

Oscar Asplund

VERKSTÄLLANDE DIREKTÖRENS ERSÄTTNING OCH FÖRETAGETS PRESTATION

En studie av finska börsnoterade industriföretag

Pro gradu-avhandling i redovisning
Fakulteten för samhällsvetenskaper
och ekonomi
Handledare: Ralf Östermark
Åbo Akademi
Åbo

Ämne: Redovisning	
Författare: Oscar Asplund	
Titel: Verkställande direktörens ersättning och företagets prestation: En studie av finska börsnoterade industriföretag	
Handledare: Ralf Östermark	
<p>Abstrakt: Förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation är ett mycket debatterat och studerat område. En del hävdar att vd:ar är överbetalda, speciellt i förhållande till övriga anställda, och att ersättningen inte reflekterar arbetsinsatsen. Andra är av åsikten att vd:ar får skälig ersättning eftersom de har kompetenser som få människor besitter och att de har en unik position att påverka företagets prestation. Syftet med den här avhandlingen var därför att undersöka och skapa större insikt om förhållandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation i finska börsnoterade industriföretag.</p> <p>För att ta reda på förhållandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation har en kvantitativ undersökning med data från 30 företag under tidsperioden 2009-2018 gjorts. I undersökningen användes en OLS-regression. Vd:ns ersättning definierades som hans totala kontantbaserade ersättning. Som mått för företagets prestation användes ROA. Dessutom togs ett antal företagsspecifika och för verkställande direktören specifika karaktärsdrag i beaktande i regressionsanalysen.</p> <p>Resultatet i studien visar att det finns ett positivt samband mellan storleken på vd:ns ersättning och företagets prestation. Detta avviker från tidigare studier på den finska marknaden och kan möjligen förklaras av att förhållandet mellan ersättningen och företagets prestation förstärkts eller av att förhållandet är speciellt starkt inom industriföretag. Det är ändå skäl att notera att företagets prestation endast påverkar vd:ns ersättning marginellt och att kausaliteten är oklar. Studien påvisar att företagets och styrelsens storlek är de enskilt viktigaste förklarande variablerna för storleken på vd:ns ersättning.</p> <p>I undersökningen togs inte verkställande direktörens ägarandel i beaktande. Det kunde vara intressant att inkludera i framtida studier. En undersökning där sambandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation i icke-börsnoterade finska företag utreds skulle också skapa större förståelse av den här problematiken.</p>	
Nyckelord: Vd, ersättning, företagets prestation, ROA, industriföretag, Nasdaq Helsinki	
Datum:	Sidantal: 72
Abstraktet godkänt som mognadsprov: 13.12	

Innehåll

1 Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion.....	2
1.3 Syfte och avgränsning	3
1.4 Disposition	4
2 Teoretisk bakgrund	5
2.1 Agentteori och optimal kontraktsteori.....	5
2.1.1 Problem med incitamentbaserade kontrakt	9
2.2 Belöningsystem.....	11
2.3 Bolagsstyrning	14
3 Hypotesformulering utifrån tidigare studier	19
3.1 Studier som antyder ett positivt samband mellan vd:ns ersättning och företagens prestation.....	19
3.2 Studier som antyder att det inte finns ett signifikant samband mellan vd:ns ersättning och företagens prestation.....	22
3.3 Studier som antyder ett negativt samband mellan vd:ns ersättning och företagens prestation.....	26
4 Metod och data	29
4.1 Metod.....	29
4.2 Data	29
4.2.1 Förkastade företag:	31
4.3 Definition av verkställande direktörens ersättning och val av prestationsmått.....	31
4.4 Förklaring av kontrollvariabler.....	32
4.5 Empirisk modell	34
4.6 Reliabilitet, replikerbarhet och validitet	35
5 Resultat.....	38

5.1 Normalfördelning	38
5.2 Sampelstorlek, antal variabler, heteroskedasticitet och autokorrelation	42
5.3 Deskriptiv statistik	44
5.4 Resultat	46
5.5 Analys av hypoteser	50
6 Sammanfattande diskussion	53
6.1 Diskussion och slutsatser	53
6.2 Begräsningar och förslag på fortsatta studier	55
Källor	56
Bilagor	65
Bilaga 1: Histogram och Q-Q plot, Styrelsens storlek	65
Bilaga 2: Histogram och Q-Q plot, Oberoende styrelseledmöter	65
Bilaga 3: Histogram och Q-Q plot, Längd på ämbetsperiod	65
Bilaga 4: Histogram och Q-Q plot, Vd:ns ålder	66
Bilaga 5: Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk test, övriga variabler	66
Bilaga 6: Breusch-Pagan test, icke-tidsfördröjd ersättning	66
Bilaga 7: Breusch-Pagan test, tidsfördröjd ersättning	67
Bilaga 8: Deskriptiv statistik, vd:ns ersättning	67
Bilaga 9: Deskriptiv statistik, ROA	68
Bilaga 10: Deskriptiv statistik, Omsättning	68
Bilaga 11: Deskriptiv statistik, Styrelsens storlek	69
Bilaga 12: Deskriptiv statistik, Oberoende styrelseledamöter	69
Bilaga 13: Deskriptiv statistik, Längd på ämbetsperiod	70
Bilaga 14: Deskriptiv statistik, Vd:ns ålder	70
Bilaga 15: Deskriptiv statistik, Vd:ns utbildningsnivå	71
Bilaga 16: Korrelationsmatris, icke-tidsfördröjd ersättning	71

Bilaga 17: Korrelationsmatris, tidsfördröjd ersättning..... 72

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Ledningens och speciellt verkställande direktörens ersättning har ökat kraftigt de senaste årtiondena (van Essen, Heugens, Otten & van Oosterhout, 2012; Brealy, Myers & Allen, 2017). Många anser att denna utveckling har skett på bekostnad av vanliga arbetstagares lön. Vidare påstår en stor del människor att verkställande direktörens ersättning inte reflekterar hans eller hennes arbetsinsats. Med andra ord är de av åsikten att vd:n är överbetald (Nichols & Subramaniam, 2001). I nordiska länder har motsvarande kritik också lyfts fram, även om storleken på verkställande direktörens ersättning, jämfört med medellönen för arbetstagare, i regel legat på en mycket lägre nivå än i andra utvecklade ekonomier som till exempel Storbritannien och USA (Randøy & Nielsen, 2002).

Det faktum att verkställande direktörers löner är så mycket högre än vanliga arbetstagares har rättfärdigats med argument som att jobbet som vd kräver specialkunskaper få personer besitter, att verkställande direktören har ett väldigt stort ansvar och att vd:n har en mycket större inverkan på företagets prestation än gemene arbetstagare (Nichols & Subramaniam, 2001). Speciellt förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation har varit av stort akademiskt intresse och det har forskats mycket kring det de senaste årtiondena (Sun, Wei & Huang, 2013).

Tai (2008) menar att verkställande direktörers ersättning borde vara kopplad till såväl deras individuella som företagets prestation, för att minimera agentkostnaderna. Agentkostnader uppstår då principalen, i detta fall företagsägarna, överlåter kontrollen av företaget till agenten, verkställande direktören. Principalen och agenten har vanligen en intressekonflikt av något slag och det är därför i principalens intresse att utforma ett kontrakt som samordnar agentens nytta med principalens (Jouber & Fakhfakh, 2012). Ozkan (2011) lyfter fram att man också kan reducera eventuella agentproblem mellan aktieägarna

och ledningen med hjälp av olika bolagsstyrningsmekanismer som till exempel ägarstruktur och styrelsens uppbyggnad.

Under de senaste årtiondena har många olika belöningsystem använts för att försöka koordinera verkställande direktörens intresse med aktieägarna. Under 1980- och 1990-talen var aktieoptioner mycket vanliga. Dessa har dock kritiserats för att belöna vd:n för en gynnsam utveckling på marknaden och inte för företagets prestationer samt för att de uppmuntrar vd:n att sträva efter att kortsiktigt höja aktiepriserna på bekostnad av långsiktig lönsamhet (Cheng & Farber, 2008; Joubert & Fakhfakh, 2012; Martin, Wiseman & Gomez-Meija, 2016). Trots medvetenheten om dessa problem och den omfattande litteraturen kring ämnet har forskare inte nått konsensus gällande förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation.

Med min undersökning ämnar jag skapa en större förståelse av sambandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. Vidare torde avhandlingen fylla ett tomrum då det inte finns så mycket forskning kring detta samband på den finländska marknaden.

1.2 Problemdiskussion

Verkställande direktörens ersättning är ett av de mest omdebatterade ämnena inom företagsekonomi. Många anser att verkställande direktörer är överbetalda överlag, medan andra anser att det är berättigat att de erhåller så stor ersättning. En stor del av teorin kring verkställande direktörens ersättning bygger på agentproblemet, det vill säga intressekonflikten som uppstår då ägande av och kontrollen över företaget är separerat (Davis, Debode & Ketchen, 2013).

Enligt agentteorin är det aktieägarnas till nytta att verkställande direktörens intresse är nära sammankopplat till deras egna intressen, såväl på kort som lång sikt. Enligt Jensen och Meckling (1976) är det omöjligt att helt och hållet samordna deras intressen med varandra. Det har ändå gjorts försök och en uppsjö av olika incitamentbaserade kontrakt har försökt åtgärda detta problem.

Vanligen genom att på något sätt försöka binda verkställande direktörens förmögenhet till företagets prestation. Sådana kontrakt har haft varierande framgång. Kontrakten har kunnat anses framgångsrika och berättigade, även om vd:n erhållit ofantligt stor ersättning, om företaget presterat bra och dess värde ökat som exempelvis Apple gjort. Däremot kan man ifrågasätta varför vd:n kompenseras så frikostigt om företagets värde minskat märkbart under verkställande direktörens ämbetsperiod, som exempelvis General Motors (Davis m.fl., 2013).

Det intressanta är att dessa kontrakt kan vara mycket lika varandra, men företagens utveckling kan ändå ha väldigt olika riktningar. Det kan bero på något så enkelt som att nivån på verkställande direktörernas kompetens skiljer sig väldigt mycket. Många forskare är ändå av den åsikten att verkställande direktörens ersättning och dess påverkan på företagets prestation är ett väldigt mångfacetterat problem och att det inte går att förstå sig på genom enbart agentteori (Davis m.fl., 2013; Filatotchev & Nakajima, 2010; Joubert & Fakhfakh, 2012; Matolcsy & Wright, 2011; van Essen m.fl., 2012). Andra faktorer spelar också in. Bland annat bolagsstyrning, såväl intern som extern, ägandestruktur och institutionella aspekter har lyfts fram som omständigheter som påverkar förhållandet. Således är det inte ändamålsenligt att försöka förenkla förhållandet alltför mycket, men vissa generaliseringar måste göras för att kunna närma sig problemet och därmed skapa en större förståelse för det.

1.3 Syfte och avgränsning

Syftet med denna avhandling är att undersöka förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. Studien kommer att begränsas till finska börsnoterade industriföretag. Denna avgränsning beror på att jag vill studera förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation i finska företag då det existerar ett begränsat antal studier om detta samband på den finländska marknaden. Studien är avgränsad till börsnoterade företag för att deras finansiella siffror är offentliga och därmed lättillgängliga.

Vidare har jag valt att enbart fokusera på företag i den industriella sektorn för att undvika branschvisa skillnader.

1.4 Disposition

Fortsättningen av denna avhandling är disponerad på följande sätt. I kapitel två presenteras teorin. I kapitel tre presenteras tidigare forskning och utifrån det formuleras hypoteser. I det fjärde kapitlet behandlas metod och data. I kapitel fem presenteras och analyseras studiens resultat. Avhandlingen avslutas sedan med en sammanfattande diskussion som belyser avhandlingens slutsats och brister.

2 Teoretisk bakgrund

I denna del av avhandlingen framförs en genomgång av den teoretiska litteraturen kring verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. Jag behandlar agentteori, optimal kontraktsteori, olika former av belöningsystem samt bolagsstyrning.

2.1 Agentteori och optimal kontraktsteori

Många studier som behandlar verkställande direktörens ersättning och företagets prestation bygger åtminstone delvis på agentteori. Det är således nödvändigt att förstå agentteori för att kunna begripa förhållandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation. Agentteori används för att förklara den intressekonflikt som uppstår då ägande och kontroll separeras. Teorins grundantagande är att alla individer strävar efter att maximera sin nytta och handla utifrån vad som bäst realiserar deras egna intressen (Brealy m.fl., 2017; Jensen & Meckling, 1976).

En agentrelation kan definieras som det förhållande som uppstår då företagets ägare, även kallad principalen, överlåter kontrollen av företaget till en utomstående part, agenten (Garanina & Kaikova, 2016). Denna fördelning beror vanligen på att ägarna på grund av faktorer som demografi, logistik, operationell diversifiering och så vidare är tvungna att avstå från sin delaktighet i och direkta kontroll av beslutsprocessen (Nourayi & Daroca, 2008).

I samband med delningen av kontroll uppkommer en moralisk risk (engelska *moral hazard*). Den här moraliska risken bygger på ett av grundantagandena inom agentteori, nämligen att bägge parterna är nyttomaximerande, med inbördes oförenliga intressen. Risken är därför påtaglig för att verkställande direktören (agenten) handlar på ett sätt som ligger i hans eget intresse, men som inte nödvändigtvis har en positiv effekt på aktieägarnas (principalens) nytta. Detta inbördes förhållande med motstridiga intressen är förknippat med så kallade agentkostnader (Garanina & Kaikova, 2016).

Agentkostnader definieras av Garanina och Kaikova (2016) som summan av principalens övervakningskostnader, kostnaderna för att kontraktera agenten samt så kallade residualförluster. Residualförluster kan definieras som de kostnader som, trots övervakning och kontraktering, uppstår då agenten handlar på ett sätt som ökar den egna, men inte principalens nytta (Financial Terms). Agentkostnader uppstår på grund av den nämnda intressekonflikten eller för att agenten innehar någon form av information eller expertis som principalen saknar (Davis m.fl., 2013; Nourayi & Daroca, 2008). Specifika exempel på agentkostnader är bland annat otillräcklig ansträngning från verkställande direktören, överdriven ersättning till hen, överdrivna och/eller onödiga risker eller otillräckligt stora risker från vd:n, imperiebyggande och den ekonomiska disfavör aktieägarna upplever på grund av ledningens egennyttiga agerande (Alves, Couto & Fransisco, 2016; Brealy m.fl., 2017).

