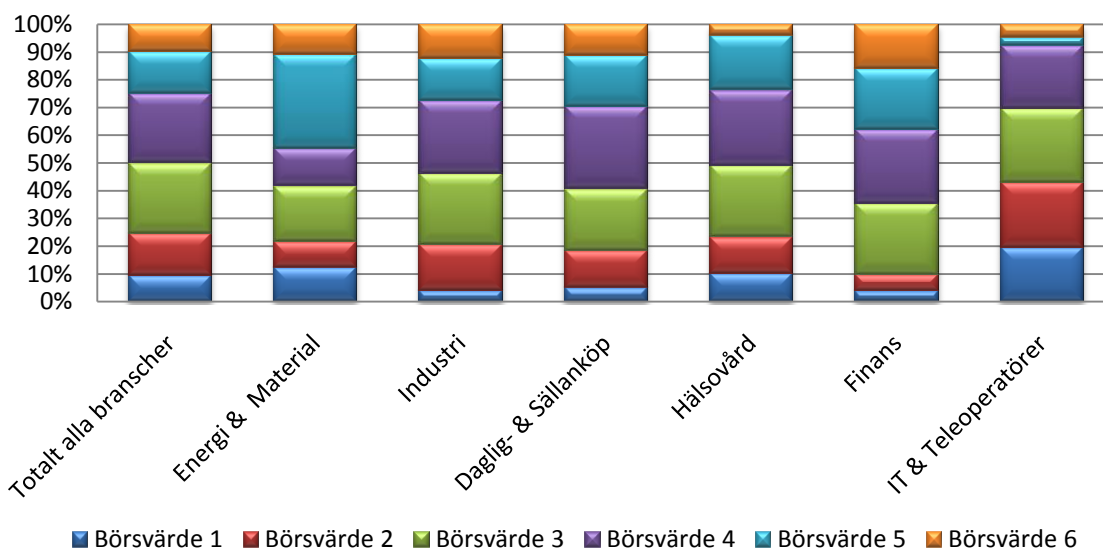
Utveckling av andelen VD:ar med bonus



Figur 4. Utveckling av andelen VD:ar med bonus, dels för alla företag samt branschvis för perioden 2002-2005.

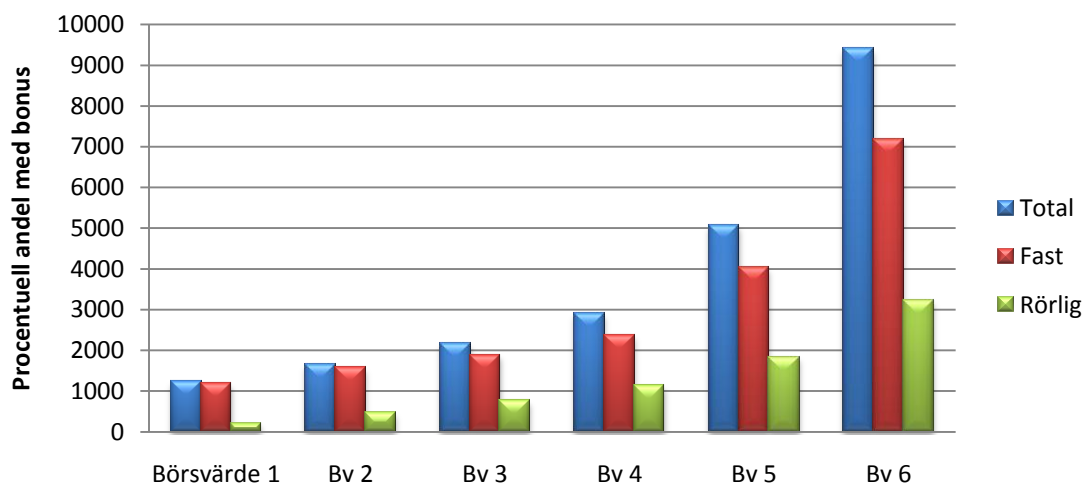
Figur 5 visar hur de olika börsvärdena är fördelade, dels i marknaden totalt och dels uppdelat efter branschtillhörighet. Medianen för marknaden ligger mellan börsvärde 3 och 4, det finns alltså lika många företag i börsvärde 1-3 som i börsvärde 4-6. I figuren går det att se att alla branscher förutom IT & Teleoperatörer har en större andel företag i börsvärde 4-6.

Börsvärdesindelning 2001-2005



Figur 5. Indelning av börsföretagen efter börsvärde, dels för alla företag samt branschvis för perioden 2001-2005. Företagen indelas med lägsta börsvärdeskategori i botten av stapeln.

Genomsnittliga ersättningsnivåer till VD:s för olika börsvärden 2001-2005



Figur 6. Genomsnittliga ersättningsnivåer till VD:s för olika börsvärden 2001-2005. Siffrorna är baserade på alla företagen i urvalet indelade i börsvärdeskategorier. För år 2001 finns inga uppgifter för fördelningen mellan fast och rörlig ersättning.

Börsvärdets påverkan på total, fast och bonusersättning i tusentals kronor återfinns i figur 6. Alla ersättningar är skilda från varandra börsvärdesvis med 95%-ig signifikans. Andelen VD:ar med bonus följer en linjärt ökande trend i takt med ökande börsvärde. För börsvärde 1 erhöll i genomsnitt 25 procent av VD:arna bonus under 2002-2005 medan genomsnittet låg på 74 procent för börsvärde 6. I bilaga A.2 återfinns samtliga medel- och medianvärden vad gäller total, fast och rörlig lön år för år.

4.2 Ersättningens andel av EBIT

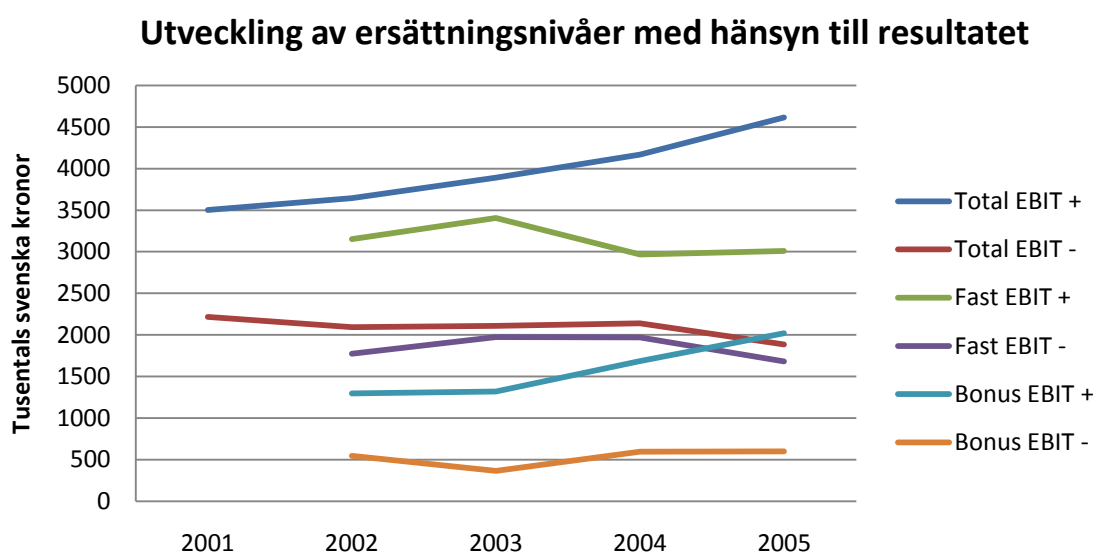
Av de undersökta, på ersättningsnivån, eventuellt påverkande variablerna är EBIT en av de som har flest noteringar i datamängden. 1238 stycken ingår i urvalet av vilka 66 faller bort på grund av saknade värden på EBIT och tre faller bort då uppgifter om den totala ersättningen inte finns. 1169 stycken värden återstår att undersöka. För att möjliggöra en analys indelas kvoterna mellan den totala ersättningen och EBIT i tre kategorier i enlighet med metodkapitlet.

I tabell 1 synliggörs hur de totala årsvisa VD ersättningarna fördelar sig enligt de tre kategorierna: 1=820 stycken vilket utgör 70,1 procent, 2=10 stycken vilket utgör 0,9 procent, 3=339 stycken vilket utgör 29,0 procent. Av de noteringar som finns under perioden 2001 till 2005 för de undersökta företagen så gick i genomsnitt 71 procent av företagen således med vinst medan 29 procent hade ett negativt resultat. Utvecklingen av den andel företag som redovisat ett positivt resultat under perioden 2001 till 2005 uppvisar ett närmast linjärt samband, från en procentuell andel på 62,8 procent till 82,3 procent (se tabell 1). Motsatt situation gäller för de företag som redovisat ett negativt resultat. För att förenkla vidare analys korrigeras den totala ersättningen till 100 procent av EBIT för kategori 2. De 10 företag som återfanns kategori 2 adderas till de 820 stycken företag som tidigare utgjorde kategori 1. En VD i ett företag med ett positivt resultat mottog i snitt en total ersättning på 5,89 procent av EBIT. Medianen för samma värden är 1,55 procent.

Tabell 1. EBIT:s påverkan på total och fast ersättning. I tabellens första del har företagen indelats i de ovanstående kategorierna, 1 till 3, med utgångspunkt i dess resultat det aktuella året. I kategori 1 återfinns företag där EBIT varit positivt och VD:n mottagit en ersättning som understigit EBIT. För kategori 2 gäller positivt EBIT och ersättning som överstiger EBIT. För kategori 3 gäller negativt EBIT. Kategori 1 och 2 summeras vid beräkning av utvalda undersökningsvariabler. Under rubrikerna Total ersättning och Fast ersättning finns medel- och medianvärden uttryckt som procentuell andel av EBIT samt standardavvikelse för kategori 1 och 2 (för kategori 2 gäller att VD:ns ersättning korrigeras till 100 procent av EBIT). Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för de undersökta värdena med avseende på företagets lönsamhet. Notera att år 2001 faller bort för fast ersättning. Skillnaderna i den totala samt fasta ersättningen till de undersökta företagens VD:ar är säkerställda med 95%-ig signifikans. Ersättningarna är skrivna i tusentals svenska kronor.