Överlag verkar de flesta teoretiker anse att bästa sättet att reducera agentkostnader är genom övervakning av vd:n samt med så kallade incitamentbaserade kontrakt som har som uppgift att koppla verkställande direktörens ersättning till företagets prestation (Farmer, Archbold & Alexandrou, 2013; Ozkan, 2011). Övervakningen av vd:n utförs till stor del av styrelsen. Enligt Brealy m.fl. (2017) kan övervakning förebygga förekomsten av mer uppenbara agentkostnader, som exempelvis påtagliga fördelar för vd:n. Trots att övervakning av vd:n har många fördelar är det ändå tidskrävande och dyrt. En viss övervakning är nästan alltid lönsam, men vid en någon nivå av övervakning nås en punkt där ytterligare pengar som spenderas på övervakning inte genererar extra pengar som erhållen nytta från minskade agentkostnader. Vidare poängterar Brealy m.fl. (2017) att det är omöjligt att helt och hållet förhindra uppkomsten av agentkostnader, även med den mest grundliga övervakning av verkställande direktören.

Precis som med övervakningen av vd:n har styrelsen en stor roll i att utforma och ansvara för verkställande direktörens kontrakt och därmed också vilken ersättning hen får (Davis m.fl., 2013). Dessa kontrakt konstrueras oftast på ett sådant sätt som är avsett att skapa incitament för vd:n att handla på ett sätt som maximerar aktieägarnas nytta. Mäkinen (2007) hävdar att sådana

incitamentbaserade kontrakt kan vara användbara för att förena verkställande direktörens och aktieägarnas finansiella intressen och därmed försäkra att verkställande direktören handlar i enlighet med aktieägarnas intressen. De här kontrakten kan innehålla så kallade utfallsklausuler där verkställande direktören belönas till exempel med aktieoptioner, begränsade aktier och bonus då vissa redovisningsbaserade prestationsmål uppnås (Nyberg, Fulmer, Gerhart & Capenter, 2010). Speciellt aktieoptioner har ändå kritiserats av vissa teoretiker för att ge verkställande direktören incitament att handla och få belöning för kortsiktig vinstmaximering (Cheng & Farber, 2008; Joubert & Fakhfakh, 2012; Martin m.fl., 2016).

Enligt Mäkinen (2007) bör ett bra kontrakt utformas så att det ligger i verkställande direktörens intresse att öka företagets värde på lång sikt. Matolcsy och Wright (2011) poängterar att kapitalbaserad ersättning och speciellt så kallade långsiktiga incitamentsplaner, härefter LIP, från engelskans Long-term incentive plans, av många har uppfattats som ett bra verktyg för att reducera agentkostnader. Smith och Watts (1982) hävdar att verkställande direktörens riskmotvilja i samband med investeringsbeslut kan dämpas med hjälp av LIP. Detta skulle enligt dem binda verkställande direktörens ersättning till hur företaget presterar och därmed motivera dem att fatta värdemaximerande beslut.

Antagandet att ersättningskontrakt kan lösa agentproblemet baserar sig till största del på optimal kontraktsteori (Joubert & Fakhfakh, 2012). Optimal kontraktsteori tar för givet att verkställande direktörer är i en stark position och kan förbättra företagets prestation tack vare deras oinskränkta makt och strategiska överblick. Men för att förbättra prestation krävs ansträngning och risktagande, något som verkställande direktörer i regel gärna undviker. För att frambringa tillräckliga incitament måste belöningsystem därför utformas så att verkställande direktörens lön är beroende av att nå fastställda prestationsmål (van Essen m.fl., 2012). Med andra ord bör verkställande direktörens ersättning bindas till hur företaget presterar för att motivera hen att handla på ett sätt som ökar värdet på företaget (Joubert & Fakhfakh, 2012). Optimal kontraktsteori antar vidare att dylika belöningsystem uppstår från

kontraktsförhandlingar mellan vd och styrelse, där press från konkurrenter inom marknaden för bolagsstyrning och "vd-arbetskraft" pushar förhandlingsparterna till ett prestationsbaserat kontrakt som är optimalt för båda parterna (van Essen m.fl., 2012).

Det finns vissa problem sammankopplade med optimal kontraktsteori. För det första är nästan alla studier baserade på data från USA och därför har vissa för USA:s marknad typiska särdrag sipprat in i optimala kontraktmodeller. Särdrag som inte nödvändigtvis stämmer på den internationella marknaden. För det andra antar optimal kontraktsteori att kontraktsförhandlingen styrs av marknaden för bolagsstyrning och "vd-arbetskraft". Dessa marknader är dock ofta underutvecklade utanför USA (van Essen m.fl., 2012). För det tredje antar optimal kontraktsteori, visserligen underförstått, att det existerar välfungerande formella institutioner som är med och påverkar hur kontrakten utformas. När dessa formella institutioner är underutvecklade kan det fokala förhållandet mellan företagets prestation och verkställande direktörens försvagas. Att så är fallet beror på att kontrakt är känsliga för senare köpslagande och olika övriga brister som kan uppstå på grund av avsaknaden av välfungerande upprätthållningsmekanismer (Peng & Khoury, 2008).

För det fjärde bagatelliserar optimal kontraktsteori informella institutioners roll och effekten de har på sambandet mellan företagets prestation och vd:ns ersättning. Optimal kontraktsteori har en stark tillit till att formella juridiska institutioner stöder utarbetandet av verkställande direktörens kontrakt. Därför kan det fokala förhållandet försvagas i miljöer där informella institutioner dominerar formella. Slutligen tar optimal kontraktsteori endast i beaktande att två parter deltar i ersättningsprocessen, verkställande direktören och styrelsen. Den bortser med andra ord att andra parter som bland annat anställda, blockholders (aktieägare som har ett aktieinnehav stort nog för att utöva ett bestämmande inflytande i företaget) och kreditgivare kan påverka prestationskänsligheten för verkställande direktörens ersättning. (van Essen m.fl., 2012.)

Van Essen m.fl. (2012) menar att det i miljöer utanför USA, som ofta karaktäriseras av välorganiserad arbetskraft, kontrollerande ägare och

skuldfinansiering, kan finnas ett starkt fokalt förhållande mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation trots avsaknaden av en stark styrelse. Således torde Optimal kontraktsteori fungera sämre som modell i ett internationellt sammanhang. Exempelvis i ett land som Finland.

2.1.1 Problem med incitamentbaserade kontrakt

Incitamentbaserade kontrakt har, vilket tidigare nämnts, av vissa uppfattats som det bästa sättet att samordna verkställande direktörens nytta med företagets och därmed minimera agentkostnaderna (Farmer m.fl., 2013; Ozkan, 2011). Incitamentbaserade kontrakt där man binder verkställande direktörens ersättning till något mått för företagets prestation är ändå inte perfekta. Det finns en hel del brister och problem förknippade med dessa kontrakt. I detta kapitel lyfter jag fram och behandlar vanlig kritik mot sådana kontrakt.

Ett av de största problemen förknippat med kontrakt där verkställande direktörens ersättning bestäms utifrån till exempel hur företagets aktie utvecklas eller hurdana lönsamhetstal företaget redovisar är att vd:n kan belönas för saker utanför hans kontroll. Farmer m.fl. (2013) och Joubert och Fakhfakh (2012) poängterar att kontrakt där ersättningen baserar sig på enbart företagets absoluta prestation belönar, eller möjligen bestraffar, vd:n för utomstående faktorer som exempelvis en global konjunkturuppgång eller -nedgång och förändringar i produkt- och leverantörpriser. Joubert och Fakhfakh (2012) hävdar vidare att vd:n, till viss mån, kan utforma sitt kontrakt så att de belönas för gynnsamma externa händelser, men inte bestraffas för ofördelaktiga externa omständigheter. Joubert och Fakhfakh (2012) poängterar att ett stort problem för aktieägare är svårigheten i att fastslå hur stor del av företagets prestation som beror på tur (gynnsam marknads- och/eller prisutveckling) och hur mycket som beror på verkställande direktörens skicklighet.

Joubert och Fakhfakh (2012) anser att problemet med att verkställande direktören belönas eller bestraffas för saker utanför hans kontroll, åtminstone till viss mån, kunde lösas med hjälp av så kallad relativ prestationsutvärdering (relative

performance evaluation, fri översättning). Relativ prestationsutvärdering innebär att vd:ns prestation bedöms utifrån någon form av benchmark. Detta görs vanligen genom att företagets prestation utvärderas genom att komparera det mot jämförliga företag i liknande branscher. Om företaget presterat bättre än sina gelikar belönas vd:n. Joubert och Fakhfakh hävdar att detta kunde lösa problemet med att vd:n belönas eller bestraffas för konjunkturuppgångar och -nedgångar eller fluktuationer i priser. Detta då vd:n istället bedöms utifrån hans eller hennes prestation i relation till andra vd:n som ställts inför samma eller motsvarande omständigheter. Det verkar ändå inte finnas så många studier kring detta fenomen.

Kontrakt som binder verkställande direktörens ersättning till företagets finansiella prestation är inte optimala om företagets redovisning inte ger en rättvisande bild av företagets finansiella position. Detta gäller så klart för redovisningsbaserad ersättning, men till viss mån också för aktiebaserad ersättning, då aktiepriset delvis baserar sig på information ur företagets redovisning. Nourayi och Mintz (2008) menar att verkställande direktörer ofta har incitament att pressa företagets ekonomiavdelning att fiffla med företagets redovisning för personlig vinning. Dyliga incitament kan bero på att vd:n till exempel innehar aktieoptioner som stiger i värde ju större intäkterna är då dessa resulterar i ett högre aktiepris eller en klausul i kontraktet som medför en bonus om ett visst prestationsmått uppnås eller överträffas. Om vd:n har incitament och möjlighet att manipulera redovisningstal kan sådana kontrakt knappast anses speciellt effektiva i att förena verkställande direktörens och aktieägarnas intressen (Mäkinen, 2007).

Nourayi och Mintz (2008) framhåller att såväl redovisnings- som marknadstal har nackdelar då det kommer till att utvärdera hur väl vd:n presterat. Incitamentbaserade kontrakt avser som sagt förena verkställande direktörens och aktieägarnas intressen. Aktieägarna är vanligen mer intresserade av hur aktiekursen utvecklas än av olika redovisningstal. Det beror till största del på att en förändring i aktiekursen direkt påverkar aktieägarnas förmögenhet. Men också för att redovisningstal är historiska mått för prestation som endast till viss mån kan anses avspegla företagets framtida utveckling. Detta i motsats till

marknadstal som är mer framåtseende och indikerar framtida lönsamhet. Således torde verkställande direktörens och aktieägarnas intressen sammanföras bättre om verkställande direktörens ersättning på något sätt är bunden till företagets aktiepris. Nourayi och Mintz (2008) poängterar ändå, vilket tidigare nämnts, att aktiepris är en mycket bullrig signal som konstant påverkas av marknadsfluktuationer, konjunktursvängningar och ekonomisk- och monetärpolitik. Därmed påvisar aktiepriset inte enbart hur väl vd:n presterat. Bertrand och Mullainathan (2000) lyfter å andra sidan fram att redovisningsbaserade prestationsmått fungerar som ett skydd mot bruset och ansvarsutkrävandet associerat med marknadsfluktuationer.

Aguinis, Gomez-Meija, Martin och Joo (2017) poängterar att ett fundamentalt antagande inom agentteori är att agenten, det vill säga verkställande direktören, endast motvilligt tar risker. De hävdar att om vd:n görs fullt ansvarig för hur företaget presterar, men inte fullt ut kan påverka prestation kommer vd:n troligtvis ta i bruk en strategi med låg risk och låg avkastning. En sådan strategi är enligt dem skadlig för aktieägarna på lång sikt. De menar att det, ur ett agentteoretiskt perspektiv, finns en risk för opportunistisk beteende av vd:n om länken mellan ersättning och prestation är för svag. Men att det också finns en risk för alltför riskmotvilligt beteende av vd:n om länken mellan ersättning och prestation är för stark.

2.2 Belöningsystem

Grunden för hur ledningen, eller i det här fallet verkställande direktören, bör kompenseras för att maximera företagets värde, bygger, vilket tidigare nämnts, till stor på agentteori. Med någon form av kompensationspaket avses verkställande direktörens och aktieägarnas intressen förenas. Eftersom verkställande direktören vanligen är intresserad av att maximera sin egen nytta ligger det i aktieägarnas intresse att binda vd:ns ersättning till företagets prestation och därmed också företagets värde. Orsaken är att man vill undvika att verkställande direktören erhåller nytta på aktieägarnas bekostnad (Mäkinen, 2007; Davis m.fl., 2013).

Verkställande direktörens kontrakt bör som sagt utformas så att det ligger i hens intresse att maximera företagets värde. Det har varit en strävan att skapa sådana incitament genom att till exempel inkludera någon form av årlig bonus för goda prestationer, betala bonus om långsiktiga prestationsmål uppnås och bevilja aktier eller aktieoptioner åt verkställande direktören (Frydman & Jenter, 2010). I detta kapitel uppmärksammas och diskuteras olika former av belöningsystem som ofta är inkluderade i verkställande direktörers ersättningspaket.

Enligt Brealy m.fl. (2017) binder de flesta stora företag en del av verkställande direktörens ersättning till aktieprisets prestation. Ersättning är vanligen i en av tre former, aktieoptioner, begränsade aktier (från engelskans restricted stock) eller prestationsandelar. Aktieoptioner ger vd:n rätten att i framtiden köpa företagets aktier till ett fastställt lösenpris. Vanligen fastställs detta lösenpris till det pris företagets aktie hade dagen då optionen beviljades. Om företaget presterar väl och aktien har en gynnsam utveckling kan verkställande direktören köpa aktier och tjäna på skillnaden mellan aktiepriset och inlösenpriset. Prestationsandelar är andelar av företaget som tilldelas vd:n, eller den övriga ledningen, om vissa företagsmål uppnås. Syftet med prestationsandelar är att uppmuntra ledningen att handla på ett sätt som ger aktieägarna mervärde (Investopedia).