Panel A: Kategorifördelning						
År	2001-05	2001	2002	2003	2004	2005
Kategori 1 Antal & %	820 - 70,2%	144 - 62,8%	150 - 59,1%	156 - 68,1%	173 - 79,7%	200 - 82,3%
Kategori 2 Antal & %	10 - 0,9%	2 - 0,9%	3 - 1,2%	0	2 - 0,9%	3 - 1,2%
Kategori 3 Antal & %	339 - 29,0%	82 - 36,3%	101 - 39,8%	73 - 31,9%	42 - 19,4%	40 - 16,5%
Panel B: Total ersättning <i>Totalt antal noterade bolag 2001-05 var 1472 stycken varav 1169 stycken återfinns i urvalet</i>						
År	2001-05	2001	2002	2003	2004	2005
Medel Total ersättning/ EBIT (kat. 1+2)	5,9%	5,7%	5,9%	5,3%	6,6%	5,9%
Median Total ersättning/ EBIT (kat. 1+2)	1,6%	1,4%	1,3%	1,5%	2,0%	1,6%
Std.av. (kat. 1+2)	14,1%	15,2%	15,1%	10,4%	14,6%	14,8%
EBIT≥0						
Medel	4 016± 116	3 503± 286	3 644± 203	3 890± 255	4 167± 277	4 614± 211
Median	2 800	2 435	2 700	2 958	2 800	3 231
Std.av.	3 754	3 436	3 114	3 411	3 912	4 407
EBIT<0						
Medel	2 100± 87	2 215± 249	2 091± 154	2 109± 146	2 138± 221	1 885± 119
Median	1 700	1 686	1 644	1 878	1 858	1 608
Std.av.	1 753	2 198	1 947	1 323	1 506	1 064
Panel C: Fast ersättning <i>Totalt antal noterade bolag 2002-05 var 1161 stycken varav 934 stycken återfinns i urvalet</i>						
År	2002-2005	2002	2003	2004	2005	
Medel Fast ersättning/ EBIT (kat. 1+2)	5,3%	2,2%	5,3%	6,2%	6,7%	
Median Fast ersättning/ EBIT (kat. 1+2)	1,3%	0,9%	1,3%	1,4%	2,0%	
Std.av. (kat. 1+2)	13,2%	4,2%	13,5%	15,7%	14,8%	
EBIT≥0						
Medel	3 119± 104	3 153± 158	3 405± 204	2 967± 150	3 008± 110	
Median	2 424	2 574	2 445	2 293	2 415	
Std.av.	2 337	2 252	2 680	2 110	2 298	
EBIT<0						
Medel	1 927± 118	1 774± 85	1 933± 155	1968± 362	1 681± 95	
Median	1 649	1 576	1 595	1 842	1 657	
Std.av.	1 477	993	1 447	2 462	845	

Den totala ersättningen till en VD i ett företag som redovisat ett positivt resultat ökade under perioden 2001 till 2005 med i genomsnitt 31,7 procent då ingen hänsyn tagits till konfidensintervallet. Om hänsyn tas till det 95%-iga konfidensintervallet är ökningen mellan 16,2 procent och 50,0 procent. Motsvarande analys för den genomsnittliga totala ersättningen till en VD i ett företag med negativt EBIT är inte av större intresse då den inte följer en linjär trend som åskådliggörs i figur 7. Samma situation råder när det gäller den fasta ersättningen under perioden 2002 till 2005. Bonusen till en VD i ett företag som redovisat ett positivt resultat ökade under perioden 2002 till 2005 med i genomsnitt 56,1 procent då ingen hänsyn tas till konfidensintervallet. Om hänsyn tas till det 95%-iga konfidensintervallet är ökningen mellan 25,4 procent och 96,5 procent under samma period.



Figur 2. Utveckling av ersättningsnivåer med hänsyn till resultatet. Plustecknet indikerar ett positivt resultat, minustecknet ett negativt. "Total" avser total ersättning. "Fast" avser fast ersättning. Bonusnoteringarna är ett medelvärde som baseras endast på de som mottog bonus. Skillnaderna mellan de undersökta typerna av ersättning är statistiskt säkerställda med 95%-ig signifikans.

För att möjliggöra en analys av bonusutbetalningarna indelas de företag med en notering på EBIT i en av de fyra kategorierna A till D i enlighet med metodkapitlet. Uppdelning sker efter rörelseresultatet och bonus. Skillnaderna i medelbonus för de två kategorierna A och B, som är uppdelade efter positivt respektive negativt EBIT, är alla signifikant säkerställda och presenteras i figur 7 ovan. En tydligt linjär trend återfinns i uppgifterna om andelen VD:ar som mottog bonus då företaget redovisade ett positivt resultat (kategori A). Andelen utgjorde 32,2 procent år 2002 för att sedan stiga under tidsperioden till 58,8 procent 2005 (Se tabell 2). För de företag som redovisat ett negativt EBIT finns ingen tydlig trend för bonusutbetalningar. Värt att notera är den höga maxbonusen för 2005 på 20,7 miljoner. Denna bonus utbetalades till Tradedoublers dåvarande VD och är en engångsbonus kopplat till deras börsintroduktion (Lucas & Flores, 2006).

Tabell 2. EBIT:s påverkan på bonus. Förhållandet mellan EBIT och bonus beskrivs i grupperna A-D i enlighet med metodkapitlet. I de fall där bonus erhållits, A och B, har analys utförts. Medelvärden är presenterat tillsammans med ett 95%-igt konfidensintervall. Tabellen är uppdelad efter år, dels totalt för åren 2002-2005 och årsvis. Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för ett företags bonusutbetalning med avseende på företagets lönsamhet.

Bonus					
År 2002-2005					
Bonusar i reella pengar (tSEK)					
ID	Medel	Median	Std.av.	Maximum	Minimum
A+B	1 481± 89	700	2 277	20 723	1
A	1 645± 102	791	2 412	20 723	1
B	502± 56	294	551	2 500	5
År 2002 (245 noteringar)					
Bonusar i reella pengar (tSEK)					
ID	Medel	Median	Std.av.	Maximum	Minimum
A+B	1 137± 144	600	1 674	11 339	2
A	1 294± 177	700	1 824	11 339	2
B	545± 124	234	659	2 500	70
År 2003 (229 noteringar)					
Bonusar i reella pengar (tSEK)					
ID	Medel	Median	Std.av.	Maximum	Minimum
A+B	1 124± 147	500	1 686	11 512	1
A	1 320± 179	696	1 834	11 512	1
B	363± 46	245	345	1 500	50
År 2004 (217 noteringar)					
Bonusar i reella pengar (tSEK)					
ID	Medel	Median	Std.av.	Maximum	Minimum
A+B	1 577± 185	783	2 147	10 307	5
A	1 686± 201	841	2 228	10 307	30
B	595± 177	297	627	2 082	5
År 2005 (243 noteringar)					
Bonusar i reella pengar (tSEK)					
ID	Medel	Median	Std.av.	Maximum	Minimum
A+B	1 893± 161	913	2 937	20 723	1
A	2 020± 175	1 000	3 044	20 723	1
B	598± 112	383	604	2 350	100

4.3 Ersättningens andel av bolagets värdeförändring

1238 stycken noteringar ingår i urvalet. 184 stycken värden faller bort på grund av saknade värden. I de sju fall då ett företags värde varit oförändrat men lön har utbetalats har kvoten

lön/värdeförändring korrigerats till 100 procent. För att möjliggöra en analys indelas kvoterna mellan den totala ersättningen och värdeförändringen i tre kategorier i enlighet med metodkapitlet.

I tabell 3 synliggörs hur de totala årsvisa VD ersättningarna fördelar sig enligt de tre kategorierna: 1=432 stycken vilket utgör 54,2 procent, 2=7 stycken vilket utgör 0,9 procent, 3=358 stycken vilket utgör 44,9 procent. Av de noteringar som finns under perioden 2001 till 2005 för de undersökta företagen så hade i genomsnitt 55,1 procent av företagen således en positiv värdeförändring medan 44,9 procent hade en negativ sådan. Utvecklingen av den andel företag som redovisat en positiv värdeförändring under perioden 2001 till 2005 är uppåtgående, från en procentuell andel på 37,0 procent till 77,7 procent (se tabell 3). Motsatt situation gäller för de företag som redovisat ett negativt resultat. De 7 företag som återfanns kategori 2 adderas till de 432 stycken företag som tidigare utgjorde kategori 1. En VD i ett företag med en positiv värdeförändring mottog i snitt en total ersättning på 3,9 procent av värdeförändringen. Medianen för samma värden är 0,7 procent.

Skillnaderna i den totala samt fasta ersättningen till de undersökta företagens VD:ar med hänsyn till värdeförändringarna är i alla fall utom ett fåtal statistiskt säkerställda. De som varit möjliga att säkerställa har gjorts så med 95%-ig signifikans.

Tabell 3. Bolagets värdeförändrings påverkan på total och fast ersättning. I tabellens första del har företagen indelats i de ovanstående kategorierna, 1 till 3, med utgångspunkt i dess värdeförändring det aktuella året. I kategori 1 återfinns företag där som har haft en positiv värdeförändring och där VD:n mottagit ersättning som understiger ökningen. För kategori 2 gäller värdeökning och ersättning som överstiger ökningen. För kategori 3 gäller värdeminskning. Kategori 1 och 2 summeras vid beräkning av utvalda undersökningsvariabler. Under rubrikerna total ersättning och fast ersättning finns medel- och medianvärden uttryckt som procentuell andel av värdeökningen samt standardavvikelse för kategori 1 och 2 (för kategori 2 gäller att VD:ns ersättning korrigeras till 100 procent av värdeökningen). Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för de undersökta värdena med avseende på företagets värdeförändring. Notera att år 2001 faller bort för fast ersättning. Ersättningarna är skrivna i tusentals svenska kronor.

Panel A: Kategorifördelning					
År	2001-2004	2001	2002	2003	2004
Kategori 1 Antal & %	432 - 54,2%	74 - 37,0%	42 - 20,5%	163 - 83,6%	153 - 77,7%
Kategori 2 Antal & %	7 - 0,9%	2 - 1,0%	2 - 1,0%	0	3 - 1,5%
Kategori 3 Antal & %	358 - 44,9%	124 - 62,0%	161 - 78,5%	32 - 16,4%	41 - 20,8%
Panel B: Total ersättning Totalt antal noterade bolag 2001-2004 var 1195 stycken varav 981 stycken återfinns i urvalet					
År	2001-2004	2001	2002	2003	2004
Medel Totalersättning /värdeförändring (kat. 1+2)	3,9%	5,8%	7,1%	1,8%	4,1%
Median Totalersättning /värdeförändring (kat. 1+2)	0,7 %	0,6%	1,9%	0,7%	0,7%
Std.av. (kat. 1+2)	13,3%	17,8%	20,7%	4,5%	14,2%
Värdeförändring ≥0					
Medelersättning	3 521± 166	3 070± 336	3 054± 372	3514± 270	3 878± 323
Medianersättning	2 474	2 413	2 586	2 387	2 563

Std.av.	3 159	2 502	2 181	3 003	3 759
Värdeförändring <0					
Medelersättning	3 097± 177	2 973± 346	3 158± 251	2 628± 327	3 593± 532
Medianersättning	2 143	1 865	2 148	2 171	2 519
Std.av.	2 955	3 288	2 844	1 601	3 145
Panel C: Fast ersättning Totalt antal noterade bolag 2002-2004 var 884 stycken varav 589 stycken återfinns i urvalet					
År	<i>2002-2004</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	
Medel Fast ersättning/värdeförändring (kat. 1+2)	3,2%	3,8%	1,7%	3,8%	
Median Fast ersättning/värdeförändring (kat. 1+2)	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
Std.av. (kat. 1+2)	12,2%	14,1%	4,3%	14,1%	
Värdeförändring ≥0					
Medelersättning	2 845± 128	2 632± 296	2 906± 193	2 839± 196	
Medianersättning	2 162	2 305	2 215	2 109	
Std.av.	2 153	1 648	2 148	2 282	
Värdeförändring <0					
Medelersättning	2 792± 162	2 792± 213	2 368± 297	3 129± 378	
Medianersättning	2 092	1 987	2 034	2 408	
Std.av.	2 168	2 274	1 455	2 235	

Den totala ersättningen till en VD i ett företag som haft en ökning av börsvärdet ökade under perioden 2001 till 2004 med i genomsnitt 26,3 procent då ingen hänsyn tagits till konfidensintervallet. Om hänsyn tas till det 95%-iga konfidensintervallet är ökningen mellan 4,4 procent och 53,7 procent. Motsvarande analys för den genomsnittliga totala ersättningen till en VD i ett företag med en negativ utveckling av börsvärdet är inte av större intresse då det inte går att säkerställa en signifikant ökning eller minskning av ersättningen (se tabell 3, panel B). Samma situation råder när det gäller den fasta ersättningen under perioden 2002 till 2005. Bonusen till en VD i ett företag som redovisat ett positivt resultat ökade under perioden 2002 till 2005 med i genomsnitt 56,1 procent då ingen hänsyn tas till konfidensintervallet. Om hänsyn tas till det 95%-iga konfidensintervallet är ökningen mellan 25,4 procent och 96,5 procent under samma period.