Begränsade aktier är vanligen bundna till verkställande direktörens anställningsförhållande. Dessa aktier är ofta begränsade på det sättet att de upplöses om vd:n lämnar bolaget eller misslyckas med att uppnå företagsmål eller personliga mål. En fördel med begränsade aktier är att de kan ge vd:n skattemässiga fördelar. Det beror på att skatten betalas först då aktierna realiserar. (Investopedia.)

Det finns många fördelar med att binda en del av verkställande direktörens ersättning till företagets aktiepris, men också några nackdelar. För det första beror utdelningen på aktiens absoluta prisförändring och inte dess utveckling i förhållande till resten av marknaden eller andra företag inom samma industris aktiepriser. Således är verkställande direktören tvungen att bära marknads- och eller branschspecifika risker som är utanför hens kontroll. Detta har lett till att

vissa företag mäter och belönar prestationer i relation till jämförbara aktörer inom samma bransch. (Jouber & Fakhfakh, 2012.)

För det andra beror ett företags aktiepris på investerarens förväntningar på framtida inkomster medan avkastningen bottnar i hur väl företaget presterar i förhållande till förväntningar. Brealy m.fl. (2017) använder ett exempel där ett företag tillkännager att de utnämnt en erkänt duktig ny vd. Till följd av detta stiger företagets aktiepris då marknaden förväntar sig att företagets prestation kommer att förbättras. Om den nya vd:n levererar exakt den höga nivå marknaden förväntat sig kommer aktiepriset inte att stiga i enlighet med vd:ns fina prestation. I detta fall skulle en ersättningsplan som är knuten till aktiens avkastning efter att vd:n börjat, misslyckas med att identifiera vd:ns insats. För det tredje kan aktieoptioner uppmuntra verkställande direktörer att ta överdrivna risker. Om aktiepriset exempelvis rasat kan existerande aktieoptioner vara så gott som värdelösa. Vd:n som innehar dessa optioner kan då frestas att ta stora risker för att kunna erhålla återbetalning (Brealy m.fl., 2017).

Matolcsy och Wright (2011) lyfter fram att det faktiskt finns många företag som inte binder en del av vd:ns ersättning till det egna kapitalet. Med andra ord erhåller vd:n endast kontantbaserad ersättning i form av grundlön och bonusar. De poängterar att upp till en tredjedel av de verkställande direktörerna för de största företagen i Australien endast erhåller kontantbaserad ersättning för sina tjänster. Dessa vd:ar belönas, utöver grundlönen, då företaget uppnår något på förhand bestämt specifikt prestationsmått, exempelvis ett tillräckligt gott resultat efter skatt, en hög vinstmarginal eller en viss avkastning på investeringar, eget kapital eller tillgångar. Matolcsy och Wright (2011) menar vidare att de inte fann någon signifikant skillnad i prestationen mellan företag som band sin vd:s ersättning till det egna kapitalet och företag som inte gjorde det.

Olika icke-kapitalbaserade prestationsmått kan, precis som kapitalbaserade (marknadsbaserade), också kritiseras för att ge vd:n incitament att handla så att prestationsmått uppnås utan att det skänker någon form av mervärde åt aktieägarna. Exempelvis kan vd:n låta bli att göra nödvändiga investeringar, sälja tillgångar om hen belönas enligt avkastning på totala tillgångar (Return on Assets,

härefter ROA) eller öka företagets skuldsättning om avkastning på eget kapital (Return on Equity, härefter ROE) är prestationsmättet (Brealy m.fl., 2017; Matolcsy & Wright, 2011).

Förutom de ovan nämnda aktierelaterade ersättningarna, grundlönen och de kontantbaserade prestationsbonusarna erhåller verkställande direktören ofta någon form av pensionsförmån, naturaförmån och olika extra förmåner, det vill säga icke-prestationsbaserad ersättning. Storleken på den styrs troligen till största del av företagets storlek (Brealy m.fl., 2017) och i viss mån är den ett lockbete för framstående vd:n (Ozkan, 2011). Shelley m.fl. (2013) menar att verkställande direktören därför kan frestas att förvärva andra företag för att kunna hävda att hen nu har ett större ansvarsområde och således är förtjänt av en högre ersättning.

Storleken på verkställande direktörens ersättning är ett mycket omdebatterat område. Det har bland annat hävdats att det med hjälp av olika belöningssystem är möjligt att samordna vd:ns och aktieägarnas intressen. Detta argument har ofta använts för att rättfärdiga utbetalningar av enorma ersättningar åt verkställande direktören. Brealy m.fl. (2017) hävdar ändå att ersättningspaketets struktur troligen är viktigare än dess storlek då det gäller att motivera vd:n att maximera aktieägarnas förmögenhet. Matolcsy och Wright (2011) är inne på samma linje och poängterar att det mycket väl kan vara så att företagsspecifika karaktärsdrag avgör vilket belöningssystem som är det mest effektiva för just det specifika företaget.

2.3 Bolagsstyrning

Enligt Turner (2009) finns det ingen enskild definition av bolagsstyrning, utan begreppet har olika innebörd för olika personer. Generellt sett används bolagsstyrning ändå för att beskriva en rad olika punkter kopplade till hur ett företag kan styras och kontrolleras. Det är systemet och processerna som används för att säkerställa ansvarsskyldighet, redbarhet och transparens gällande förvaltningen av en organisations affärsverksamhet. Pintea och Fulop

(2015) menar å sin sida att bolagsstyrning består av två stora delar, överensstämmelse och prestation. Överensstämmelse innebär övervakning, kontroll samt att ledningen hålls ansvarig inför olika intressenter medan prestation handlar om att mäta hur väl ledningen presterar.

Bolagsstyrning brukar ofta delas in i intern och extern bolagsstyrning. Intern bolagsstyrning fokuserar på att lösa agentkonflikter mellan ledningen och aktieägarna samt mellan olika grupper och olika typer av aktieägare inom företaget. Extern bolagsstyrning behandlar liknande problem kopplade till informationsasymmetri och egennyttigt beteende som uppstår mellan företaget och dess olika externa intressenter som exempelvis kunder, leverantörer och dotterbolag (Filatotchev & Nakajima, 2010; Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004). Ikäheimo, Puttonen och Ratilainen (2011) lyfter fram att en viktig del av extern bolagsstyrning handlar om att förhindra att någon utomstående kraft, exempelvis ett annat bolag, tar över makten i företaget. Brealy m.fl. (2017) poängterar att extern bolagsstyrning också utförs av företagets revisorer och långgivare.

Styrelsen har lyfts fram som en av de viktigaste delarna av intern bolagsstyrning. Styrelsen representerar företagets ägare och är ansvarig för att säkerställa att organisationen leds på ett effektivt sätt. Således ansvarar styrelsen för att ta i bruk kontrollmekanismer som garanterar att ledningens handlingar är i linje med ägarnas intressen (Filatotchev & Nakajima, 2010). Viktiga kontrollmekanismer är bland annat val, utvärdering och vid behov byte av en svagt presterande verkställande direktör och övrig ledning, fastställande av incitament åt ledningen samt övervakning och bedömning av företagets prestation (Zahra & Pearce, 1989; Filatotchev & Nakajima, 2010; Brick, Palmon & Wald, 2006). Ikäheimo m.fl. (2011) poängterar att styrelsen inte endast har en övervakande uppgift, utan att den också assisterar ledningen för att förbättra dess prestation.

Ett stort antal oberoende ledamöter i styrelsen har framhävts som en viktig del av god bolagsstyrning. Enligt agentteori borde en styrelse bestående av också oberoende ledamöter vara bättre på att övervaka och kontrollera vd:n och den övriga ledningen än en styrelse utan oberoende ledamöter. Vidare tros det allmänt att oberoende ledamöter är effektivare på att skydda aktieägarnas

intressen och därmed resultera i att företaget presterar bättre. Studier som undersökt om oberoende ledamöter sköter bolagsstyrningen bättre än icke-oberoende ledamöter har ändå haft varierande resultat. (Filatotchev & Nakajima, 2010.)

Strukturen på aktieägandet har också hävdats vara en viktig del av intern bolagsstyrning. Det har vid sidan om styrelsen lyfts fram som något som kan ha en stor påverkan på företagens strategi och prestation. Koncentrerat ägande kan vara ett effektivt sätt att kontrollera agentproblemet som uppstår då risken och beslutsfattandet avskiljs. Det beror på att dessa ägare både har incitament och resurser att tygla eventuellt egennyttigt beteende utfört av ledningen (Filatotchev & Nakajima, 2010). I många börsbolag är ägandet ändå relativt utspritt och då är aktieägaraktivitet rätt ovanligt på grund av de höga kostnaderna det förknippas med. En aktieägare som vill ersätta en styrelsemedlem i en proxy fight är ofta tvungen att föra en offentlig kampanj, anställa juridisk expertis, marknadsföra de personer hen vill se i styrelsen och så vidare. Även om nyttan för detta skulle vara större än kostnaderna, hindras en stor aktieägare ofta av det faktum att även de övriga aktieägarna erhåller motsvarande nytta utan att behöva stå för något av kostnaderna. Detta är känt som free-rider problemet (Øyvind, Ostergaard & Schindele, 2015).

Brealy m.fl. (2017) lyfter fram att aktieägare som inte innehar en väsentlig del aktier ändå kan uttrycka sitt missnöje med ledningen genom att sälja sin andel i företag och förflytta sig mot andra investeringar. Försäljning av aktier kan ha en kraftig effekt. Om tillräckligt många aktieägare överger företaget faller aktiekursen. Det här skadar den högsta ledningens, vd:ns rykte och ersättning. Detta beror på att verkställande direktören ofta innehar aktieoptioner som ger utdelning om aktiepriset stiger, men är värdelösa om aktiepriset faller under en viss nivå. Således har en sjunkande aktiekurs en direkt påverkan på vd:ns personliga förmögenhet. (Brealy m.fl., 2017.)

Vissa studier har enligt Filatotchev och Nakajima (2010) antytt att man bör se intern bolagsstyrning som ett system av olika element som står i inbördes förhållande med varandra. De menar att man bör se bolagsstyrning som olika

uppsättningar av vedertaget bruk och att dessa måste fungera som en helhet för att vara effektivt. Vidare behöver inte bättre användning av en mekanism leda till bättre bolagsstyrning överlag. Då en mekanism används mindre, kan andra kanske komma att användas mer, vilket resulterar i samma nivå av prestanda. Det beror på att dessa olika element kan komplettera eller ersätta varandra.

Som tidigare nämnts innefattar bolagsstyrning både en intern och en extern del. En av den externa bolagsstyrningens mest betydande beståndsdelar är risken för att bli uppköpt av ett annat företag. Brealy m.fl. (2017) lyfter fram att ett företags ledning konstant övervakas av konkurrerande företags ledning. De konkurrerande företagens ledning kan frestas att försöka överta kontrollen i det första företaget om de tror att dess tillgångar inte utnyttjas på ett effektivt sätt. Enligt Walsh (1989) löper ledningen för det förvärvade företag en stor risk att bli av med sina jobb. Det ligger således i deras intresse att prestera på en nivå som gör att konkurrerande företag inte frestas försöka ta över kontrollen i företaget.

Enligt revisionslagen (1141/2015) 2 kap. 5§ är publika aktiebolag i Finland skyldiga att låta utföra revision. Denna revision kan ses som en extern form av bolagsstyrning, eftersom revisorerna granskar såväl räkenskaperna som bolagets förvaltning. Om revisionen inte uppdagar några problem avger revisorerna en revisionsberättelse som intygar att bokslutet ger en rättvisande bild och är uppgjort i enlighet med gällande standarder. Om revisorerna däremot finner några problem, diskuterar de dem med ledningen och kräver möjligen förändringar i antaganden eller förfaranden. Ledningen har vanligen incitament att rätta sig efter revisorn då de riskerar att hen avger en oren revisionsberättelse. Enligt Brealy m.fl. (2017) kan en sådan ha ansenliga ekonomiska konsekvenser, speciellt om det leder till att oegentligheter i företagets redovisning uppdagas.

Brealy m.fl. (2017) poängterar att extern bolagsstyrning och tillsyn också utförs av långgivare. Då ett företag ansöker om att lyfta ett stort banklån granskas företagets tillgångar, intäkter och kassaflöden av kreditinstitutet. Man kan hävda att kreditinstitutets övervakning för att skydda sina lån också skyddar aktieägarnas intressen.

Företagets styrelse använder sig ofta av ersättningskommittéer för att utforma verkställande direktörens ersättning. Detta kan också ses som en form av extern bolagsstyrning. Det beror på att många länders kod för bolagsstyrning kräver att sådana kommittéer är oberoende av företaget. Det innebär med andra ord att medlemmarna inte innehar ledande positioner eller anställning i företaget eller på något annat sätt är kopplat till företaget (Brealy m.fl., 2017). Dessa kommittéer anställer dessutom ofta utomstående ersättningskonsulter för att agera som rådgivare och underrätta kommittén om ersättningstrender och nivån på ersättningen i liknande företag (Armstrong, Ittner & Larcker, 2012).

Agenteori proponerar som sagt att bolagsstyrning spelar en viktig roll för att samordna ledningens och aktieägarnas intressen och därmed sänka agentkostnaderna (Sanchez-Morin, Lozano-Reina, Baixauli-Soler & Lucas-Perez, 2017). Således torde en god nivå på bolagsstyrningen leda till att företaget presterar bättre. Pintea och Fulop (2015) poängterar att det ändå finns ett flertal studier som antyder att det inte existerar något samband mellan bolagsstyrning och företagets prestation. Däremot verkar de flesta överens om att bolagsstyrning och ledningens ersättningspolicy är nära besläktade. Avsaknaden av en välfungerande styrning kan leda till att ledningens ersättningspaket implementeras dåligt vilket i sin tur kan resultera i en värdeminskning för aktieägarna.