Uppgifter om både bonus samt börsvärdesförändring kan endast återfinnas mellan åren 2002 till 2004 vilket gör att detta urval blir relativt begränsat. 589 stycken noteringar har analyserats. För att möjliggöra en analys av bonusutbetalningarna indelas de företag med en notering på värdeförändring av börsvärdet i en av de sex kategorierna A till F i enlighet med metodkapitlet. Uppdelning har skett efter värdeförändring och bonus. Skillnaderna i medelbonus för de två grupperna A+B och C, som är uppdelade efter positiv respektive negativ värdeförändring, går inte att säkerställa i alla utom ett fall.

Tabell 4. Bolagets värdeförändrings påverkan på bonus. Förhållandet mellan EBIT och bonus beskrivs i grupperna A-F, i enlighet med metodkapitlet. För grupp A, B och C (positiv bonus) ges statistik för bonusen. Tabellen är uppdelad efter år, dels totalt för åren 2002-2005 och årsvis. Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för ett företags bonusutbetalning med avseende på företagets Värdeförändring.

Bonusar					
År 2002-2004					
Bonus (tSEK)					
ID	Medel	Median	Std.av.	Maximum	Minimum
A+B+C	1 257± 113	609	1 723	10 307	1
A+B	1 339± 143	667	1 839	10 307	1
C	1058± 170	600	1 393	8 000	5
År 2002 (197 noteringar)					
Andel VD:ar i företag med positiv börsvärdesutveckling som mottog bonus					51,2%
Andel VD:ar i företag med negativ börsvärdesutveckling som mottog bonus					39,4%
Bonus (tSEK)					
ID	Medel	Median	Std.av.	Maximum	Minimum
A+B+C	1 036± 169	600	1 312	8 000	2
A+B	967± 219	653	859	3 697	2
C	1 061± 217	600	1 446	8 000	13
År 2003 (195 noteringar)					
Andel VD:ar i företag med positiv börsvärdesutveckling som mottog bonus					53,3%
Andel VD:ar i företag med negativ börsvärdesutveckling som mottog bonus					37,8%
Bonus (tSEK)					
ID	Medel	Median	Std.av.	Maximum	Minimum
A+B+C	1 085± 162	600	1 414	8 486	1
A+B	1 139± 183	599	1 488	8 486	1
C	693± 182	683	557	1 898	100
År 2004 (197 noteringar)					
Andel VD:ar i företag med positiv börsvärdesutveckling som mottog bonus					66,2%
Andel VD:ar i företag med negativ börsvärdesutveckling som mottog bonus					34,1%
Bonus (tSEK)					
ID	Medel	Median	Std.av.	Maximum	Minimum
A+B+C	1 561± 214	783	2 141	10 307	5
A+B	1 589± 235	801	2 206	10 307	30
C	1 358± 471	539	1 643	5 000	5

En tydlig negativt linjär trend återfinns i uppgifterna om andelen VD:ar som mottog bonus då företaget hade en negativ börsvärdesförändring (kategori C). Andelen utgjorde 39,4 procent år 2002 för att sedan sjunka under tidsperioden till 34,1 procent år 2004 (Se tabell 4). För de företag som haft

en positiv börsvärdesförändring gäller omvänt förhållande där andelen VD:ar som mottog bonus ökat för varje år under perioden, 2002 till 2005. Från 51,2 procent år 2002 till 66,2 procent år 2004.

4.4 Stora enskilda röstandelsägare

Den aktieägaren med störst röstandel finns noterade för 1134 stycken av de 1238 noteringarna. Med hjälp av röstandelens storlek har företagen därefter delats in i kategorierna 1 till 6 med stigande röstandel vilket synliggörs i tabell 6. I 14 procent av de undersökta företagen så har en enskild aktieägare haft en röstandel större än 50 procent. Den största aktieägaren har i 11,7 procent av företagen haft 10 procent eller mindre av rösterna. Indelning efter börsvärdes-ID har skett vilket visar att "största enskilda röst" kategori 3 har högst andel stora företag medan kategorierna 1 och 6 har lägst värden med avseende på genomsnittligt börsvärde.

Tabell 6. Fördelning av företagen i största enskilda röst kategorierna. Företagen är fördelade med avseende på röststarkaste aktieägars röstandel i enlighet med den indelning som redovisades i metodkapitlet. Faktiskt antal, procentuell andel i urvalet samt genomsnittligt börsvärdes-ID finns noterade.

Största enskilda röst	Antal	Procent	Genomsnitts börsvärdes-ID
1 $x \leq 5\%$	26	2,3	3,35
2 $5\% < x \leq 10\%$	107	9,4	3,47
3 $10\% < x \leq 20\%$	271	23,9	3,49
4 $20\% < x \leq 35\%$	365	32,2	3,62
5 $35\% < x \leq 50\%$	206	18,2	3,50
6 $50\% < x$	159	14,0	3,36

Då jämförelse mellan de olika kategorierna görs med avseende på ersättningsnivå visar det sig att kategori 1 till 5 uppvisar relativt små skillnader i nivåer när det gäller total samt fast ersättning vilket kan utläsas ur tabell 7. Bonusens storlek varierar mer kraftig men ingen trend kan läsas in i detta. Kategori 6, där den röststarkaste ägaren innehar mer än 50 procent av rösterna, särskiljer sig från de övriga då den har lägst värden i alla avseenden.

Tabell 7. Röststarkaste aktiesägarens röstandels påverkan på ersättningsnivån. Indelning efter röststarkaste aktieägars röstandel jämförs med total, fast och rörlig ersättning samt bonusens andel av den totala ersättningen. Bonusen är beräknad endast på de som mottagit bonus. Inom parantes anges den procentuella andelen VD:ar som mottagit bonus. Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för de undersökta värdena med avseende på den röststarkaste aktieägars röstvärde.

Medel						
Röstkategori	1	2	3	4	5	6
Fast ersättning(t SEK)	2 790	2 533	2 630	3 132	2 866	1 964
Bonus (t SEK)	1 729 (57,1%)	968 (63,2%)	1 333 (49,3%)	1 763 (59,5%)	1 180 (53,7%)	651 (32,3%)
Total ersättning(t SEK)	3 750	2 990	3 150	4 087	3 357	2 105
Andel bonus av total ersättning	30,9%	22,9%	26,6%	25,5%	21,7%	20,9%

Median						
<i>Röstkategori</i>	1	2	3	4	5	6
<i>Fast ersättning(t SEK)</i>	2 519	2 256	2 110	2 268	2 047	1 664
<i>Bonus (t SEK)</i>	1 742	700	758	698	702	450
<i>Total ersättning(t SEK)</i>	2 767	2 603	2 400	2 595	2 479	1 674
<i>Andel bonus av total ersättning</i>	23,8%	19,5%	23,5%	23,8%	21,2%	16,1%

4.5 Utlänningar i styrelsen

Utländska medborgare i företagens styrelser finns noterade för i princip alla företag i datamängden under åren 2003-2005. 50 stycken faller bort på grund av saknade värden vilket lämnar 676 stycken noteringar kvar för analys. De analyserade företagen har indelats efter antal utländska styrelseledamöter i tabell 8. Fördelningen visar att 65,7 procent av börsföretagen inte hade någon utländsk styrelseledamot. Analys har även utförts på om någon av styrelsemedlemmarna var medborgare i ett land som kan räknas som anglosaxiskt. 15,1 procent av företagen hade minst en styrelsemedlem av sådan nationalitet. 26,6 procent av företagen hade minst en styrelsemedlem av annan nationalitet än svensk eller anglosaxisk. I 3,7 procent av de undersökta noteringarna under perioden 2003-2005 så hade de utländska styrelsemedlemmarna majoritet.

Tabell 8. Fördelning av företagen efter styrelsens sammansättning med avseende på utländska medborgare. Företagen med notering om antal utlänningar, anglosaxer samt styrelsemedlem med annan nationalitet än anglosaxisk eller svensk delas upp i kategorier efter faktiskt antal och procentuellt antal. Antal företag där majoriteten av styrelsemedlemmarna består av utlänningarna är även noterade.

Antal \ Nationalitet	A. Utlänning	B. Anglosaxisk	C. Annan nat.
Totalt antal företag som undersökts	701	679	690
Varav ingen	444 (65,7%)	574 (84,9%)	496 (73,4%)
Varav 1	102 (15,1%)	58 (8,6%)	105 (15,5%)
Varav 2-3	95 (14,1%)	40 (5,9%)	57 (8,4%)
Varav minst 4	35 (5,2%)	4 (0,6%)	18 (2,7%)
Har majoritet i styrelsen	25 (3,7%)	3 (0,4%)	14 (2,1%)

De företagen med utländska styrelseledamöter återfinns främst i de högre börsvärdeskategorierna såsom synliggörs i tabell 9. För alla de tre kategorierna utlänning, anglosax och annan nationalitet så är trenden stigande över börsvärdeskategorierna. För anglosaxarna är denna trend i det närmaste linjär. 85 procent av företagen i börsvärdeskategori 6 har minst en utländsk medborgare i sin styrelse medan motsvarande siffra för företagen i börsvärdeskategori 1 är 17,1 procent.

Tabell 9. Fördelning av företagen med utländska medborgare i styrelsen med avseende på börsvärde. Indelning efter ingen eller minst en styrelsemedlem med annat medborgarskap än svensk har utförts med avseende på vilken börsvärdeskategori de tillhör i enlighet med den indelning som redovisades metodkapitlet. Det första procenttalet anger hur fördelningen ser ut inom gruppen, alltså till exempel hur "ingen" är fördelad mellan de olika börsvärdena. Det andra procenttalet anger fördelningen inom varje börsvärdeskategori. Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för de undersökta värdena med avseende på börsvärdeskategori.

Utlänningar	Ingen	Utlänning	Anglo-saxisk	Annan nat.
Börsvärde 1	58 (13,1% - 82,9%)	12 (5,2% - 17,1%)	3 (2,9% - 4,3%)	9 (5,0% - 6,3%)
Börsvärde 2	74 (16,7% - 69,8%)	32 (13,8% - 30,2%)	9 (8,8% - 8,5%)	28 (15,6% - 26,4%)
Börsvärde 3	114 (25,7% - 68,3%)	53 (22,8% - 31,7%)	23 (22,5% - 13,8%)	41 (22,8% - 24,6%)
Börsvärde 4	121 (27,3% - 76,1%)	38 (16,4% - 23,9%)	18 (17,6% - 11,3%)	28 (15,6% - 17,6%)
Börsvärde 5	62 (14,0% - 61,4%)	39 (16,8% - 38,6%)	22 (21,6% - 21,8%)	27 (15,0% - 26,5%)
Börsvärde 6	10 (2,3% - 15%)	57 (24,6% - 85%)	26 (25,5% - 38,8%)	47 (26,1% - 70,1%)
Börsvärde NA	5 (1,1%)	1 (0,4%)	1 (1,0%)	0 (0,0%)

Den totala samt fasta ersättningen till VD:n i ett företag som har minst en styrelsemedlem med utländskt medborgarskap är nästan dubbelt så hög vilket synliggörs i tabell 10. Om jämförelse görs mellan en helsvensk styrelse och en med minst en anglosaxisk styrelsemedlem blir skillnaderna ännu tydligare. VD:ns bonus är mer än dubbelt så hög i ett företag som har minst en utländsk styrelsemedlem. Andelen bonus av den totala ersättningen är även den något förhöjd för de företag som har minst en utländsk styrelseledamot.

Tabell 10. Styrelsens sammansättnings, med avseende på utländska medborgare, påverkan på ersättningsnivån. Indelning efter ingen eller minst en styrelsemedlem med annat medborgarskap än svensk jämförs med total, fast och rörlig ersättning samt bonusens andel av den totala ersättningen. Bonusen är beräknad endast på de som mottagit bonus. Inom parentes anges den procentuella andelen VD:ar som mottagit bonus. Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för de undersökta värdena med avseende på styrelsens sammansättning.

Medel				
Typ av utlänning	Ingen	A. Utlänning	B. Anglosaxisk	C. Annan nat.
Fast ersättning(t SEK)	2 206	3 905	4 397	3 908
Bonus (t SEK)	993 (52,1%)	2 195 (64,2%)	2 566 (67,6%)	2 238 (64,4%)
Total ersättning(t SEK)	2 724	5 315	6 133	5 351
Andel bonus av total ersättning	24,8%	26,4%	28,0%	25,8%
Median				
Typ av utlänning	Ingen	A. Utlänning	B. Anglosaxisk	C. Annan nat.
Fast ersättning	1 900	3 019	3 504	3 045
Bonus	600	1 351	1 788	1 279
Total ersättning	2 162	3 693	4 475	3 608
Andel bonus av total ersättning	22,4%	23,8%	25,8%	23,8%

4.6 Volatilitet

Aktievärdets volatilitet har delats upp vid medianen i en hög och en låg halva för att jämföra dess påverkan på ersättningsnivåer. I tabell 5a finns den lägre delen och i tabell 5b finns den högre. Sett över hela perioden, 2001-2005 för total ersättning och 2002-2005 för fast ersättning och bonus, är det en skillnad mellan grupperna med 95%-ig signifikans på alla tre ersättningsnivåer. I tabellerna finns även medelvärden för börsvärdes-ID och största enskilda röst. Gruppen med lägre volatilitet har ett medelbörsvärde på 4,1 sett över perioden medan gruppen med hög volatilitet har ett medel på 2,9. Även den genomsnittliga största enskilda rösten är högre i gruppen med låg volatilitet. Skillnaderna i medelvärde för börsvärdes-ID och största enskilda röst är inte signifikant säkerställda. Ur tabellerna går det också att se att andelen VD:ar med bonus och bonusens andel av total ersättning är högre i gruppen med låg volatilitet. Över perioden 2002-2005 är medel för dessa värden 63,2 procent respektive 25,8 procent för gruppen med låg volatilitet och 38,7 procent respektive 21,5 procent för gruppen med hög volatilitet.

Tabell 5a. Aktievärdets volatilitets påverkan på ersättningsnivån – Undre halvan. Noteringarna för volatilitet i den sammanställda datamängden har indelats i två delar, den undre samt övre halvan. Statistik med avseende på total, fast och rörlig ersättning samt andel bonus av total ersättning för företagets VD har analyserats årligt för perioden 2001-2005. Genomsnittligt börsvärdes-ID samt medeltalet för andelen röster som innehas av den röststarkaste ägaren har även noterats. Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för de undersökta värdena med avseende på volatilitetsnivån.

Volatilitet: median låg						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
Medel börsvärdes-ID	4,1	4,2	4,3	4,2	4,1	4,0
Medel största röstandel	32,3%	31,2%	33,7%	34,4%	32,3%	30,9%
Total ersättning Totalt antal noterade bolag 2001-05 var 1472 stycken varav 553 stycken återfinns i urvalet						
Medel	4 207± 148	3 709	3 650	4 062	4 484	4 486
Median	3 129	2 711	2 913	3 300	3 343	3 277
Std.av.	3 552	3 446	2 557	2 982	3 769	4 002
Fast ersättning (2002-2005) Totalt antal noterade bolag 2002-05 var 1161 stycken varav 481 stycken återfinns i urvalet						
Medel	3 263± 101	-	3 083	3 309	3 405	3 197
Median	2 565	-	2 415	2 875	2 670	2 415
Std.av.	2 286	-	1 914	2 175	2 404	2 392
Bonus (2002-2005) Totalt antal noterade bolag 2002-05 var 1161 stycken varav 481 stycken återfinns i urvalet						
Andel med bonus	63,2%		56,1%	57,8%	62,7%	69,3%
Medel	1 630± 97	-	1 164	1 303	1 720	1 862
Median	919	-	774	800	916	1 000
Std.av.	2 185	-	1 254	1 345	2 190	2 652
Andel bonus av tot. ers. (2002-2005)						

Medel	25,8%	-	22,0%	22,0%	25,7%	28,8%
Median	24,0%	-	20,7%	20,1%	23,9%	27,6%
Std.av.	16,2%	-	14,2%	13,7%	17,1%	16,8%

Tabell 5b. Aktievärdets volatilitets påverkan på ersättningsnivån – Övre halvan.

Volatilitet: median hög						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
Medel börsvärdes-ID	2,9	3,5	3,1	2,4	2,5	2,4
Medel största röstandel	28,8%	30,5%	30,3%	28,7%	25,7%	23,5%
Total ersättning Totalt antal noterade bolag 2001-05 var 1472 stycken varav 551 stycken återfinns i urvalet						
Medel	2 508± 102	2 580	2 639	2 447	2 321	2 220
Median	1 803	1 782	1 862	1 889	1 836	1 686
Std.av.	2 475	2 608	2 544	2 265	2 688	1 949
Fast ersättning (2002-2005) Totalt antal noterade bolag 2002-05 var 1161 stycken varav 395 stycken återfinns i urvalet						
Medel	2 138± 87	-	2 374	2 152	1 872	1 665
Median	1 680	-	1 783	1 757	1 572	1 462
Std.av.	1 781	-	2 088	1 657	1 542	917
Bonus (2002-2005) Totalt antal noterade bolag 2002-05 var 1161 stycken varav 395 stycken återfinns i urvalet						
Andel med bonus	38,7%	-	32,7%	43,0%	44,9%	40,4%
Medel	921± 75	-	931	685	998	1 373
Median	400	-	559	300	337	520
Std.av.	1 540	-	1 296	1 370	1 813	2 054
Andel bonus av tot. ers. (2002-2005)						
Medel	21,5%	-	19,9%	17,4%	23,9%	32,3%
Median	17,1%	-	18,3%	15,1%	18,3%	26,8%
Std.av.	15,7%	-	11,4%	12,9%	17,4%	23,7%

4.7 Korrelation

I tabell 11 nedan presenteras resultatet av de korrelationer som utförts. ROE och ROA har en genomgående positiv påverkan på 99%-ig konfidens, alltså ett högre värde ger en högre ersättning. Volatiliteten har en genomgående negativ påverkan på 99%-ig konfidens, alltså en högre volatilitet ger lägre ersättningar. För EBIT och största enskilda röst finns det insignifikanta värden men de flesta är på 99%-ig konfidens, EBIT ger en positiv påverkan och största enskilda röst ger en negativ påverkan. ΔBörsvärde har flera insignifikanta värden, de värden med signifikans är en negativ påverkan på totalersättning 2001-2005 och en positiv påverkan på bonusersättningarna 2002-2005.

Tabell 5. Korrelation mellan ersättningsnivåer och sex eventuellt påverkande faktorer. I tabellrutorna anges i följande ordning: korrelationen, antal observationer samt signifikansen. Signifikansnivåerna anges enligt följande: *** motsvarar 99%-ig signifikans, ** motsvarar 95%-ig signifikans, * motsvarar 90%-ig signifikans. I de fall där signifikansnivån understiger 90%-ig signifikans så anges den faktiska felsignifikansen. De korrigerade bonusvärdena omfattar endast de VD:ar som mottagit bonus medan de andra omfattar alla.

Korrelation	EBIT	ΔBörsvärde	Största enskilda röst
2001-2005			
Total ersättning	,3553 (1169) ***	-,1296 (797) ***	-,0929 (1133) ***
2002-2005			
Total ersättning	,3884 (943) ***	,0582 (597) ,1553	-,1009 (914) ***
Fast ersättning	,4218 (934) ***	-,0062 (589) ,8803	-,0857 (904) ***
Bonus	,2335 (934) ***	,1407 (589) ***	-,0875 (904) ***
Bonus - korrigerad	,2380 (494) ***	,2363 (298) ***	-,0588 (475) ,2005
Andel bonus av totalersättning	,1279 (931) ***	,0651 (588) ,1148	-,1273 (902) ***
Andel bonus av totalersättning - korrigerad	,0688 (494) ,1266	,0584 (298) ,3149	-,0922 (475) **
Korrelation	Volatilitet	Rörelsemått1 - ROE	Rörelsemått2 - ROA
2001-2005			
Total ersättning	-,2902 (1104) ***	,1500 (1169) ***	,1505 (1169) ***
2002-2005			
Total ersättning	-,2848 (885) ***	,1821 (943) ***	,1982 (943) ***
Fast ersättning	-,2619 (876) ***	,1688 (934) ***	,1850 (934) ***
Bonus	-,2213 (876) ***	,1556 (934) ***	,1578 (934) ***
Bonus - korrigerad	-,2166 (457) ***	,1559 (494) ***	,1618 (494) ***
Andel bonus av totalersättning	-, 2525 (874) ***	,2191 (931) ***	,2107 (931) ***
Andel bonus av totalersättning - korrigerad	-,2048 (457) ***	,1812 (494) ***	,1767 (494) ***

4.8 Regression

4.8.1 Total ersättning

Linjär regression utfördes på total ersättning och en mängd variabler vilken återfinns i tabell 12 nedan. I den ursprungliga regressionen inkluderades även ROE, men den var ej signifikant och påverkade heller inte de andra variablerna nämnvärt och togs därför bort ur modellen. För totala tillgångar, börsvärde och omsättning har logaritmen använts för att minska de stora skillnaderna inom dessa variabler. Enligt modellen har volatilitet, totala tillgångar, börsvärde och omsättning en signifikant positiv påverkan på den totala ersättningen medan största enskilda röst har en negativ påverkan, EBIT:s påverkan var ej signifikant. Av åren ingår inte 2003 för att undvika perfekt linjärt samband. De återstående åren jämförs då med 2003 med avseende på total ersättning. År 2001 och 2002 var den totala ersättningen signifikant lägre än 2003, 2004 hade ingen signifikant skillnad och

2005 var ersättningen signifikant högre än 2003. Av branscherna ingår inte Hälsovård för att undvika perfekt linjärt samband. De återstående branscherna jämförs då med Hälsovård med avseende på total ersättning. Energi & Material och Finans hade signifikant lägre total ersättning än Hälsovård, resterande fall återfanns ingen signifikant skillnad.