3 Hypotesformulering utifrån tidigare studier

I detta kapitel lyfts tidigare studier inom ämnet fram. Studierna som behandlas är på ett eller annat sätt relevanta för denna avhandling. Studiernas syfte, metod och resultat sammanfattas kort. På basis av studiernas resultat formuleras hypoteser som jag kommer att testas i avhandlingen.

3.1 Studier som antyder ett positivt samband mellan vd:ns ersättning och företagets prestation

Det finns ett antal studier som påvisar ett positivt samband mellan vd:ns ersättning och företagets prestation. Ett antal sådana studier presenteras här.

I en studie från 2011 undersökte Sigler förhållandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation i 280 företag noterade på New York börsen (NYSE, New York Stock Exchange). Den tidsperiod som undersöktes var 2006-2009, det vill säga just efter att ett antal bolagsstyrningsregler för verkställande direktörens ersättning hade implementerats för företag noterade på NYSE. Studien påvisade ett positivt och signifikant samband mellan vd:ns totala ersättning och företagets prestation, mätt som ROE. Vidare antydde studien att företagets storlek är den mest signifikanta faktorn som fastställer vd:ns ersättning. Längden på vd:ns ämbetsperiod verkar också vara en viktig beskrivande variabel för verkställande direktörens ersättning. Sigler fann ingen signifikant korrelation mellan riskerna vd:n tar och hans ersättning.

Tien, Chen och Chuang (2013) undersökte förhållandet mellan verkställande direktörens makt (mätt som längden på ämbetsperioden, huruvida hen är medlem i styrelsen och i så fall fungerar som styrelseordförande eller inte), hans ersättning och företagets prestation. Mer specifikt var frågeställningen: *Hur påverkar vd:ns makt företagets prestation och vd:ns ersättning?* samt *Hur påverkar vd:ns makt företagets prestation genom vd:ns ersättning?* Dessa förhållanden studerades under åren 2001-2005 i 112 amerikanska företag som verkade i branscher relaterade till datorer.

Studien visade att vd:ns deltagande i styrelsen hade en positiv effekt på ROE och ROA och att hans roll som styrelseordförande hade en negativ effekt på hans totala och långsiktiga ersättning. Längden på vd:ns ämbetsperiod hade en positiv effekt på den långsiktiga ersättningen. Verkställande direktörens ersättning på kort sikt och hans totala ersättning korrelerade positivt med ROA.

I en studie från 2013 av Farmer, Archbold och Alexandrou undersöktes förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. Mer specifikt studerades relativ prestationsvärdering som ett sätt att fastställa ledningens lön. Det vill säga att vd:ns prestation jämförs med andra verkställande direktörer som leder företag inom samma eller motsvarande bransch och således ställs mot liknande risker och utmaningar. Datasamplet bestod av 204 börsnoterade, icke-finansiella, företag från Storbritannien. Den undersökta tidsperioden var 2003–2007.

I studien användes aktieavkastning, både på lång (tre år) och kort sikt (ett år), som mått för hur företaget presterar. Farmer m.fl. fann ett statistiskt signifikant förhållande mellan vd:ns ersättning och företagets prestation. De hävdar att det är bevis som stöder användning av relativ prestationsvärdering då verkställande direktörens ersättning fastställs. Vidare menar de att det är viktigt att notera att olika element av vd:ns totala ersättning verkar basera sig på företagets olika prestationsutfall. Studien antyder att fördröjd kortsiktig aktieavkastning och marknadens peergruppsprestation fastställer vd:ns grundlön. Den samtida aktieavkastningen och marknadens peergruppsprestation stipulerar bonusar medan fördröjd långsiktig aktieavkastning och den branschvisa peergruppens prestation avgör långsiktig ersättning.

Nourayi och Daroca (2008) undersökte vad det är som styr verkställande direktörens ersättning. I sin studie använde de ett sampel på 455 amerikanska företag under åren 1996-2002. De fann att företagets storlek och marknadsbaserad avkastning var de två mest signifikanta beskrivande variablerna för vd:ns ersättning. Antalet personer anställda av företaget och

redovisningsbaserad avkastning hade också ett positivt samband med verkställande direktörens ersättning.

Bin Ismail, Yabai och Hahn (2014) studerade förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation bland 100 malaysiska börsnoterade företag. Studien baserades på data från åren 2006–2010. Alla företag i samplet var tillverkare av konsumentprodukter. Som prestationsmått användes ROA, ROE och nettovinstmarginal. Vd:ns ersättning definierades som hans totala ersättning. Studien visade ett signifikant positivt samband mellan vd:ns ersättning, ROA och ROE. Vd:ns ersättning och nettovinstmarginalen korrelerade också positivt, men inte lika starkt.

Alves, Couto och Francisco (2016) undersökte förhållandet mellan verkställande direktörens totala ersättning och aktieavkastning. Studien baserade sig på 450 observationer under perioden 2002-2011. Studien visade att företagsspecifika faktorer förklarar majoriteten av variationerna i verkställande direktörens ersättning. Företagets prestation hade ett positivt samband med vd:ns ersättning, men den förklarade endast en liten del av ersättningen. Vidare påvisade studien en positiv korrelation mellan verkställande direktörens ersättning och företagets storlek, styrelsen storlek och vd:ns ålder. Däremot konstaterades en negativ korrelation mellan verkställande direktörens ersättning och nivån på den verkställande direktörens utbildning.

Smirnova och Zavertiaeva (2017) undersökte huruvida verkställande direktörens ersättning är känslig för fluktuationer i företagets prestationer och om företag som betalar högre ersättning åt sin vd presterar bättre. Enligt dem fokuserar de flesta studier endast på hurdan påverkan vd:ns ersättnings har på företagets prestation eller vice versa. Med sin studie försökte de belysa interrelationen mellan vd:ns ersättning och företagets prestation. Deras undersökning baserade sig på ett sampel på 330 europeiska företag mellan åren 2009 och 2013.

Studien påvisade att företag binder vd:ns ersättning till redovisningsbaserade prestationsmått (ROA) och att vd:ns ersättning således är en produkt av hur företaget presterar för tillfället. Smirnova och Zavertiaeva fann vidare att en högre

ersättning åt verkställande direktören förbättrar företagets prestation när ROA används som prestationsmått. Verkställande direktörens lön hade en negativ korrelation med det marknadsbaserade prestationsmålet Sharpe Index (ett index som i princip mäter hur väl en tillgångs avkastning kompenserar den risk som tagits, Investopedia), medan bonusar hade en positiv korrelation med indexet. De fann vidare att aktieoptioner inte förbättrar marknadsprestationen. Slutligen antydde studien att vd:ns ersättning är sammankopplat till och samtidigt påverkar företagets redovisningsbaserade prestation. Företag binder vd:ns bonus till redovisningsmått och denna prestationsbaserade ersättning förbättrar prestationen. Däremot förbättrar ersättning kopplat till Sharpe Index inte företagets prestation på marknaden.

Utifrån dessa studier bildar jag följande hypotes:

Hypotes 1: Det finns ett positivt samband mellan verkställande direktörens ersättning och företags prestation

3.2 Studier som antyder att det inte finns ett signifikant samband mellan vd:ns ersättning och företagets prestation

Alla studier har inte visat samma förhållande. Nedan genomgås studier som påvisat svagt, varierande eller inget samband mellan företagets prestation och vd:ns ersättning.

I en studie av Mäkinen från 2007 undersöktes företagets prestation och verkställande direktörens ersättning i finska börsnoterade företag. Mäkinen använde sig av data från tidsperioden 1996-2002. För att mäta företagets prestation användes tre olika mått, aktiens årliga avkastning, förändring i aktieägarnas förmögenhet och ROA. Mäkinen använde både total ersättning och den ersättning vd:n erhöll kontant.

Mäkinens studie visade att verkställande direktörens ersättning i förhållande till medellönen för en "vanlig" arbetare var mycket lägre i Finland än i USA, men att den låg på ungefär samma nivå som i resten av Europa. Studien visade att verkställande direktörens ersättning, och speciellt hans totala ersättning, korrelerar positivt med värdet på aktien. Däremot fanns inget statistiskt signifikant samband mellan vd:ns ersättning och ROA.

Studien visade att företagets storlek är det som har den största påverkan på storleken på vd:ns ersättning. Aldern på verkställande direktören, andelen utländskt ägande och styrelsens storlek hade också ett positivt samband med verkställande direktörens ersättning. Utländskt ägande ledde till en högre kapitalbaserad ersättning, möjligen på grund av att utländska investerare är mer bekanta med sådana än vad finländska investerare är. Studien antydde vidare att koncentrationen av aktieäggande har en negativ effekt på vd:ns ersättning. Detta stöder teorin att aktieägare med ett stort aktieinnehav har större möjlighet att övervaka och påverka verkställande direktörens handlingar. Faktumet att storleken på styrelsen korrelerar positivt med vd:ns ersättning tyder på att en stor styrelse är ineffektiv att övervaka och kontrollera vd:n.

Randøy och Nielsen (2002) undersökte förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning, bolagsstyrning och företagets prestation. De undersökte 224 handelsföretag från Norge och Sverige. Randøy och Nielsen fann inget signifikant förhållande mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation i något av länderna, varken då de använde redovisningstal eller marknadstal. Däremot visade studien ett signifikant positivt förhållande mellan såväl styrelsens storlek, antalet utländska styrelsemedlemmar samt marknadskapitalisering och vd:ns ersättning. Randøy och Nielsen upptäckte också en signifikant negativ korrelation mellan verkställande direktörens aktieäggande och hans totala ersättning.

Nourayi och Mintz (2008) studerade förhållandet mellan längden på verkställande direktörens ämbete, hans ersättning samt företagets prestation. De undersökte totalt 1446 amerikanska företag verkande inom olika industrier under åren 2001 och 2002. Deras studie antyder att ersättningen åt verkställande direktörer som

innehaft sin post en kortare tid är mer troligt att påverkas av hur företaget presterar. Vidare fann de att kontantbaserad ersättning har en positiv korrelation med prestationsmått de använde (ROA och aktiekursens utveckling under räkenskapsperioden). Denna korrelation var ändå endast statistiskt signifikant under vd:ns tre första år på sin post.

Studien visade också att total ersättning korrelerar negativt med de använda prestationsmått. Nourayi och Mintz menar ändå att detta kan bero på den korta tiden som undersöktes eller på compensationernas dynamik. Slutligen hävdade de att studien till viss mån ger stöd åt big-bath hypotesen. Det vill säga att ledningen medvetet manipulerar resultat genom att kostnadsföra en eller flera tillgångar, oftast under en redan sämre räkenskapsperiod, så att resultatet ser sämre ut än vad det är. Detta görs så att företagets framtida resultat ska verka bättre än vad det egentligen är (Investopedia).

Ozkan (2011) undersökte förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. I studien användes data från 390 företag från varierande branscher. Den finansiella sektorn var inte inkluderad. Tidsperioden var 1999-2005. Ozkan använde såväl total ersättning åt vd:n som hans kontanterersättning. Som mått på företagets prestation användes avkastning till aktieägarna.

Studien visade att det finns en korrelation mellan företagets prestation och vd:ns ersättning och att en ökning av vd:ns ersättning endast ger en obetydlig avkastning till aktieägarna. Ozkan fann dessutom att större företag betalar högre ersättning till sin vd, vilket kan tolkas reflektera deras efterfrågan på mer talangfulla verkställande direktörer. Vidare fann hon att en större styrelse verkar leda till en högre ersättning åt vd:n. Detta är i linje med tidigare studier och antyder att en större styrelse är sämre på att kontrollera och övervaka vd:n och att det är mer sannolikt att vd:n kan influera en sådan styrelse.

Studien visade att proportionen av oberoende styrelsemedlemmar korrelerar positivt med verkställande direktörens ersättning. Oberoende styrelsemedlemmar verkar således inte ha en övervakande effekt då vd:ns

ersättning fastställs. Däremot har oberonde styrelsemedlemmars aktieäggande en signifikant negativ effekt påverkan på vd:ns ersättning. Det antyder att aktieäggande kan skapa incitament för oberonde styrelsemedlemmar att vara mer aktiva i sin övervakning då verkställande direktörens kompensationspaket fastställs.

Jeppson, Smith och Stone (2011) undersökte förhållandet mellan vd:ns ersättning och ett antal olika mått för företagets prestation. I studien undersöktes 200 företag som var noterade på den amerikanska börsen. Alla företag i samplet betecknades som stora. Den undersökta tidsperioden var år 2007. Jeppson m.fl. (2011) fann att vd:ns totala ersättning och alla komponenter den består av (grundlön, kontantbonusar, olika extra förmåner och aktiebelöningar) förutom aktieoptioner hade en statistiskt signifikant positiv korrelation med företagets omsättning. Med andra ord med storleken på företaget. Det fanns också en signifikant positiv korrelation mellan vd:ns kontantbonusar och förändringen i resultat efter skatt och förändringen i den totala avkastningen åt aktieägarna. I övrigt antydde studien att det inte finns någon statistiskt signifikant korrelation mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation.

Raghavan (2011) studerade verkställande direktörens ersättning i företag som presterar dåligt. I studien inkluderades solventa företag. Detta gjordes för att undvika effekten på förhållandet mellan prestation och ersättning som en konkurs medför. Samplet bestod av totalt 249 räkenskapsperioder under tidsperioden 1992-1995. Alla företag i samplet hade haft negativa resultat under alla fem år som föregick den studerade tidsperioden. Raghavan fann att kontantbaserad ersättning och prestationsmåttet som baserades på företagets kassaflöden var starkt sammankopplade. Detta tyder på att verkställande direktören för dåligt presterande företag belönas på kort sikt för åtgärder som förbättrar företagets kassaflöde. Däremot påvisade studien inget samband mellan förändringar i vd:ns ersättning och förändringar i företagets prestation. Detta tyder enligt Raghavan på att vd:n för dåligt presterande bolag måste visa att en förbättring i företagets prestation är varaktig innan hen belönas för sin insats.