Tabell 6. Regression för total ersättning med avseende på eventuellt påverkande variabler. Efter regressionens titel finns noteringar om antal observationer som analyserats i regressionen, F-värdet (antalet variabler samt frihetsgrader) samt determinationskoefficienten. I tabellen anger koefficienten *b*-värdet i regressionsmodellen, *t*-värdet anger signifikansnivån där 1,96 motsvarar 95%-ig signifikans, $P > |t|$ är kopplat till signifikans nivå där 0,05 motsvarar 95%-ig signifikans. Signifikansnivåerna anges enligt följande: *** motsvarar 99%-ig signifikans, ** motsvarar 95%-ig signifikans, * motsvarar 90%-ig signifikans.

Total ersättning (Observationer=1039; $F(15, 1023)=57,52$; $R^2=0,5927$)			
	Koefficient	t-värde	$P > t $
Volatilitet	1686704	5,47	0,000 ***
Största enskilda röst	-12206,32	-4,22	0,000 ***
EBIT	0,0213542	0,65	0,516
ln av totala tillgångar	525921,9	5,30	0,000 ***
ln av börsvärde	616112	7,90	0,000 ***
ln av omsättning	131614,6	2,50	0,012 **
2001	-941410	-4,81	0,000 ***
2002	-624403	-3,63	0,000 ***
2003	dropped		
2004	329684,9	1,53	0,126
2005	513031,5	2,39	0,017 **
Energi & Material	-915481,1	-4,14	0,000 ***
Industri	214714,7	0,99	0,321
Daglig- & Sällanköp	190753,8	0,63	0,529
Hälsovård	dropped		
Finans	-1063513	-4,45	0,000 ***
IT & Teleoperatörer	-68859,12	-0,34	0,737
Konstant	-1,89e+07	-14,31	0,00 ***

4.8.2 Fast ersättning

Linjär regression utfördes på fast ersättning och en mängd variabler, se tabell 13 nedan. För totala tillgångar, börsvärde och omsättning har logaritmen använts för att minska de stora skillnaderna inom dessa variabler i enlighet med metodkapitlet. Enligt modellen har volatilitet, totala tillgångar, börsvärde och omsättning en signifikant positiv påverkan på den fasta ersättningen medan största enskilda röst och ROE har en negativ påverkan, EBIT:s påverkan var ej signifikant. Av åren ingår inte 2004 för att undvika perfekt linjärt samband, 2001 faller bort på grund av saknade värden. År 2002 hade signifikant lägre fast ersättning än 2004 medan 2003 och 2005 inte hade någon signifikant

skillnad. Av branscherna ingår inte Energi & Material vilken då jämförs med de övriga. Finans hade signifikant lägre ersättning än Energi & Material och resterande hade signifikant högre ersättningar.

Tabell 7. Regression för fast ersättning med avseende på eventuellt påverkande variabler. Efter regressionens titel finns noteringar om antal observationer som analyserats i regressionen, F-värdet (antalet variabler samt frihetsgrader) samt determinationskoefficienten. I tabellen anger koefficienten *b*-värdet i regressionsmodellen, *t*-värdet anger signifikansnivån där 1,96 motsvarar 95%-ig signifikans, $P > |t|$ är kopplat till signifikans nivå där 0,05 motsvarar 95%-ig signifikans. Signifikansnivåerna anges enligt följande: *** motsvarar 99%-ig signifikans, ** motsvarar 95%-ig signifikans, * motsvarar 90%-ig signifikans.

Fast ersättning (Observationer=1039; $F(15, 1023)=57,52$; $R^2=0,5927$)			
	Koefficient	t-värde	$P > t $
Volatilitet	1199955	4,02	0,000 ***
Största enskilda röst	-7928,172	-3,58	0,000 ***
ROE	-468566,8	-2,59	0,010 ***
EBIT	0,0221554	0,96	0,337
In av totala tillgångar	351730,1	4,79	0,000 ***
In av börsvärde	476957,5	8,28	0,000 ***
In av omsättning	128697,5	3,05	0,002 ***
2001	Dropped		
2002	-501470,7	-3,65	0,000 ***
2003	-41334	-0,34	0,735
2004	Dropped		
2005	-10670,99	-0,08	0,932
Energi & Material	Dropped		
Industri	423767,2	3,06	0,002 ***
Daglig- & Sällanköp	500445,4	2,59	0,010 ***
Hälsovård	468791,3	2,73	0,006 ***
Finans	-487760,4	-3,25	0,001 ***
IT & Teleoperatörer	422043,9	2,44	0,015 **
Konstant	-1,44e+07	-12,64	0,000 ***

4.8.3 Bonus

Linjär regression utfördes på bonus och en mängd variabler, se tabell 14 nedan. I den ursprungliga regressionen var även ROE inkluderad, men den var ej signifikant och påverkade heller inte de andra variablerna nämnvärt och togs därför bort ur modellen. För totala tillgångar, börsvärde och omsättning har logaritmen använts för att minska de enorma stora skillnaderna inom dessa variabler. Enligt modellen har volatilitet och börsvärde en signifikant positiv påverkan på bonusen medan största enskilda röst har en negativ påverkan, EBIT, totala tillgångar och omsättning hade ej signifikant påverkan. Av åren ingår inte år 2004 för att undvika perfekt linjärt samband, 2001 faller bort på grund av saknade värden. Åren 2002 och 2003 var signifikant lägre än 2004 och 2005 saknade

signifikant skillnad. Av branscherna ingår inte Energi & Material. Alla andra branscher hade signifikant högre bonus än Energi & Material.

Tabell 8. Regression för bonus med avseende på eventuellt påverkande variabler. Efter regressionens titel finns noteringar om antal observationer som analyserats i regressionen, F-värdet (antalet variabler samt frihetsgrader) samt determinationskoefficienten. I tabellen anger koefficienten *b*-värdet i regressionsmodellen, *t*-värdet anger signifikansnivån där 1,96 motsvarar 95%-ig signifikans, $P > |t|$ är kopplat till signifikans nivå där 0,05 motsvarar 95%-ig signifikans. Signifikansnivåerna anges enligt följande: *** motsvarar 99%-ig signifikans, ** motsvarar 95%-ig signifikans, * motsvarar 90%-ig signifikans.

Bonus (Observationer=1039; F(15 , 1023)=57,52; R ² =0,5927)			
	Koefficient	t-värde	$P > t $
Volatilitet	338515,8	2,34	0,020 **
Största enskilda röst	-6034,671	-3,34	0,000 ***
EBIT	0,0192861	0,96	0,336
In av totala tillgångar	82263,89	0,98	0,327
In av börsvärde	211059	3,09	0,002 ***
In av omsättning	34500,71	0,93	0,355
2001	Dropped		
2002	-484046,8	-3,69	0,000 ***
2003	-267090,8	-1,94	0,052 *
2004	Dropped		
2005	188615,4	1,18	0,240
Energi & Material	Dropped		
Industri	711434,8	4,87	0,000 ***
Daglig- & Sällanköp	680662,6	3,40	0,001 ***
Hälsovård	504165,9	2,81	0,005 ***
Finans	456999,7	2,76	0,006 ***
IT & Teleoperatörer	589057,5	4,21	0,000 ***
Konstant	-5748069	-6,56	0,000 ***

4.8.4 ΔErsättning

Utvecklingen av en VD:s ersättningen från år till år har analyserats med hjälp av linjär regression vilket återfinns i tabell 15. Tre olika regressioner har utförts, total och fast ersättning samt bonus. Regressionen har utförts med avseende på den årsvisa förändringen av ett antal variabler. Dessa variabler har en eventuell påverkan på ersättningsnivån och är som följer:

- ΔBörsvärdet, förändring under året
- ΔTotala tillgångar, förändring under året
- ΔEBIT, förändring från föregående års resultat
- ΔOmsättning, förändring från föregående års omsättning

- Åren 2001 till 2005 har tagits med i regressionen för att undersöka eventuell signifikans. Då de saknade signifikans exkluderades årsvariablerna i den slutliga regressionen.
- Industrikategorierna har tagits med i regressionen för att undersöka eventuell signifikans. I likhet med årsvariablerna har dessa ej inkluderats i den slutliga regressionen då signifikans ej kunnat påvisas.

Tabell 9. Regression för ersättningsnivåer med avseende på eventuellt påverkande variabler. Tabellen är uppdelad i tre delar i vilka regression utförts med avseende på förändringen av den totala och fasta ersättningen samt bonusen. Efter regressionens titel finns noteringar om antal observationer som analyserats i regressionen, F-värdet (antalet variabler samt frihetsgrader) samt determinationskoefficienten. I tabellen anger koefficienten *b*-värdet i regressionsmodellen, t-värdet anger signifikansnivån där 1,96 motsvarar 95%-ig signifikans, P>|t| är kopplat till signifikans nivå där 0,05 motsvarar 95%-ig signifikans. Signifikansnivåerna anges enligt följande: *** motsvarar 99%-ig signifikans, ** motsvarar 95%-ig signifikans, * motsvarar 90%-ig signifikans.

ΔTotal ersättning (Observationer=552; F(4,547)=8,35; R ² =0,2068)			
	Koefficient	t-värde	P> t
ΔBörsvärde	-,000022	-2,11	,035**
ΔTotala tillgångar	,006114	1,61	,107
ΔEBIT	,2955644	4,15	,000***
ΔOmsättning	,1270426	4,00	,000***
konstant	219007,3	3,65	,000***
ΔFast ersättning (Observationer=365; F(4,360)=4,72; P>F=0,001; R ² =0,1161)			
	Koefficient	t-värde	P> t
ΔBörsvärde	-,000022	-1,46	,144
ΔTotala tillgångar	,0045747	2,36	,019**
ΔEBIT	,1219074	2,51	,013**
ΔOmsättning	,0595934	2,29	0,023**
konstant	84236,35	1,73	,084*
ΔBonus (Observationer=365; F(4,360)=31,25; P>F=0,0000; R ² =0,2039)			
	Koefficient	t-värde	P> t
ΔBörsvärde	-,00000012	-,01	,993
ΔTotala tillgångar	,0016655	,59	,555
ΔEBIT	,2102467	3,24	,001***
ΔOmsättning	,0671835	1,72	,087*
konstant	161067,8	2,71	,007***

Förändringen av den totala ersättningen år till år stiger i takt med ökad EBIT och omsättning enligt tabell 15. Dessa samband är statistiskt säkerställda på 99%-ig signifikansnivå. En positiv värdeförändring av börsvärdet visar ett negativt samband med utvecklingen av den totala ersättningen med 95%-ig signifikans. Totala tillgångar kan ej med statistisk signifikans sägas påverka utvecklingen av den totala ersättningen.