I en studie från 2013 undersökte Nulla förhållandet mellan vd:ns kontantbaserade ersättning, företagets storlek, företagets prestation och bolagsstyrning. Samplet bestod av 51 kanadensiska företag i energi-, metall- och gruvindustrin. Nulla fann ett starkt samband mellan företagets storlek och vd:ns ersättning. Studien påvisade också en positiv korrelation mellan vd:ns ersättning, bokföringsvärdet på utestående aktier och marknadsvärdet på utestående aktier. Däremot hade vd:ns ersättning och de övriga redovisningsbaserade måtten (bland annat ROA) inget signifikant samband. Studien påvisade vidare såväl negativa som positiva samband mellan vd:ns ersättning och olika bolagsstyrningsmekanismer, inget av dessa var ändå signifikant.

I en studie av Parthasarathy, Menon och Bhattacharjee från år 2006 undersöktes vd:ns ersättning, företagets prestation och bolagsstyrning. Studiens sampel bestod av 409 av de största börsnoterade företagen i Indien. Tidsperioden var räkenskapsperioden 2004–2005. Studien visade att ingen av de använda måtten för företagets prestation (nettovinstmarginal, ROA och total avkastning till aktieägarna) hade en signifikant korrelation med varken den totala ersättningen eller med den incitamentbaserade ersättningen som verkställande direktören erhåller. Vidare visade studien att företagets storlek är den viktigaste förklarande variabeln för såväl vd:ns totala som hens incitamentbaserade ersättning.

På basis av dessa studier bildas nedanstående hypotes:

Hypotes 2: Det finns inget signifikant samband mellan verkställande direktörens ersättning och företags prestation

3.3 Studier som antyder ett negativt samband mellan vd:ns ersättning och företagets prestation

Slutligen presenteras studier som påvisat att det kan finnas en negativ korrelation mellan storleken på verkställande direktörens ersättning och företagets prestation.

Malmendier och Tate (2009) undersökte förhållandet mellan företagets prestation och prisbelönta verkställande direktörers ersättning. I datasamplet inkluderades amerikanska företag vars vd vunnit något prestigefullt pris under åren 1992 till 2002. Som mått för företagets prestation användes ett antal redovisningsbaserade (bland annat ROA) och marknadsbaserade prestationsmått. Vd:ns ersättning definierades som hens totala ersättning, men kontrollerades också som olika delsegment (kontanter, aktier och så vidare).

Studien antyder att vd:ns makt ökar efter att hen erhållit ett pris. Detta ökade inflytande kan förvärra agentproblem och sänka värde för företagets aktieägare. Studien visade att företagets prestation försämras efter att vd:n vunnit ett prestigefullt pris, både i förhållande till vd:ns tidigare prestation och i relation till jämförbara andra verkställande direktörer. Samtidigt som prestationen försämras tenderar vd:ns ersättning öka, till största del i form av aktier och aktieoptioner. Malmendier och Tate fann vidare att vd:n som vunnit pris har benägenhet att spendera mer tid på privata och offentliga tillställningar som inte är relaterade till företaget de styr. Slutligen fann de att vd:n för företag med svag bolagsstyrning verkar se den största ökningen i sin ersättning.

I en studie från 2013 undersökte Balafas och Florackis förhållandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation. Mer specifikt studerade de om företag som betalar överdriven ersättning åt sin vd, i förhållande till jämförbara företag i samma bransch och storleksklass, genererar större avkastning till sina aktieägare och om företaget presterar operativt bättre. Studien baserade sig på 1787 börsnoterade brittiska företag under perioden 1998–2010.

Balafas och Florackis fann ett starkt negativt samband mellan vd:ns incitamentbaserade ersättning och avkastning åt aktieägarna. Företag som betalar en överdriven ersättning till sin vd erhåller en signifikant lägre riskjusterad avkastning jämfört med företag som inte betalar överdimensionerad ersättning åt vd:n. Vidare antydde studien att det också finns ett negativt samband mellan incitamentbaserad ersättning åt vd:n och framtida ROA.

Brick, Palmon och Wald (2006) undersökte företagets prestation, bolagsstyrningsmekanismer och verkställande direktörens ersättning. Mer specifikt studerade de om en överdriven ersättning åt vd:n är kopplat till att företag underpresterar. De undersökte 1163 amerikanska företag under tidsperioden 1992–2001. Studien visade att det finns ett starkt positivt samband mellan överdriven ersättning åt vd:n och ersättning åt resten av ledningen. Detta kan tolkas som att brister i övervakningen leder till överdriven ersättning åt såväl vd:n som resten av ledningen. Vidare fann Brick m.fl. ett starkt negativt samband mellan överdriven ersättning åt vd:n och företagets framtida avkastning.

I en studie från 1999 undersökte Core, Holthausen och Larcker om det finns ett förhållande mellan storleken på verkställande direktörens ersättning och kvaliteten på företagets bolagsstyrning. Dessutom studerades om företag med svag bolagsstyrning presterar sämre i framtiden. Samplet bestod av 205 börsnoterade amerikanska företag under åren 1982–1984. Studien påvisade ett positivt samband mellan vd:ns ersättning och styrelsens storlek och andelen oberoende styrelseledamöter och ett negativt samband mellan vd:ns ersättning och ägande i företaget. Vidare visade studien ett starkt negativt samband mellan vd:ns ersättning och företagets prestation, både mätt som ROA och aktieavkastning. De fanns också en negativ korrelation mellan nivån på företagets bolagsstyrning och ROA.

De ovan nämnda studierna bidrar till att följande hypotes bildas:

Hypotes 3: Det finns ett negativt samband mellan verkställande direktörens ersättning och företags prestation

4 Metod och data

I detta kapitel redogörs avhandlingens val av metod. Vidare beskrivs avhandlingens vetenskapliga infallsvinkel och datainsamlingsprocessen presenteras. Dessutom behandlas variablerna som används i studien och valen av dessa argumenteras för. Slutligen återges avhandlingens trovärdighet genom att dess reliabilitet, replikbarhet och validitet behandlas.

4.1 Metod

I den här studien tillämpas en kvantitativ metod. En kvantitativ metod torde lämpa sig bäst för att besvara en frågeställning som innefattar ett kvantifierbart element som företagets prestation. Vidare passar en kvantitativ metod bättre för stora datamängder, vilket denna studie använder sig av (Bryman & Bell, 2017). Valet av metod stöds också av att de flesta studier inom ämnet tillämpat kvantitativa metoder för att besvara liknande frågeställningar (Mäkinen, 2007; Ozkan, 2011; Sigler 2011).

I studien tillämpas en minsta kvadrats regressionsanalys (Ordinary least square regression, hädanefter OLS-regression). Regressionen beskrivs närmare i avsnitt 4.5.

4.2 Data

Alla företag i databasen som analyseras är företag som är noterade på Nasdaq Helsinki. Alla företag i samplet betecknas på Nasdaq som "Industrial". Med andra ord är det frågan om industriföretag. Bolagen är begränsade till en bransch för att undvika skillnader i företagets prestation och verkställande direktörens ersättning som kan bero på branschspecifika karaktärsdrag eller branschens världsekonomiska utveckling. Företag betecknade som "Industrial" användes för att den branschen innehåller den största mängden företag av alla olika branscher

på Nasdaq Helsinki. Studien är inte begränsad till någon specifik storlek av företag, utan företag betecknade som såväl stora, medelstora och små företag undersöktes. Detta gjordes för att uppnå ett tillräckligt stort sampel av företag.

Tidsperioden som undersöks är 2009-2018, det vill säga tio år. Tidsperioden valdes för att undvika att samplet skulle vara så litet att enstaka år kan snedvrída resultatet alltför mycket. Risk skulle varit större om samplet bestod av observationer från till exempel endast två eller tre år. Att fokus ligger på perioden precis efter finanskrisens utbrott är ingen slump. Denna tid har karaktäriserats av såväl osäkerhet som stark ekonomisk uppgång globalt och är därför speciellt intressant. Vidare har EU implementerat en reglering av de verkställande direktörernas ersättning under denna tidsperiod. Det är något som möjligen kan påverka förhållandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation.

Totalt inkluderades 30 företag i samplet, vilket enligt Ross (2010) är tillräckligt för normal approximation. Av företagen är sju betecknade som stora företag, nio som medelstora företag och 14 som små företag. Stora företag är företag vars marknadsvärde överstiger en miljard euro. Medelstora företag är företag värderade mellan 150 miljoner euro och en miljard euro. Små företag är företag vars marknadsvärde är lägre än 150 miljoner euro. Det slutgiltiga samplet bestod av totalt 300 räkenskapsperioder eller observationer.

Data är manuellt insamlat från de olika företagens bokslut, pressmeddelanden och webbplatser samt från Nasdaqs webbplats. Siffrorna och informationen som företagen presenterar i sina bokslut har reviderats. Det är således rimligt att anta att informationen är rätt och riktig. Då data är manuellt insamlat kan det inte uteslutas att det finns en liten risk för felaktigheter. För att minimera risken för fel har ett antal stickprov tagits i efterhand. I stickproven har siffrorna i datasamplet jämförts med informationen i bokslutet. Några av nyckeltalen som tagits från Nasdaqs webbsida har kontrollräknats för att säkerställa att siffrorna är korrekta. I stickprovskontrollen uppdagades inga felaktigheter.

4.2.1 Förkastade företag:

Det ursprungliga samplet bestod av 42 företag. Med andra ord förkastades tolv företag. Företagen förkastades på grund av orsaker som till exempel börsintroduktioner, fusioner, otillräcklig information eller att företagets kärnverksamhet förändrats märkbart under den granskade tidsperioden. Exempelvis YIT Oyj har under sampelperioden genomgått en fission. Som ett resultat av fissionen bildades företaget Caverion Oyj. På grund av fissionen är inget av företagets variabler jämförbara och de har därför förkastats.

En börsintroduktion resulterar i sin tur till rapporteringskrav som företagen inte nödvändigtvis använt sig av tidigare. Detta leder till att data om exempelvis vd:ns ersättning eller styrelsens uppsättning inte finns tillgängligt före börsintroduktionen. Således har företag som noterats för handling på börserna under den undersökta tidsperioden eliminerats från datasamplet.

4.3 Definition av verkställande direktörens ersättning och val av prestationsmått

I studien definieras verkställande direktörens ersättning som hans totala redovisade ersättning. Med andra ord inkluderas såväl grundlön, bonusar, samt olika extra förmåner. Tilläggs pensioner och beviljade aktieoptioner har uteslutits från studien. Detta på grund av att det är mycket komplicerat att redovisa den årliga effekten av framtida pensioner och optioner. Information om vd:ns ersättning var möjlig att få tag på eftersom International Financial Reporting Standard (IFRS) kräver att företag som är börsnoterade delger information om verkställande direktörens ersättning i sitt bokslut.

Som prestationsmått används endast redovisningsbaserade prestationsmått. Något mått för marknadsbaserad prestation nyttjas alltså inte i denna studie. Att fokus endast ligger på redovisningsmått beror på att dessa belyser vad som hänt medan marknadsmått mer antyder vad marknaden förväntar sig att komma att

hända. Således kan man hävda att redovisningsbaserade prestationsmått ger en bättre bild av hur verkställande direktören de facto har presterat.

Prestationsmåttet som används i denna studie är Return on Assets (ROA). ROA är en indikator på hur effektivt ett företag använder sina tillgångar och därför borde det ge en relativt bra bild av hur väl verkställande direktören leder företaget. Enligt Investopedia fungerar ROA bäst då man jämför företag som verkar inom samma eller liknande branscher, vilket är fallet i denna avhandling. En annan fördel med att använda ROA som prestationsmått är att det, i motsats till ett antal andra mått för prestation som exempelvis ROE, tar företagets skuldsättning i beaktande. I den här avhandlingen definieras ROA på följande sätt:

$$ROA = \frac{\text{Resultat efter skatt}}{\text{Totala tillgångar i genomsnitt under året}}$$

Totala tillgångar i genomsnitt under året definieras som de totala tillgångarna vid ingången av räkenskapsperioden plus de totala tillgångarna vid utgången av räkenskapsperioden dividerat med två.

4.4 Förklaring av kontrollvariabler

Tidigare studier visar att det finns ett antal faktorer som kan påverka hur stor ersättning verkställande direktören erhåller. I denna avhandling tas följande kontrollvariabler i beaktande:

Företagets storlek = Företagets omsättning under räkenskapsperioden, justerat per tolv månader om räkenskapsperioden inte var tolv månader lång under någon av perioderna.

Tidigare studier har visat att företagets storlek är det som påverkar verkställande direktörens ersättning mest. Exempelvis fann Mäkinen (2007) att elasticiteten mellan företagets storlek (omsättning) och vd:ns totala ersättning var 0,46 under

åren 1999-2002 bland finska börsnoterade bolag. Det vill säga att en 10 % ökning av företagets omsättning ökar verkställande direktörens ersättning med 4,6 %.

Styrelsens storlek = Antal ledamöter i styrelsen i genomsnitt under räkenskapsperioden.

Styrelsens storlek antas vanligen ha en effekt på storleken av vd:ns ersättning. Det råder ändå ingen koncensus gällande effekten styrelsens storlek har på vd:ns ersättning. Å ena sidan är beslutsfattande och övervakningen kanske mindre effektivt inom stora styrelser. Å andra sidan kan en stor styrelse göra det svårare för vd:n att förhandla fram ett lukrativt kontrakt på aktieägarnas bekostnad (Alves m fl 2016).

Andelen oberoende ledamöter i styrelsen = Andelen, uttryckt i procent, av ledamöterna i styrelsen vid räkenskapsperiodens utgång som, enligt Finsk kod för bolagsstyrning 2015 (Värdepappersmarknadsföreningen, 2015), kan beaktas som oberoende av företaget. Med andra ord personer som inte innehar eller innehaft höga positioner inom företaget, inte äger en betydande mängd aktier i företaget eller har en närstående relation till vd:n.

I teorin borde en styrelse bestående av flera oberoende ledamöter vara bättre på att övervaka vd:n. Dessutom borde risken för att vd:n utövar kontrollerande inflytande över en sådan styrelse minska. Således torde ett större antal oberoende ledamöter leda till en lägre ersättning åt vd:n. Studier har ändå haft varierande resultat (Filatotchev & Nakajima, 2010).