Förändringen av den fasta ersättningen år till år stiger i takt med ökade totala tillgångar, EBIT samt omsättning enligt tabell 15. Dessa samband är statistiskt säkerställda på 95%-ig signifikansnivå. Börsvärdet påvisar i likhet med utvecklingen av den totala ersättningen en tendens till ett negativt samband men i detta fallet kan det inte säkerställas på någon av de tre signifikansnivåerna.

Förändringen av VD:ns bonus år till år påverkas till allra största del av förändringen av företagets resultat enligt tabell 15. Detta samband är statistiskt säkerställt med 99%-ig signifikans. Förändringen av omsättningen påverkar även den till viss del bonusen utveckling vilket säkerställs på 90%-ig signifikansnivå. Förändringen av börsvärdet samt de totala tillgångarna är insignifikanta när det gäller att påvisa ett samband med utvecklingen av bonusnivån. Då regression utfördes med år och branschkategorierna inkluderade visade sig finansbranschen haft kraftigare utveckling av bonusnivån än vad hälsovårdsbranschen haft. Sambandet är statistiskt säkerställt med 90%-ig signifikansnivå.

5. Diskussion

Den övergripande analysen visar tydligt att ersättningen stadigt ökat sedan 2002 vilket har synliggjorts i figur 1, avsnitt 4.1. Nedgången mellan 2001 och 2002 kan förklaras med den kraftiga börsnedgången som skedde till följd av IT-kraschen. Även andelen VD:ar som erhållit rörlig ersättning har upplevt en konstant ökning sett till perioden 2002 till 2005. Utveckling verkar därmed gå mot ett mer internationellt synsätt där rörlig ersättning är vanligare och utgör en större del av den totala ersättningen. Branschtillhörighet påverkar ersättningsnivån till viss del men inte alls så kraftigt som börsvärdet. Att börsvärdet påverkar ersättningsnivån kan verka självklart då en större organisation dels kräver större kompetens från ledningen och dels har möjlighet att betala ut högre löner. Även andelen VD:ar med bonus ökar stadigt inom börsvärdena, i genomsnitt 25 procent erhöll bonus i börsvärde 1 medan i genomsnitt 74 procent erhöll bonus i börsvärde 6.

Finansbranschen förknippas ofta med höga löner och väl tilltagna bonusar. Finans borde därför sticka ut från de övriga branscherna, vilket inte är fallet. I figur 5, avsnitt 4.1, framgår det att Finans är den bransch med störst andel stora bolag. Trots detta har branschen enligt figur 2 i samma avsnitt näst lägst genomsnittlig totalersättning av alla branscher. Den rörliga delen av ersättningen är dock bland de större sett ur branshperspektiv. Vi kan alltså konstatera att lönerna faktiskt inte är så höga som ryktet gjort gällande. En del av förklaringen kan ligga i att många bolag som inte har renodlad finansverksamhet återfinns i denna kategori och en mer precis uppdelning av branscher skulle därmed kunna ge ett annorlunda resultat.

Något som är värt att reflektera över är att när ersättningsnivåerna sätts bygger dessa i viss mån på förväntningar. Om styrelsen förväntar sig en kraftig nedgång under året och VD:n lyckas minska denna nedgång bör han belönas för detta, men antagandet i uppsatsen har varit att antingen lyckas du med en vinst eller misslyckas med en förlust. Att räkna med förväntningar är dock problematiskt och kräver stor insyn i varje företag.

Nedan diskuteras de hypoteser som ställdes upp i avsnitt 2.8.

1. Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med det redovisade resultatet i form av EBIT.

Kaplan (2007) visar att företag indelade i en topp- samt botten-decil baserat på erhållen lön presterar över respektive under marknaden som helhet med avseende på redovisad vinst. Paralleller kan dras till analysen av löner för de VD:s vars företag gått med positivt samt negativt resultat i tabell 1 och 2 samt figur 7, avsnitt 4.2. I analysen visas att det är en signifikant skillnad mellan dessa två grupper. De VD:s i företag som redovisade positivt resultat hade en nästintill dubbel så hög totalersättning. Bonusarna var cirka 3 gånger så höga för de med positivt EBIT sett över hela perioden. Detta tror vi dock till viss del beror på att de stora företagen som ofta är etablerade sedan länge och har stor

erfarenhet av marknaden tenderar uppnå ett positivt resultat, även om vinsten inte alltid är stor i förhållande till dess tillgångar. Att den fasta ersättningen är signifikant högre förklaras på samma sätt, den fasta lönen sätts innan resultatet redovisats och borde inte påverkas.

I regressionerna går det inte längre att se en signifikant påverkan från EBIT på ersättningsnivåerna, vilket var fallet i de tidigare utförda analyserna. Att EBIT verkade ha en påverkan i de tidigare analyserna kan bero på andra bakomliggande aspekter varvid regressionen bör vara mer tillförlitlig då den tar hänsyn till fler variabler. Däremot har en förändring i EBIT påverkan på förändringen i ersättning år till år i regressionen. Att en förändring i EBIT ger en förändring i ersättning känns mycket troligt. Något intressant att notera är att det i regressionen framkommer att en förändring av EBIT med 1000 svenska kronor ger en förändring i VD:ns totala ersättning på 30 öre. Motsvarande för fast respektive rörlig ersättning är 12 respektive 21 öre. Omsättningen har en liknande påverkan även om den inte är lika stark, se tabell 15, avsnitt 4.8.4.

Hypotesen med ett positivt samband mellan EBIT och ersättning kan inte fullt ut styrkas, däremot visar de regressioner som utförts ett positivt samband mellan förändring i EBIT och förändring i ersättning.

2. Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med börsvärdesförändringen.

I analysen av börsvärdesförändringens påverkan på ersättningsnivån kunde inte några konkreta resultat uppnås år för år. Därmed kan ett samband mellan dessa två inte säkerställas förutom sett över hela perioden där det visade sig att ett en positiv börsvärdesförändring resulterade i en högre total ersättning. Korrelationen gav liknande tvetydiga resultat. Det vore rimligt att anta att en förändring i börsvärde ger en förändring i ersättning men detta har ej kunnat fastställas. Det samband Jensen och Murphy (1990) fann kan således inte styrkas.

Korrelationerna visar även betydelsen av höga värden på ROE och ROA om VD:n vill ha en hög lön. ROE och ROA visar liksom börsvärdesförändringen ett ökat värde för aktieägarna. Korrelationer visar dock enbart koppling mellan två variabler så för att ge en mer nyanserad bild har regressioner använts, där flera variabler och deras inbördes påverkan kan analyseras samtidigt.

I de regressioner som utförts finns det tvärt emot hypotesen ett negativt samband mellan börsvärdesförändring och förändringen av den totala ersättningen. Detta kan bero på att aktiemarknaden tappat i värde under den aktuella perioden (år 2001 till år 2004) samtidigt som lönerna har stigit. Förändringen av de totala tillgångarna är kopplad till ökad fast ersättning vilket kan förklaras med att om VD:n gör ett bra jobb ett år så belönas han/hon med en högre fast ersättning nästkommande år. ROE visade sig ha en signifikant negativ påverkan på fast ersättning, alltså ett lågt

ROE ger en högre lön. Detta verkar inte rimligt då ett högt ROE bör vara eftersträvansvärt. Ingen trolig förklaring till detta har hittats förutom att regressionsmodellen inte är perfekt utformad.

3. Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med företagets storlek i form av börsvärde.

Figur 6, avsnitt 4.1 visar tydliga skillnader i ersättningsnivåer mellan olika börsvärden. Den totala och den fasta ersättningen är båda högre om omsättning, börsvärde och/eller totala tillgångar är höga. Dessa tre säger alla något om företagets storlek och från tidigare analyser har det visats att storleken har betydelse. För bonus är det endast börsvärdet av dessa tre som har en signifikant påverkan. Ingen trolig förklaring till detta har påträffats.

4. Ersättningen kommer vara negativt korrelerad med storleken på den största enskilda röstandelsägaren.

I enlighet med teoriavsnittet karaktäriseras insider- och outsidersystem av ett flertal faktorer som undersökts i analysdelen. En av dessa är stora röstandelsägare som enligt teorin skall återfinnas i insidersystem. Med anledning av ägarnas stora intresse och insyn i bolaget bör lönerna inte nödvändigtvis vara så höga i denna typ av bolag. I de bolag där en ensam ägare innehar majoriteten av rösterna (röstandelskategori 6) så är alla undersökta ersättningstyper väsentligt lägre än i övriga kategorier. Även andelen VD:ar med rörlig lön är betydligt lägre i denna kategori, se tabell 7, avsnitt 4.5. Sambandets styrks i regressionen där resultatet visar att företag med en stor röstandelsägare betalar ut en lägre total, fast samt rörlig ersättning, vilket även Bertrand & Mullainathan (2001) visar i teoriavsnittet.

5. Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med andelen utländska ledamöter i företagets styrelse.

Studier, bland annat utförd av Hallvarsson och Halvarsson, säger att VD:ar i europeiska företag tjänar mer än de i svenska då likvärdiga företag undersökts. De erkänt höga VD-lönerna som betalas ut i anglosaxiska länder är även de högre då de jämförs med likvärdiga svenska företag. I analysen av andelen utlänningar i de svenska företagens styrelser visar tabell 9, avsnitt 4.6 att 85 procent av företagen i börsvärdeskategori 6 har minst en utländsk styrelseledamot medan endast 17 procent av företagen i börsvärdeskategori 1 har minst en utländsk styrelseledamot. I de företag som har en utlänning i sin styrelse har VD:n betydligt högre lön. Att denna skillnad helt kan tillskrivas influenser från de utländska styrelseledamöternas hemländer är inte troligt då det genomsnittliga börsvärdet är betydligt högre för de företag som har utländska närvaro i styrelsen. Hypotesen kan därför inte med säkerhet styrkas då stora företag och andelen utländska styrelseledamöter går hand i hand.

6. Ersättningen kommer vara positivt korrelerad med företagets risk i form av aktievolatilitet.

Ett företag med en hög aktievolatilitet skall enligt hypotesen ha en högre bonus då företaget befinner sig i ett utsatt läge och VD:n behöver incitament för att lägga ner mycket tid och kraft på att styra företaget i rätt riktning. Det är även svårare för styrelsen att övervaka VD:ns arbete i en sådan miljö i enlighet med principal-agent teorin. Vår analys har visat på ett motsatt resultat där företagen i den lägre volatilitetsgruppen tjänar mer och får en större bonus. Andelen bonus av total lön är även den högre. Detta resultat, som motsäger hypotesen, härleds till att det genomsnittliga börsvärdet är betydligt högre i gruppen med låg volatilitet. Då volatilitet inkluderas i regressionsanalysen så visas tydligt ett samband mellan hög volatilitet och hög lön samt bonus. Således tycks hypotesen stämma då regressionsmodellen eliminerar påverkan från företagets storlek.