Längden på verkställande direktörens ämbetsperiod = Antal år i rad som den verkställande direktören innehaft sitt ämbete. Om ett bolag under en räkenskapsperiod haft två eller flera olika vd:n användes den som under räkenskapsperioden innehade sin post längst tid. Om perioden var sex månader eller mer betecknades längden som ett år.

Verkställande direktörens ålder = Verkställande direktörens ålder vid räkenskapsperiodens slut.

Längden vd:n innehaft sin post och hens ålder antas kunna påverka storleken på hens ersättning. Hypotesen om ledningens befestning används ofta för att förklara det här förhållandet. Tanken är att ju äldre vd:n är och ju längre hen innehaft sin position desto mer kunskap har hen om branschen och företaget vilket gör hen svårare att ersätta. Med andra ord så ger det vd:n ett bättre förhandlingsläge vilket torde resultera i ett mer lukrativt kontrakt (Nourayi & Mintz, 2008, Alves m fl 2016).

Verkställande direktörens utbildning = Uttryckt som en dummy-variabel där 0 innebär att verkställande direktören har examen som är lägre än magisterexamen och 1 betecknar att vd:n har en magisterexamen eller en ännu högre utbildningsnivå.

Enligt humankapitalteori borde verkställande direktörer med högre utbildning ha fler och bättre förmågor vilket borde resultera i att företaget presterar bättre (Alves m fl 2016).

Planen var att vd:ns kön också skulle användas som en beskrivande variabel för vd:ns ersättning. Eftersom posten som verkställande direktör innehades av en kvinna endast vid två av de 300 räkenskapsperioderna som inkluderades i databasen slopades denna idé. Detta gjordes för att samplet troligen skulle varit för litet för att utifrån det kunna dra några långtgående slutsatser.

4.5 Empirisk modell

Undersökningen utförs som sagt med hjälp av en OLS-regression. I regressionsanalysen används verkställande direktörens ersättning som beroende variabel, företagens prestation som förklarande variabel och de ovan behandlade variablerna som kontrollvariabler. Regressionen som används i studien är följande:

$$\begin{aligned} \text{Verkställande direktörens ersättning (log)} = & \alpha + \beta_1 * \text{Return on} \\ & \text{Assets(\%)} + \beta_2 * \text{Företagets omsättning (log)} + \beta_3 * \text{Styrelsens storlek} \\ & + \beta_4 * \text{Andelen oberoende styrelseledamöter(\%)} + \beta_5 * \text{Längden på} \\ & \text{verkställande direktörens ämbetsperiod} + \beta_6 * \text{Verkställande} \\ & \text{direktörens ålder} + \beta_7 * \text{Verkställande direktörens utbildning(dummy)} \\ & + \varepsilon \end{aligned}$$

Denna eller liknande modeller har använts i tidigare studier om förhållandet mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. Bland annat Mäkinen (2007) och Randøy och Nielsen (2002) använde sig av liknande regressioner i sina undersökningar. Noterbart är att såväl Mäkinen som Randøy och Nielsen utförde sina studier i nordiska länder.

Det är värt att notera att en verkställande direktör sällan belönas omedelbart för goda prestationer. Oftast släpar bonusar efter med ett år. Det är således motiverat att anta att förhållandet mellan företagets prestation och vd:ns ersättning är starkare om den oberoende variabeln tidsfördröjs med ett år. I studien används därför också en regression där ersättningen antas vara ett resultat av föregående års förklarande och kontrollerande variabler.

4.6 Reliabilitet, replikerbarhet och validitet

Kvalitetskriterier i företagsekonomisk forskning kan enligt Bryman och Bell (2017) delas in i tre olika delar. Det första kvalitetskriteriet, reliabilitet innebär huruvida samma resultat fås från en studie om den utförs på nytt med samma data och metod. Bryman och Bell (2017) poängterar att slumpmässiga eller tillfälliga faktorer kan påverka studien och i och med det dess reliabilitet. Den här studien kan anses ha en hög reliabilitet då det insamlade data är baserat på rapporter och tal producerat av utomstående. Det finns alltid en risk att dylika rapporter och tal innehåller tryckfel, men då data till huvudsakligen är samlat från reviderade bokslut kan man anta att informationen är riktig. Det går inte att förbise faktumet att det existerar en risk för att mänskliga misstag begåtts då data samlades. Detta

kontrollerades ändå för med de tidigare nämnda stickproven som togs på datasamplet. Slutsatsen är således att reliabiliteten är på en god nivå i denna undersökning.

Replikerbarhet innebär att studiens olika segment och metoder bör beskrivas så noggrant att det ska vara möjligt att upprepa studien (Bryman & Bell, 2017). I den här avhandlingen har det beskrivits hur undersökningen utförs, vilka variabler som nyttjas, samt hur och varifrån data samlas.

Validitet omfattar en bedömning om huruvida de slutsatser som fås från en undersökning hänger ihop eller inte. Enligt Bryman och Bell (2017) kan validitet delas in i begreppsvaliditet, intern och extern validitet samt ekologisk validitet. Begreppsvaliditet behandlar huruvida de använda måtten beskriver det de bör beskriva eller inte. I denna studie är företagets prestation ett viktigt element och därför är mätningen av det av stor vikt. I den här studien används som sagt ROA som mått för företagets prestation. Eftersom det använts som prestationsmått i stor utsträckning även i tidigare studier är det rimligt att anta att det är ett bra mått för företagets prestation.

Bryman och Bell (2017) beskriver att intern validitet berör kausalitet och huruvida samband är hållbara eller inte. I denna studie har det inkluderats tidigare teorier och studier som grund för de antagna sambanden. Vidare är de kontrollvariabler som använts förankrade i tidigare forskning och således torde sambandet till det förklarande variablerna vara beprövat.

Extern validitet handlar om till vilken omfattning resultatet av en studie är generaliserbart till andra situationer, platser, personer och sammanhang (Bryman & Bell, 2017). Eftersom studien är begränsad till finska industriföretag kan man anta att resultatet inte kan generaliseras till andra länder. Speciellt inte länder vars lagstiftning, traditioner, kultur och så vidare skiljer sig märkbart från Finlands. Faktumet att studien fokuserar på en specifik bransch försvårar generaliseringen av resultatet då det är rimligt att förmoda att det existerar faktorer som påverkar forskningsresultatet och som är specifika för just den här branschen. Lagstiftning och kultur är troligen någorlunda homogent inom alla branscher i Finland förutom

finans- och försäkringsverksamhet. Därför torde denna studies resultat åtminstone delvis kunna generaliseras till andra finländska branscher än industribranschen.

5 Resultat

I det här kapitlet presenteras statistik från datasamplet. Vidare läggs studiens resultat fram och diskuteras. Utifrån resultatet bekräftas eller förkastas de tidigare presenterade hypoteserna.

5.1 Normalfördelning

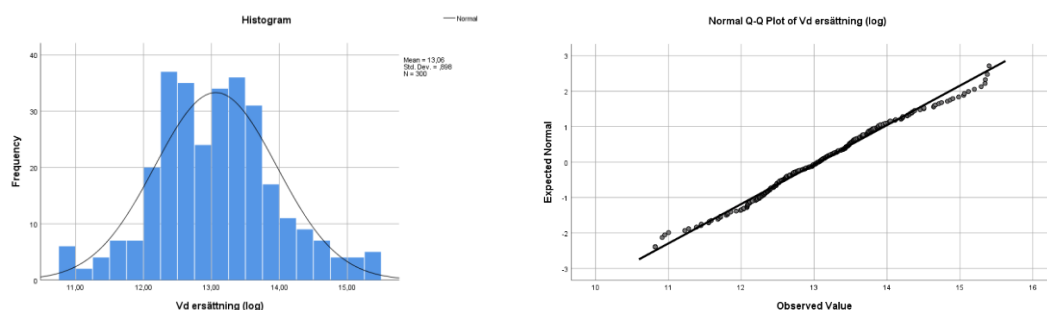
Ett grundantagande för OLS-regressioner är att data som används är normalfördelat. Den centrala gränsvärdessatsen fastslår att data från en population är normalfördelat då samplet är tillräckligt stort (Freund, Wilson & Sa, 2006). Samplet som används i denna avhandling är relativt litet och därför kan den centrala gränsvärdessatsen inte tillämpas för att bevisa normalfördelning. Det är ändå möjligt att utreda om data är normalfördelat genom användning av grafer och olika test.

Då man granskar normalfördelning är värdena för snedhet (från engelskans skewness) och kurtosis användbara. Snedhetsmättet anger åt vilket håll fördelningen lutar jämfört med mittpunkten av observationerna. I ett normal fördelat sampel är snedhetsmättet nära noll. Positiva värden antyder att majoriteten av värdena är mindre än och negativa värden att majoriteten av värdena är större än i en normalfördelning. Med andra ord anger positiva värden att distributionen lutar åt vänster och negativa värden att distributionen lutar åt höger i en graf. (Davis & Davis, 2016.)

Kurtosis anger frekvensfördelningskurvans spetsighet. Ett positivt kurtosis-mått visar att samplet är spetsigt eller leptokurtosisk. Med andra ord är fördelningen av observationerna brantsluttande. Ett negativt mått antyder i sin tur att samplet är bredare och att observationerna har en flackare sluttning. En sådan fördelning brukar också kallas platykurtosisk. Ett normal fördelat sampel har ett kurtosis-mått nära noll. (Davis & Davis, 2016.)

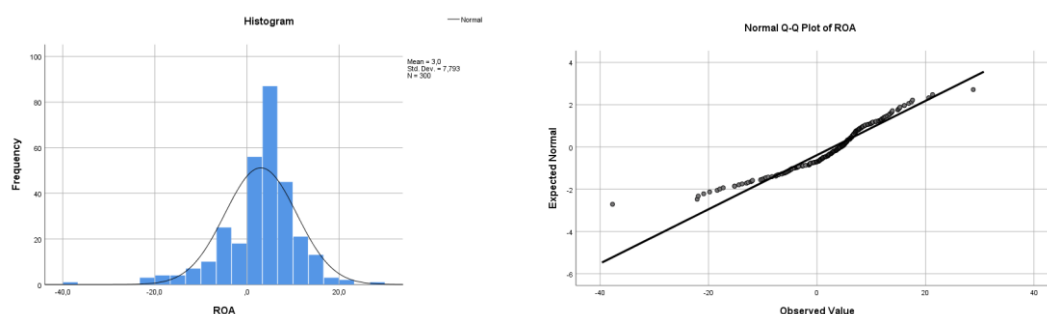
Histogram och Q-Q plots är grafer med vilka normalfördelning kan granskas. Histogram åskådliggör distributionen av variablerna och linjen visar hur data borde vara distribuerat för att vara normalfördelat. Q-Q plots visar den faktiska fördelningen jämfört med den kumulativa sannolikheten av en specifik distribution. I detta fall normalfördelning. Normalfördelning illustreras med hjälp av grafer endast för den beroende variabeln samt de intressantaste oberoende variablerna. Det vill säga ROA och företagets omsättning. Övriga variabler kommenteras också kort, men själva graferna finns i bilagorna.

Figur 1: Histogram och Q-Q plot, Vd ersättning



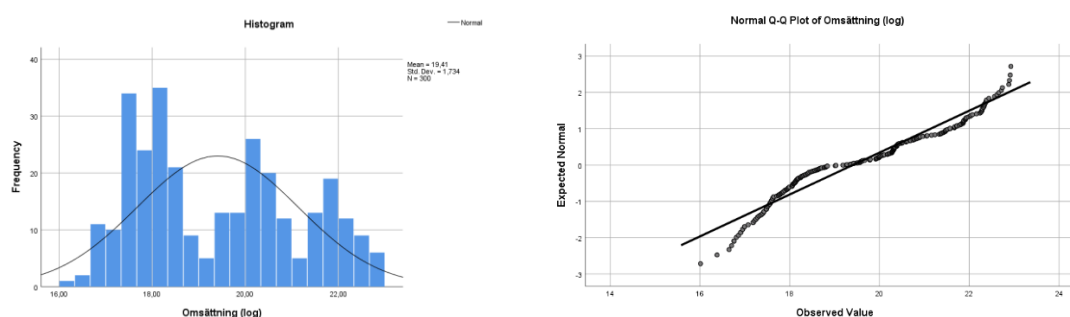
Figur 1 visar att verkställande direktörernas ersättning är så gott som normalfördelat. Vd ersättning har ett snedhetsvärde på 0,145 och ett kurtosisvärde på 0,218 (se tabell 1). Med andra ord lutar distributionen något åt vänster och observationerna är litet mer samlade kring mitten. Histogrammet antyder samma sak. Ur Q-Q ploten kan man utläsa att nästan alla värden tangerar eller är väldigt nära den förväntade linjen.

Figur 2: Histogram och Q-Q plot, ROA



Figur 2 visar att ROA inte är normalfördelat. Snedhetsvärdet är $-1,052$ och måttet för kurtosis $3,328$ (tabell 1). Med andra ord lutar distributionen lite mot höger medan fördelningen av observationerna är flackare än i ett normal fördelat sampel. Detta syns också ur histogrammet där de lägsta värdena bildar en svans som ligger ovanför normalfördelningslinjen. Q-Q ploten visar att de lägre värdena ligger ovanför det förväntade. Däremot kan man utläsa att värdena nära mitten ligger på eller nära linjen.

Figur 3: Histogram och Q-Q plot, Omsättning



Ur figur 3 kan det utläsas att företagens omsättning inte är helt normalfördelat. Snedhetsvärdet är $0,306$ och kurtosisvärdet $-1,131$ (tabell 1). Det vill säga att distributionen drar litet åt vänster medan observationerna faller på ett rätt så brett område. I histogrammet kan man se att toppar och dalar avlöser varandra. Q-Q ploten i sin tur visar att observationerna ligger sinom under sinom över den förväntade fördelningen.

Graferna samt testen för snedhet och kurtosis antyder att de övriga variablerna till större utsträckning är normalfördelade. Q-Q ploten visar att alla variablers värden, förutom längden vd:n suttit på sin post, ligger på eller nära den förväntade linjen. Histogrammen påvisar en normalfördelning för styrelsens storlek och vd:ns ålder. Andelen oberonde styrelseledamöter och längden vd:n suttit på sin post följer enligt histogrammen inte en normalfördelning. För andelen oberoende styrelseledamöter beror de möjligen på att de är procentuellt betecknade och att detta snedvrider grafen något. Detta antagande bekräftas av värdena för snedhet och kurtosis.

Tabell 1: Snedhet och kurtosis

1

2

	N	Snedhet		Kurtosis	
		Statistik	st. av.	Statistik	st. av.
Vd ersättning (log)	300	0,145	0,141	0,218	0,281
ROA	300	-1,052	0,141	3,328	0,281
Omsättning (log)	300	0,306	0,141	-1,131	0,281
Styrelse	300	0,16	0,141	-0,04	0,281
Utomstående	300	-0,243	0,141	-0,647	0,281
Längd på ämbete	300	2,046	0,141	5,802	0,281
Vd:s ålder	300	-0,269	0,141	-0,398	0,281

Normalfördelning kan också granskas med Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk test. De här testen jämför samplet med ett sampel som är normalfördelat och som har samma standardavvikelse och medeltal. En signifikansnivå lägre än 0,05 tyder på att samplet skiljer sig signifikant från ett normalfördelat sampel. En signifikansnivå högre än 0,05 antyder i sin tur att samplet inte skiljer sig på ett betydande sätt från ett normalfördelat sampel. (Davis & Davis, 2016.)

Tabell 2: Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk test

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Vd ersättning (log)	0,040	300	,200*	0,990	300	0,037
ROA	0,118	300	0,000	0,931	300	0,000
Omsättning (log)	0,137	300	0,000	0,941	300	0,000

a. Lilliefors Significance Correction

Både Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk testen antyder att ROA och omsättningen skiljer sig markant från ett normalfördelat sampel. Kolmogorov-

¹ Standardavvikelsen för snedhet beräknats i SPSS enligt formeln

$$SES = \sqrt{\frac{6N(N-1)}{(N-2)(N+1)(N+3)}}$$

² Standardavvikelsen för kurtosis beräknats i SPSS enligt formeln

$$SEK = 2SES \sqrt{\frac{N^2 - 1}{(N-3)(N+5)}}$$

Smirnov testet indikerar att vd:ns ersättning inte skiljer sig signifikant från ett normalfördelat sampel medan Shapiro-Wilk testet tyder på att samplet är normalfördelat. Såväl Kolmogorov-Smirnov som Shapiro-Wilk testet antyder att ingen av de övriga variablerna är normalt fördelade. Tabellen med de övriga variablernas resultat finns i bilagorna.

Det kan konstateras att Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk testen antyder att de flesta variabler som används i den här studien inte är normalfördelade. Enligt Davis och Davis (2016) går det ändå att utföra regressioner på data som icke följer en normal distribution. De lyfter fram bootstrapping som användbart då man jobbar med snedvridna sampel. I praktiken fungerar bootstrapping så att samplet behandlas som en population. Denna population samplas sedan om flera gånger och för dessa samplings beräknas ett medeltal för de relevanta parametrarna (Stine, 1989). Streukens och Leroi-Werelds (2016) hävdar att man bör göra åtminstone 10 000 omsamplings för att nå ett tillförlitligt resultat då man använder sig av bootstrapping. Således körs 10 000 omsamplings i denna undersökning.

5.2 Sampelstorlek, antal variabler, heteroskedasticitet och autokorrelation

Det har forskats mycket kring samplets storlek i vetenskapliga studier. Det är ändå svårt att definiera vad som är en passlig sampelstorlek för en specifik undersökning (Motrenko, Strijov & Weber, 2014). Enligt Schönbrodt och Perugini, (2013) tenderar korrelationer vara mindre stabila då regressioner baserar sig på små sampel. Detta är möjligen ett problem i den här studien då samplet är relativt litet. Eftersom studien begränsats till finska börsnoterade industriföretag, vars antal är begränsat, är det ändå inte möjligt att åtgärda problemet. Det är istället skäl att vara medveten om den här begränsningen då studiens resultat behandlas och analyseras.

Ett annat problem som lyfts fram om regressioner baserade på små sampel är att inkluderande av ett stort antal variabler kan leda till att korrelationer har lägre

precision (Graham, Olchowski & Gilreath, 2007). Enligt Hardt, Herke och Leonhart (2012) är minst tio observationer per variabel en bra tumregel för regressioner. I denna studie tillämpas 300 observationer och sju variabler. Visserligen är det frågan om endast 30 olika företag, men då regressionen inte körs per årsbasis torde samplet vara tillräckligt stort för antalet variabler. Trots detta är det orsak att vara medveten om att detta kan påverka precisionen för korrelationerna.

Ett sampel kan anses vara heteroskedastiskt om det innehåller subpopulationer mellan vilka variabiliteten skiljer sig. Med andra ord då värdet på en oberoende variabel ökar, så minskar eller ökar den oförklarade variationen i beroende variabeln (Nicholls & Pagan, 1983; Cattaneo, Jansson & Newey, 2018). Heteroskedasticitet är ett problem eftersom OLS-regressioner antar att alla residualer är tagna från en population som har konstant variation. Om så inte är fallet kommer standardavvikelsen för koefficienternas se större eller mindre ut än de *de facto* är. Detta kan i sin tur leda till att signifikansnivån för koefficienterna ter sig lägre än vad de egentligen är (Su, Zhao, Yan & Li, 2012).

Autokorrelation mäter förhållandet mellan en variabels nuvarande värde och dess historiska värden (Chatterjee & Hadi, 2012). Enligt Halcousis (2004) är första gradens autokorrelation vanligast. Första gradens autokorrelation innebär att en observation tenderar påverkas av den närmast föregående observationen från den förra tidsperioden. Autokorrelation är ett problem i samband med OLS-regressioner eftersom det ökar variansen för koefficienterna vilket medför att standardavvikelseerna blir lägre än vad de egentligen är (Halcounis, 2004).

Samplet som utnyttjas i studien kan inte antas vara homoskedastiskt (motsats till heteroskedastiskt) eller sakna autokorrelation då data är från en tidsperiod på tio år och företagens variabler i många fall är lika eller liknande från år till år. För att testa för heteroskedasticitet utfördes ett Breusch-Pagan test. Resultatet av testet antyder att datasamplet är heteroskedastiskt (Bilaga 5 och 6).

Problemet med heteroskedasticitet och autokorrelation åtgärdas genom användning av Newey-West korrigerade regressions-estimatorer. Enligt Nurlaila,

Susilawati och Nilakusmawati (2017) är detta ett effektivt sätt att åtgärda problem med heteroskedastiskt och autokorrelerat data. Cribari-Neto & Zarkos (1999) hävdar att heteroskedasticitet inte utgör ett problem då man utför bootstrapping på ett sampel. Således torde bootstrapping fungera väl trots att samplet är heteroskedastiskt.

5.3 Deskriptiv statistik

I det här kapitlet presenteras och behandlas relevant statistik. Detta görs för att ge läsaren en bättre bild av datasamplet.

Tabell 3: Deskriptiv statistik, alla observationer

	N	Medelvärde	Median	Maximivärde	Minimivärde
Vd:ns ersättning	300	717 487,64	469 707,64	4 877 900,00	50 000,00
ROA (%)	300	3,00	4,40	28,80	-37,70
Omsättning (miljoner euro)	300	1 041,39	223,50	9 071,00	9,00
Styrelsens storlek	300	6,03	6,00	10,00	3,00
Andelen utomstående i styrelsen	300	72,04 %	71,43 %	100,00 %	25,00 %
Antal år vd:n haft sin post	300	5,65	4,00	29,00	0,00
Vd:ns ålder	300	50,28	51,00	64,00	32,00
Vd:ns utbildningsnivå	300	83,33 %			

Tabell 3 visar att verkställande direktörens ersättning i medeltal var 717 487,64 euro och medianen 469 707,64 euro. Den största utbetalda ersättningen var

knappa fem miljoner euro och den minsta endast 50 000 euro. Medelvärdet för ROA är 3,00 och medianen 4,40. Vilket antyder att det finns företag med väldigt dålig prestation som sänker medelvärdet. Den genomsnittliga omsättningen var ungefär 1,04 miljarder euro och medianen drygt 223 miljoner.

Medelvärdet och medianen på styrelsens storlek är 6,03 respektive 6,00 medan andelen oberoende styrelseledamöter i genomsnitt är 72,04 % och medianen 71,43 %. Verkställande direktören har i genomsnitt haft sin position i ungefär fem och ett halvt år. Verkställande direktörens genomsnittliga ålder är 50,28 år och medianen 51 år. Vd:ns utbildningsnivå är som sagt en dummy-variabel där 1 innebär att vd:n har en magisterutbildning. Således kan man konstatera att 83,33 % av de verkställande direktörerna har en magisterutbildning eller högre.

De enskilda variablernas utveckling kommenteras nu kort, men själva tabellerna hittas i bilagorna. Den verkställande direktörens ersättning ökade kraftigt under perioden 2009–2018. I genomsnitt tjänade en vd ungefär 511 000 euro år 2009. År 2018 var medeltalet 912 598,35 euro. Detta är en ökning på över 78 %. Jämförelsevis så steg medellönen för alla arbetstagare inom den privata sektorn med 15,5 % under motsvarande tidsperiod (Statistikcentralen). Medianlönen har stigit med ungefär 54 % från år 2009 till år 2018.

Medelvärdet för ROA har i regel legat runt tre till fem procent. Undantagen är åren 2009 och 2013. Om man ser på medianen kan man konstatera att den varit mellan 3,8 och 6,65 varje år förutom år 2009 då den var endast 0,25. ROA har med andra ord legat på ganska långt samma nivå under den granskade tidsperioden, år 2009 ignorerat.

Den genomsnittliga omsättningen steg med nästan 35 % från år 2009 till 2018. Eller från 875,5 miljoner euro till 1 178,77 miljoner euro. Medianen fördubblades nästan under samma tidsperiod och steg från 149,5 miljoner till 292,5 miljoner.

De övriga kontrollvariablerna har varit relativt konstanta. Längden vd:n innehaft sin post och åldern på vd:n har ökat något under perioden. Detta antyder att det är ganska långt samma personer som haft positionen som vd i företagen i

samplet. Noterbart är också att andelen utomstående ledamöter i styrelsen ökat med nästan sex procentenheter under perioden. Denna utveckling har varit så gott som linjär.

En korrelationsmatris anger hur de olika variablerna korrelerar med varandra. Ett värde på 1 anger fullständig positiv korrelation medan ett värde på -1 anger en fullständigt negativ korrelation. Värdet 0 betyder att variablerna inte korrelerar på något sätt (Ross, 2010). Smith (2012) hävdade att det är problematiskt om oberoende variabler korrelerar väldigt starkt med varandra. Det här beror på att det gör det svårare att fastslå vilken variabel som är orsaken till förändringen i beroende variabeln, i detta fall vd:ns ersättning. Enligt Friedman och Wall (2005) brukar man godkänna korrelationskoefficienter mellan de oberoende variablerna inom spektrumet +0,7 och -0,7. Ingen av de oberoende variablerna i den här studien korrelerade mer än 0,7 (Bilaga 16 och 17).

5.4 Resultat

Resultatet av regressionsanalyserna har delats in i två olika tabeller. Först presenteras resultaten av regressioner där vd:ns ersättning använts som beroende variabel. Därefter visas resultaten av regressioner där vd:ns ersättning tidsfördröjts med ett år. För såväl vd:ns ersättning som den tidsfördröjda ersättningen har regressionsanalyser gjorts där endast ROA använts som oberoende variabel respektive regressionsanalyser där alla variabler inkluderats. Dessutom har skilda regressioner körts för första och andra halvan av den granskade tidsperioden.

I tabellerna anger konstanten värdet för beroende variabeln då de oberoende variablerna är noll. Koefficienterna vid de oberoende variablerna beskriver förändringen i beroende variabeln som beror på den oberoende variabeln då övriga variabler är konstanta. Bredvid de här koefficienterna är signifikansen utmärkt. En signifikans på tio procentsnivån är utmärkt med *, en signifikans på fem procentsnivån är utmärkt med ** och en signifikans på en procentsnivån är

utmärkt med ***. ***. I parentesen under koefficienten anges signifikansens exakta procent. I den nedersta delen av tabellen är R^2 och antalet observationer utmärkt. R^2 anger hur stor del av variationerna i vd:ns ersättning som kan förklaras av de oberoende variablerna (Djupsjöbacka).

Tabell 4: Beroende variabel, Vd ersättning

	(1) Vd ersättning (log) 2009- 2018	(2) Vd ersättning (log) 2009- 2018	(3) Vd ersättning (log) 2009- 2013	(4) Vd ersättning (log) 2009- 2013	(5) Vd ersättning (log) 2014- 2018	(6) Vd ersättning (log) 2014-
Konstant	12,945*** (0,000)	6,395*** (0,000)	12,854*** (0,000)	6,829*** (0,000)	13,047*** (0,000)	6,25*** (0,000)
ROA	0,039 *** (0,000)	0,016*** (0,004)	0,039*** (0,001)	0,016** (0,019)	0,037*** (0,002)	0,012* (0,058)
Omsättning (log)		0,257*** (0,000)		0,238*** (0,000)		0,284*** (0,000)
Styrelsens storlek		0,162*** (0,000)		0,131*** (0,005)		0,17*** (0,000)
Oberoende styrelse- ledamöter		0,003* (0,059)		0,001 (0,797)		0,004* (0,076)
Antal år vd:n haft sin post		-0,025** (0,011)		-0,046*** (0,001)		-0,11 (0,190)
Vd:ns ålder		0,013** (0,049)		0,021*** (0,007)		0,003 (0,698)
Utbildnings- nivå		-0,054 (0,481)		-0,145 (0,373)		-0,012 (0,901)
R^2	0,12	0,72	0,14	0,69	0,08	0,8
Observationer	300	300	150	150	150	150

Tabell 4 visar att ROA under hela tidsperioden, då det inte kontrollerats för övriga variabler, förklarar ungefär 12 % av variationerna i vd:ns ersättning. Vidare framgår det att en ökning av ROA med en enhet leder till en 3,9 % högre ersättning åt verkställande direktören. För den första fem års-perioden är effekten av ROA lika stor, men förklaringsgraden är nästan 14 %. Den andra fem års-perioden har såväl lägre effekt som förklaringsgrad.