6. Slutsatser

För att maximera din lön som VD bör du arbeta i ett företag som: 1) har ett högt börsvärde, 2) har hög omsättning, 3) har positivt EBIT, 4) karakteriseras av hög volatilitet och låg högsta röstandel (outsider system). När du väl är VD i ett lämpligt företag försök: 1) öka EBIT, 2) öka omsättningen. Vilken bransch företaget tillhör spelar mindre roll för totalersättningen så länge du håller dig borta från IT & Teleoperatörer. Om företaget har många utlänningar i styrelsen, främst anglosaxer, tenderar din lön att vara högre.

Trender kan skönjas under den studerade tidsperioden mot högre löner, fler VD:ar som erhåller rörlig ersättning och en större andel av ersättningen som är rörlig.

7. Referenser

7.1 Böcker

Copeland, T. E., Weston J. F., Shastri, K. (2005) *Financial Theory and Corporate Policy – International Edition*, Boston: Pearson Addison Wesley.

Jones, T., (2004) *Business Economics and Managerial Decision Making*, Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.

Körner, S., Wahlgren, L. (2006) *Statistisk Dataanalys*, Lund: Studentlitteratur.

Osterloh, M., Frey, B. S. (2002) Does pay for performance really motivate employees? Från: A. Neely (2002) (ed.) *Business performance measurement: Theory and practice*, sid 107-122, 1:a upplagan, Cambridge: Cambridge University Press.

Oxelheim, L., Wihlborg, C. (2008) *Markets and Compensation for Executives in Europe*, 1:a upplagan, Bingley: Emerald.

Sevenius, R. (2007) *Bolagsstyrning*, Lund: Studentlitteratur.

Sundqvist, S. I. et al (2001-2005) *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag*, årsboksserie, Stockholm: SIS Ägarservice.

Söderström, H. T. (red.) et al (2003) *Ägarmakt och Omvandling: Den Svenska Modellen Utmanad*, Stockholm: SNS Förlag.

7.2 Vetenskapliga artiklar

Bebchuk, L. A., Fried, J. M. (2003) Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, nr 3, sid 71-92.

Bertrand, M., Mullainathan, S. (2001) Are CEOs rewarded for luck? The Ones without Principles are, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, nr 3, sid 901-932.

Bryan, S., Nash, R., Patel, A. (2006) *The Structure of Executive Compensation: International Evidence from 1996-2004*. Working paper.

Dittman, I., Maug, E. (2007) Lower Salaries and No Options? On the Optimal Structure of Executive Pay, *The Journal of Finance*, vol. 62, nr 1, sid 303-343.

Holmström, B. (1979) Moral Hazard and Observability, *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, nr 1, sid 74-91.

Jensen, M. C., Meckling W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nr 4, sid 305-360.

Jensen, M. C., Murphy K. J. (1990) Performance Pay and Top-Management Incentives, *The Journal of Political Economy*, vol. 98, nr 2, sid 225-264.

7.3 Andra publikationer

Hallvarsson & Halvarsson (2009) Svenska VD-ersättningar i ett Internationellt Perspektiv 2006-2008, Stockholm: Hallvarsson & Halvarsson.

Kaplan, S. N. (2007) Testimony of Steven N. Kaplan on "Empowering Shareholders on Executive Compensation" and H.R. 1257 the "Shareholder Vote on executive Compensation Act" Before the Committee on Financial Services, United States House of Representatives, March 8 2007.

7.4 Internet

Cisionwire (2009) www.cisionwire.se

Dagens Industri (2009) Svenska branscher, www.di.se

Datastream: <http://online.thomsonreuters.com/datastream/>

Lucas, D., Flores, J. (2006) Bonus till Chefer Tynger Tradedoubler, Dagens Nyheter, 26 januari 2006, www.dn.se/ekonomi/bonus-till-chefer-tynger-tradedoubler-1.507928

Skatteverket (2010)

www.skatteverket.se/fordigsomar/forarbetsgivare/incitamentsprogram.4.5947400c11f47f7f9dd80002901.html

Waldenström, D (2009) Så kan bonussystemen förbättras, Göteborgs-Posten, 22 september 2009, www.gp.se/nyheter/debatt/1.122753-sa-kan-bonussystemen-forbatttras

A. Bilagor

A.1. Ersättningsnivåer för hela marknaden samt uppdelade branschvis

Tabell A.1. Ersättningsnivåer för hela marknaden samt uppdelade branschvis. Företagen har indelats efter bransch i enlighet med den indelning som redovisades i metodkapitlet. Statistik för varje bransch jämförs med avseende på total, fast och rörlig ersättning samt andel VD:ar med bonus och bonusens andel av den totala ersättningen för perioden 2001-2005. Under varje branschrubrik finns även en procentuell uppdelning på börsvärde inom varje bransch sett över alla åren. Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för de undersökta värdena med avseende på företags branschtillhörighet. Notera att år 2001 faller bort för fast ersättning och bonus. Medelvärde är presenterat tillsammans med ett 95%-igt konfidensintervall. Värdet för noterade börsbolag anger ingående värden för varje år.

Panel A: Totalt alla branscher						
Börsvärdesindelning under 2001-2005: 1=8,6 %, 2=14,1 %, 3=23,0 %, 4=22,9%, 5=13,7%, 6= 9,1%, NA=8,5 %						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
Noterade börsbolag	1472	311	305	297	282	277
Totalt antal	1238	242	270	240	229	257
Andel av bolagen	84,1%	77,8%	88,5%	80,8%	81,2%	92,8%
Total ersättning						
Antal analyserade	1235	242	268	239	229	257
Medel	3 573± 84	3 291± 252	3 093± 125	3 451± 190	3 819± 208	4 236± 140
Median	2 374	2 100	2 139	2 312	2 528	2 829
Std.av.	3 764	4 252	2 989	3 389	3 709	4 268
Fast ersättning (2002-2005) Totalt antal noterade bolag 2002-2005 var 1161 stycken						
Antal analyserade	982	-	257	239	229	257
Medel	2 845± 58	-	2 618± 104	2 855± 143	2 931± 134	2 988± 80
Median	2 099	-	1 910	2 100	2 175	2 213
Std.av.	2 376	-	2 136	2 552	2 378	2 431
Bonus (2002-2005) Totalt antal noterade bolag 2002-2005 var 1161 stycken						
Antal analyserade	982	-	257	239	229	257
Andel med bonus	52,9%	-	40,9%	50,6%	55,9%	64,2%
Andel bonus av tot. ers.	24,9%	-	21,6%	21,0%	25,5%	29,4%
Medel.	1 517± 56	-	1 157± 80	1 177± 95	1 584± 118	1 943± 96
Median	724	-	604	533	827	990
Std.av.	2 262	-	1 646	1 701	2 104	2 924
Panel B: Energi & Material						
Börsvärdesindelning under 2001-2005: 1= 10,5%, 2= 7,9%, 3= 17,1%, 4= 11,8%, 5= 28,9%, 6= 9,2%, NA=14,5%						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
Totalt antal	76	15	18	14	14	15
Total ersättning						
Antal analyserade	76	15	18	14	14	15
Medel	3 652± 276	3 255± 721	3 134± 468	3 799± 671	3 981± 716	4 224± 410
Median	2 756	2 240	2 400	3 222	3 745	3 970
Std.av.	3 117	3 103	3 201	3 050	3 253	3 244

Fast ersättning (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	60	-	17	14	14	15
<i>Medel</i>	3 366± 382	-	2 965± 435	3 325± 569	3 521± 627	3 712± 371
<i>Median</i>	2 575	-	2 445	2 870	2 886	3 700
<i>Std.av.</i>	2 618	-	2 700	2 480	2 761	2 727
Bonus (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	60	-	17	14	14	15
<i>Andel med bonus</i>	46,7%	-	41,2%	50,0%	42,9%	53,3%
<i>Andel bonus av tot. ers.</i>	16,3%	-	14,6%	15,9%	19,2%	16,1%
<i>Medel</i>	952± 105	-	843± 106	949± 174	1 074± 176	959± 111
<i>Median</i>	698	-	604	696	1 039	683
<i>Std.av.</i>	717	-	661	758	773	816
Panel C: Industri						
<i>Börsvärdesindelning under 2001-2005: 1= 3,9%, 2=15,6 %, 3= 24,3%, 4= 24,6%, 5=14,4%, 6= 11,7%, NA=5,7%</i>						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Totalt antal</i>	334	68	73	66	62	65
Total ersättning						
<i>Antal analyserade</i>	333	68	72	66	62	65
<i>Medel</i>	4 039± 166	3 746± 485	3 797± 273	3 906± 413	4 270± 402	4 529± 245
<i>Median</i>	2 699	2 256	2 535	2 655	2 889	3 348
<i>Std.av.</i>	3 860	4 370	3 542	3 872	3 766	3 765
Fast ersättning (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	261	-	68	66	62	65
<i>Medel</i>	3 236± 185	-	3 011± 207	3 396± 372	3 229± 261	3 315± 156
<i>Median</i>	2 350	-	2 123	2 269	2 518	2 629
<i>Std.av.</i>	2 665	-	2 171	3 487	2 441	2 408
Bonus (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	261	-	68	66	62	65
<i>Andel med bonus</i>	56,7%	-	47,1%	45,5%	66,1%	69,2%
<i>Andel bonus av tot. ers.</i>	25,1%	-	22,5%	20,7%	26,2%	28,9%
<i>Medel</i>	1 503± 131	-	1 416± 175	1 123± 154	1 574± 226	1 753± 129
<i>Median</i>	776	-	739	442	667	923
<i>Std.av.</i>	1 890	-	1 843	1 448	2 112	1 981
Panel D: Dagligvaror & Sällanköp						
<i>Börsvärdesindelning under 2001-2005: 1= 4,7%, 2= 12,1%, 3= 20,1%, 4= 26,8%, 5= 16,8%, 6= 10,1%, NA= 9,4%</i>						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Totalt antal</i>	149	24	30	29	28	38
Total ersättning						
<i>Antal analyserade</i>	148	24	29	29	28	38

<i>Medel</i>	4 022± 286	3 654± 510	3 590± 338	3 897± 634	4 488± 660	4 336± 360
<i>Median</i>	2 780	2 957	2 742	2 474	3 226	2 910
<i>Std.av.</i>	3 646	2 684	2 664	3 953	4 240	4 183
Fast ersättning (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	124	-	29	29	28	38
<i>Medel</i>	3 223± 156	-	3 132± 286	2 956± 356	3 449± 381	3 330± 211
<i>Median</i>	2 551	-	2 400	2 162	2 753	2 715
<i>Std.av.</i>	2 331	-	2 257	2 219	2 446	2 452
Bonus (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	124	-	29	29	28	38
<i>Andel med bonus</i>	57,3%	-	44,8%	62,1%	57,1%	63,2%
<i>Andel bonus av tot. ers.</i>	23,4%	-	22,0%	21,6%	24,4%	24,7%
<i>Medel</i>	1 519± 145	-	1 020± 128	1 516± 353	1 818± 382	1 592± 210
<i>Median</i>	788	-	720	752	941	810
<i>Std.av.</i>	2 163	-	1 012	2 201	2 458	2 444
Panel E: Hälsovård						
<i>Börsvärdesindelning under 2001-2005: 1= 8,8%, 2= 11,4%, 3= 21,9%, 4= 23,7%, 5= 16,7%, 6= 3,5%, NA= 14,0%</i>						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Totalt antal</i>	114	22	24	20	21	27
Total ersättning						
<i>Antal analyserade</i>	113	22	24	19	21	27
<i>Medel</i>	4 277± 470	5 252± 1893	3 476± 563	4 216± 1140	3 969± 836	4 475± 605
<i>Median</i>	2 392	2 552	2 406	3 000	2 114	2 167
<i>Std.av.</i>	6 203	9 786	4 223	5 173	4 459	6 106
Fast ersättning (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	90	-	23	19	21	27
<i>Medel</i>	2 964± 313	-	2 743± 330	2 983± 580	3 242± 836	2 924± 269
<i>Median</i>	2 144	-	2 174	2 560	2 114	1 968
<i>Std.av.</i>	2 601	-	2 095	2 631	4 459	2 720
Bonus (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	90	-	23	19	21	27
<i>Andel med bonus</i>	47,8%	-	34,8%	63,2%	38,1%	55,6%
<i>Andel bonus av tot. ers.</i>	25,8%	-	26,0%	24,1%	20,9%	29,7%
<i>Medel</i>	2 304± 425	-	2 309± 582	1 953± 696	1 910± 353	2 793± 134
<i>Median</i>	1 400	-	1 405	974	1 905	1 351
<i>Std.av.</i>	3 540	-	3 697	3 160	1881	4 550
Panel F: Finans						
<i>Börsvärdesindelning under 2001-2005: 1= 3,5%, 2= 5,6%, 3= 23,3%, 4= 24,6%, 5= 19,8%, 6= 14,7%, NA= 8,6%</i>						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005

<i>Totalt antal</i>	232	44	53	46	42	47
Total ersättning						
<i>Antal analyserade</i>	232	44	53	46	42	47
<i>Medel</i>	3 556± 149	3 137± 330	2 941± 194	3 422± 311	4 122± 440	4 269± 300
<i>Median</i>	2 465	2 400	2 273	2 422	3 186	2 933
<i>Std.av.</i>	2 871	2 340	2 112	2 453	3 319	3 753
Fast ersättning (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	185	-	50	46	42	47
<i>Medel</i>	2 721± 157	-	2 446± 189	2 722± 231	2 933± 264	2 823± 167
<i>Median</i>	2 222	-	1 981	2 327	2 587	2 222
<i>Std.av.</i>	1 887	-	1669	1 822	1 988	2 091
Bonus (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	185	-	50	46	42	47
<i>Andel med bonus</i>	54,6%	-	48%	52,2%	57,1%	61,7%
<i>Andel bonus av tot. ers.</i>	30,0%	-	25,5%	26,7%	32,3%	34,3%
<i>Medel</i>	1 761± 184	-	1 156± 139	1 340± 174	2 082± 332	2 344± 236
<i>Median</i>	943	-	639	796	1 000	1 498
<i>Std.av.</i>	2 215	-	1 229	1 370	2 502	2 947
Panel G: IT & Teleoperatörer						
<i>Börsvärdesindelning under 2001-2005: 1=18,0%, 2= 21,9%, 3= 24,6%, 4= 20,7%, 5=3,0% , 6= 4,2% NA=7,5%</i>						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Totalt antal</i>	333	69	72	65	62	65
Total ersättning						
<i>Antal analyserade</i>	333	69	72	65	62	65
<i>Medel</i>	2 662± 134	2 198± 252	2 162± 176	2 511± 249	2 763± 362	3 764± 295
<i>Median</i>	1 812	1 700	1 554	1 836	1 860	2 338
<i>Std.av.</i>	3 109	2 254	2 285	2 364	3 388	4 545
Fast ersättning (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	262	-	70	65	62	65
<i>Medel</i>	2 206± 97	-	2 020± 184	2 215± 194	2 158± 221	2 441± 159
<i>Median</i>	1 687	-	1 532	1 721	1 646	1 867
<i>Std.av.</i>	2 126	-	2 130	1 843	2 068	2 444
Bonus (2002-2005)						
<i>Antal analyserade</i>	262	-	70	65	62	44
<i>Andel med bonus</i>	48,9%	-	30,0%	46,2%	53,2%	67,7%
<i>Andel bonus av tot. ers.</i>	23,1%	-	16,0%	16,4%	22,5%	31,5%
<i>Medel</i>	1 199± 108	-	512± 56	642± 104	1 136± 194	1 954± 227
<i>Median</i>	500	-	290	283	532	878
<i>Std.av.</i>	2 370	-	654	991	1 817	3 498

A.2. Börsvärdets påverkan på ersättningsnivån

Tabell A.2. Börsvärdets påverkan på ersättningsnivån. Noteringarna för börsvärde i den sammanställda datamängden har indelats i enlighet med den indelning som redovisades i metodkapitlet. Indelning efter börsvärde jämförs med total, fast och rörlig ersättning samt bonusens andel av den totala ersättningen och procentuell andel VD:ar med bonus. Tabellen är uppdelad efter år, dels totalt för åren 2002-2005 och årsvis. Syftet är att avgöra om skillnader föreligger för de undersökta värdena med avseende på ett företags börsvärde. Notera att år 2001 faller bort för fast ersättning och bonus samt att värdena inom parentes anger antalet i aktuell grupp och att värdena inom parentes i bonusavsnittet anger den procentuella andel som har bonus inom den aktuella börsvärdeskategorin. Medelvärdet är presenterat tillsammans med ett 95%-igt konfidensintervall.

Panel A: Total ersättning						
Medel (tusentals SEK)						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
Börsvärde NA	(106)	(24)	(26)	(16)	(12)	(28)
Börsvärde 1-6	3 343± 87 (1132)	2 941 (218)	2 953 (244)	3 215 (224)	3 673 (217)	3 953 (229)
Börsvärde 1	1 241± 50 (106)	1 085 (10)	1 148 (25)	1 430 (35)	1 128 (21)	1 214 (14)
Börsvärde 2	1 652± 61 (175)	1 157 (30)	1 686 (39)	1 782 (38)	1 967 (32)	1 612 (36)
Börsvärde 3	2 160± 72 (285)	1 763 (55)	1 921 (63)	2 229 (52)	2 458 (54)	2 441 (61)
Börsvärde 4	2 909± 93 (284)	2 529 (66)	2 605 (59)	3 036 (48)	2 845 (56)	3 646 (55)
Börsvärde 5	5 058± 232 (170)	3 883 (34)	4 398 (35)	5 412 (30)	5 785 (30)	5 805 (41)
Börsvärde 6	9 410± 357 (113)	8 684 (23)	8 586 (23)	8 498 (21)	10 200 (24)	11 040 (22)
Median (tusentals SEK)						
År	2001-2005	2001	2002	2003	2004	2005
Börsvärde 1-6	2 316	2 091	2 139	2 256	2 507	2 767
Börsvärde 1	1 176	894	1 106	1 528	1 036	1 075
Börsvärde 2	1 480	974	1 551	1 607	1 586	1 465
Börsvärde 3	1 971	1 578	1 862	2 049	2 467	2 088
Börsvärde 4	2 605	2 141	2 400	2 995	2 763	3 300
Börsvärde 5	4 250	3 336	3 679	4 838	4 707	4 880
Börsvärde 6	8 600	6 982	7 548	8 095	8 871	10 034
Panel B: Fast ersättning						
Medel (tusentals SEK)						
År	2002-2005	2001	2002	2003	2004	2005
Börsvärde 1-6	2 737± 65 (904)	-	2 594 (234)	2 683 (224)	2 820 (217)	2 858 (229)
Börsvärde 1	1 192± 51 (93)	-	1 058 (23)	1 359 (35)	1 086 (21)	1 153 (14)
Börsvärde 2	1 578± 53 (144)	-	1 596 (38)	1 632 (38)	1 634 (32)	1 453 (36)
Börsvärde 3	1 894± 52 (225)	-	1 851 (58)	1 945 (52)	1 864 (54)	1 917 (61)
Börsvärde 4	2 381± 66 (216)	-	2 302 (57)	2 422 (48)	2 396 (56)	2 410 (55)
Börsvärde 5	4 036± 151 (136)	-	3 714 (35)	4 263 (30)	4 158 (30)	4 056 (41)
Börsvärde 6	7 189± 222 (90)	-	6 672 (23)	6 961 (21)	7 387 (24)	7 731 (22)
Median (tusentals SEK)						
År	2002-2005	2001	2002	2003	2004	2005
Börsvärde 1-6	2 073	-	1 939	2 042	2 156	2 129
Börsvärde 1	1 094	-	1 094	1 354	1 027	1 026
Börsvärde 2	1 470	-	1 508	1 476	1 560	1 357
Börsvärde 3	1 836	-	1 735	1 897	1 735	1 881
Börsvärde 4	2 247	-	2 014	2 472	2 252	2 300
Börsvärde 5	3 662	-	3 451	3 940	3 893	3 634
Börsvärde 6	6 493	-	6 000	6 500	6 434	6 959
Panel C: Bonus						
Medel (tusentals SEK)						
År	2002-2005	2001	2002	2003	2004	2005

<i>Börsvärde 1-6</i>	1 373± 58 (42%)	-	1 010 (41%)	1 055 (50%)	1 517 (56%)	1 743 (63%)
<i>Börsvärde 1</i>	216± 14 (25%)	-	185 (17%)	207 (34%)	177 (24%)	428 (14%)
<i>Börsvärde 2</i>	472± 47 (36%)	-	417 (16%)	406 (37%)	592 (56%)	408 (39%)
<i>Börsvärde 3</i>	777± 72 (49%)	-	413 (31%)	548 (52%)	1 189 (50%)	819 (64%)
<i>Börsvärde 4</i>	1 127± 87 (58%)	-	632 (51%)	1 178 (52%)	811 (55%)	1 699 (73%)
<i>Börsvärde 5</i>	1 844± 184 (71%)	-	1 041 (66%)	1 641 (70%)	2 218 (73%)	2 313 (76%)
<i>Börsvärde 6</i>	3 233± 235 (74%)	-	2 752 (70%)	2 306 (67%)	3 553 (79%)	4 044 (82%)
Median (tusentals SEK)						
År	2002-2005	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Börsvärde 1-6</i>	700	-	600	515	751	957
<i>Börsvärde 1</i>	180	-	164	192	123	428
<i>Börsvärde 2</i>	303	-	333	311	267	339
<i>Börsvärde 3</i>	436	-	314	335	600	584
<i>Börsvärde 4</i>	700	-	450	766	667	1 050
<i>Börsvärde 5</i>	1 400	-	1 125	1 533	1 209	1 466
<i>Börsvärde 6</i>	2 602	-	2 038	1 780	2 602	3 167