Då de övriga variablerna inkluderas i regressionen stiger förklaringsgraden till nästan 72 % för hela tidsperioden. För den första och andra fem års-perioden är förklaringsgraden 69 % respektive 77 %. Noterbart är att effekten ROA har på vd:ns ersättning sjunker till 1,6 % då de kontrollerande variablerna tas i beaktande. Åren 2014-2018 var effekten endast 1,2 %. Det kan konstateras att omsättningens effekt på ersättningen stigit under den granskade perioden. För den andra halvan innebar en ökning av omsättningen med tio procent att ersättningen ökar med 2,8 % då motsvarande var 2,4 % under den första halvan. För hela perioden är siffran 2,6 %.

Styrelsen storlek verkar ha en positiv och signifikant effekt på vd:ns ersättning. En extra styrelseledamot innebär en 16 % ökning av ersättningen. För fem års-perioderna var motsvarande siffror 13 % och 17 %. Detta är i linje med Mäkinen (2007), även om effekten är klart större i den här studien. Andelen oberoende ledamöter förefaller också korrelera positivt med vd:ns ersättning. En ökning av andelen oberoende med en procentenhet ökar vd:ns ersättning med 0,3%. Det här var ändå endast signifikant på tio procentsnivån. Resultatet avviker sig således från agentteorin som gör gällande att oberoende ledamöter borde vara på att övervaka verkställande direktören. Däremot är det i linje med Ozkan (2011).

Intresseväckande är att längden på vd:ns ämbetsperiod korrelerar negativt och signifikant med hens ersättning. Denna effekt var speciellt stark under åren 2009–2013 då en ökning av längden på ämbetsperioden orsakade en nästan 5 % lägre ersättning. Detta resultat avviker således från befästningsteorin. Det är ändå värt att nämna att denna effekt inte var signifikant under åren 2014–2018. Vd:ns ålder korrelerar däremot positivt med hens ersättning. Vilket emellertid är i linje med teorin om vd:ns befästning. Effekten är dock liten. En åldersökning med ett år genererar en inkomstökning på under 2 procent. Tidsperioden 2014–2018 var den här korrelationen inte signifikant. Nivån på verkställande direktörens utbildning verkar ha en negativ men icke signifikant effekt på storleken på vd:ns ersättning.

Tabell 5: Beroende variabel, tidsfördröjd vd ersättning

	(1) Vd ersättning (log) 2010- 2018	(2) Vd ersättning (log) 2010-	(3) Vd ersättning (log) 2010- 2013	(4) Vd ersättning (log) 2010-	(5) Vd ersättning (log) 2014- 2018	(6) Vd ersättning (log) 2014-
Konstant	12,954*** (0,000)	6,600*** (0,000)	12,869*** (0,000)	6,769*** (0,000)	13,021*** (0,000)	6,544*** (0,000)
ROA	0,049*** (0,000)	0,024*** (0,000)	0,043*** (0,003)	0,024*** (0,000)	0,053*** (0,000)	0,024*** (0,003)
Omsättning (log)		0,256*** (0,000)		0,276*** (0,000)		0,256*** (0,000)
Styrelsens storlek		0,141*** (0,000)		0,095** (0,040)		0,16*** (0,000)
Oberoende styrelse- ledamöter		0,001 (0,354)		-0,002 (0,379)		0,003 (0,149)
Antal år vd:n haft sin post		-0,033*** (0,000)		-0,065*** (0,000)		-0,019** (0,041)
Vd:ns ålder		0,015*** (0,006)		0,019** (0,037)		0,011 (0,109)
Utbildnings- nivå		-0,088 (0,278)		-0,267* (0,097)		-0,052 (0,598)
R ²	0,18	0,7	0,15	0,7	0,2	0,8
Observationer	270	270	120	120	150	150

Ur tabell 5 framkommer det att såväl förklaringsgraden som effekten ROA har på vd:ns ersättning stiger då ersättningen tidsfördröjs med ett år. Detta är logiskt då man kan anta att den belöning verkställande direktörens får baserar sig på föregående eller ännu tidigare års prestationer. För hela tidsperioden är förklaringsgraden nästan 18 % och effekten 4,9 % då övriga variabler inte inkluderats. För 2010-2013 är motsvarande siffror 15 % och 4,3 % och för 2014-2018 20 % respektive 5,3 %. Förklaringsgraden och effekten steg med andra ord under den andra halvan av den granskade tidsperioden.

Då övriga variabler inkluderas i regressionen är förklaringsgraden 74 % för hela tidsperioden. För den första halvan var förklaringsgraden 74,5% och för den andra halvan nästan 77 %. Förklaringsgraden är med andra ord högre då den verkställande direktörens ersättning tidsfördröjs med ett år. Effekten ROA har på

vd:ns ersättning är 2,4 % över hela tidsperioden. Denna korrelation är signifikant på en procentsnivå.

Omsättningens effekt på vd:ns ersättning förändras inte märkbart då beroende variabeln tidsfördröjs. Effekten ligger mellan 0,256 och 0,276. Med andra ord leder en tio procent större omsättning till drygt två och en halv procent högre ersättning åt verkställande direktören. Korrelationen är statistiskt signifikant. Effekten styrelsens storlek har på vd:ns ersättning är något lägre då ersättningen tidsfördröjs. En extra styrelseledamot förefaller ändå leda till en märkbar löneförhöjning åt vd:n. Andelen oberoende styrelseledamöter har inte en statistiskt signifikant effekt på vd:ns ersättning.

Tiden verkställande direktören innehaft sin post korrelerar också på ett statistiskt signifikant sätt negativt med vd:ns ersättning då den tidsfördröjs. Precis som för den icke tidsfördröjda ersättningen är denna korrelation speciellt stark under den första halvan av den granskade tidsperioden. Vd:ns ålder har en positiv, men mindre effekt på den tidsfördröjda vd ersättningen. Detta samband är dock inte signifikant under åren 2014–2018. Vd:ns utbildningsnivå korrelerar inte på ett statistiskt signifikant sätt med hens ersättning.

5.5 Analys av hypoteser

Hypoteserna som testades i denna undersökning var följande:

Hypotes 1: Det finns ett positivt samband mellan verkställande direktörens ersättning och företags prestation

Hypotes 2: Det finns inget signifikant samband mellan verkställande direktörens ersättning och företags prestation

Hypotes 3: Det finns ett negativt samband mellan verkställande direktörens ersättning och företags prestation

Resultatet redogörs för nu och utgående från det bekräftas eller förkastas dessa hypoteser.

Figur 4: Regressionsekvation med koefficienter. Icke-tidsfördröjd ersättning 2009-2018

$$\begin{aligned} Vd \text{ ersättning (log)} = & 6,395^{***} + (0,016 \times ROA(\%))^{***} + (0,257 \times \text{Företagets omsättning (log)})^{***} \\ & + (0,162 \times \text{Styrelsens storlek})^{***} + (0,003 \times \text{Andelen oberoende styrelseledamöter(\%)})^* \\ & + (-0,025 \times \text{Längden på vd:ns ämbetsperiod})^{**} + (0,013 \times \text{Vd:ns ålder})^{**} \\ & + (-0,054 \times \text{Vd:ns utbildning(dummy)}) + \varepsilon \end{aligned}$$

Figur 5: Regressionsekvation med koefficienter. Icke-tidsfördröjd ersättning 2009-2013

$$\begin{aligned} Vd \text{ ersättning (log)} = & 6,829^{***} + (0,016 \times ROA(\%))^{**} + (0,238 \times \text{Företagets omsättning (log)})^{***} \\ & + (0,131 \times \text{Styrelsens storlek})^{***} + (0,001 \times \text{Andelen oberoende styrelseledamöter(\%)}) \\ & + (-0,046 \times \text{Längden på vd:ns ämbetsperiod})^{***} + (0,021 \times \text{Vd:ns ålder})^{***} \\ & + (-0,145 \times \text{Vd:ns utbildning(dummy)}) + \varepsilon \end{aligned}$$

Figur 6: Regressionsekvation med koefficienter. Icke-tidsfördröjd ersättning 2014-2018

$$\begin{aligned} Vd \text{ ersättning (log)} = & 6,25^{***} + (0,012 \times ROA(\%))^* + (0,284 \times \text{Företagets omsättning (log)})^{***} \\ & + (0,17 \times \text{Styrelsens storlek})^{***} + (0,004 \times \text{Andelen oberoende styrelseledamöter(\%)})^* \\ & + (-0,11 \times \text{Längden på vd:ns ämbetsperiod}) + (0,003 \times \text{Vd:ns ålder}) + (-0,012 \times \text{Vd:ns utbildning(dummy)}) \\ & + \varepsilon \end{aligned}$$

I såväl regressionerna för hela tidsperioden som för fem-års perioderna har ROA en positiv effekt på vd:ns ersättning. Effekten ligger runt 0,015 och är även statistiskt signifikant. För tidsperioden 2014-2018 är dock signifikansen endast på tio procentsnivån. På basis av dessa regressioner kan *Hypotes 2* och *Hypotes 3* således förkastas.

Figur 7: Regressionsekvation med koefficienter. Tidsfördröjd ersättning 2010-2018

$$\begin{aligned} Tidsfördröjd \text{ vd ersättning (log)} = & 6,600^{***} + (0,024 \times ROA(\%))^{***} + (0,256 \times \text{Företagets omsättning (log)})^{***} \\ & + (0,141 \times \text{Styrelsens storlek})^{***} + (0,001 \times \text{Andelen oberoende styrelseledamöter(\%)}) \\ & + (-0,033 \times \text{Längden på vd:ns ämbetsperiod})^{***} + (0,015 \times \text{Vd:ns ålder})^{***} \\ & + (-0,088 \times \text{Vd:ns utbildning(dummy)}) + \varepsilon \end{aligned}$$

³ ***, **, * statistiskt signifikant på 1%, 5% respektive 10% nivå

Figur 8: Regressionsekvation med koefficienter. Tidsfördröjd ersättning 2010-2013

$$\text{Tidsfördröjd vd ersättning (log)} = 6,769^{***} + (0,024 \times \text{ROA}(\%))^{***} + (0,276 \times \text{Företagets omsättning (log)})^{***} + (0,095 \times \text{Styrelsens storlek})^{**} + (-0,002 \times \text{Andelen oberoende styrelseledamöter}(\%)) + (-0,065 \times \text{Längden på vd:ns ämbetsperiod})^{***} + (0,019 \times \text{Vd:ns ålder})^{**} + (-0,267 \times \text{Vd:ns utbildning(dummy)})^* + \varepsilon$$

Figur 9: Regressionsekvation med koefficienter. Tidsfördröjd ersättning 2014-2018

$$\text{Tidsfördröjd vd ersättning (log)} = 6,544^{***} + (0,024 \times \text{ROA}(\%))^{***} + (0,256 \times \text{Företagets omsättning (log)})^{***} + (0,16 \times \text{Styrelsens storlek})^{***} + (0,003 \times \text{Andelen oberoende styrelseledamöter}(\%)) + (-0,019 \times \text{Längden på vd:ns ämbetsperiod})^{**} + (0,011 \times \text{Vd:ns ålder}) + (-0,052 \times \text{Vd:ns utbildning(dummy)}) + \varepsilon$$

Regressionerna med tidsfördröjd vd ersättning påvisar också att ROA har en positiv korrelation med vd:ns ersättning. Effekten är 0,024 och är statistiskt signifikant på en procentsnivån i alla tre regressioner. Dessa resultat är med andra ord inte i linje med *Hypotes 2* och *Hypotes 3*.

Både regressionerna med och utan tidsfördröjning av ersättningen tyder på att det finns ett positivt samband mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. Effekten ROA hade på vd:ns ersättning var inte avsevärd, men sambandet var likväl positivt i alla test som kördes. Med andra ord stöder studiens resultat *Hypotes 1*.

6 Sammanfattande diskussion

I detta kapitel diskuteras avhandlingen och dess resultat. Utifrån det dras slutsatser. Till sist lyfts studien begränsningar fram och förslag till framtida studier presenteras.

6.1 Diskussion och slutsatser

Syftet med studien var att undersöka om det finns ett samband mellan verkställande direktörens ersättning och företagets prestation. Undersökningen begränsades till finska börsnoterade industriföretag. I studien tillämpades regressionsanalyser som främst bottnar i agentteori och olika teorier kring bolagsstyrning. Studiens resultat diskuteras nu.

Studien antyder att det finns ett positivt samband mellan vd:ns ersättning och företagets prestation, mätt som ROA. Detta gäller både då ersättningen tidsfördröjts och inte tidsfördröjts. Det här resultatet avviker från Mäkinen (2007) som fann att det inte finns ett signifikant samband mellan vd:ns ersättning och företagets ROA på den finska marknaden.

Mäkinens studie baserades på data från åren 1996–2002. Det är således möjligt att det lokala förhållandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation förstärkts sedan dess. En förklaring till det kan i så fall vara att det skett en effektivisering av marknaden de senaste åren. Mäkinen begränsade inte sin studie till en specifik bransch. En förklaring till skillnaden mellan resultatet i hans studie och denna avhandling kan därför vara att förhållande mellan vd:ns ersättning och företagets prestation är speciellt starkt bland industriföretag och svagare i andra branscher. En annan möjlighet är att skillnaden beror på att olika kontrollvariabler användes i studierna.

Effekten ROA har på verkställande direktörens ersättning sjönk då kontrollvariabler inkluderades i regressionerna. Det här betyder att ROA endast förklarar en del av variationerna i vd:ns ersättning. Den enskilt viktigaste

förklarande faktorn i studien var storleken på företaget. Detta är i linje med tidigare studier inom ämnet. Bland annat Mäkinen (2007), Randøy och Nielsen (2002) samt Alves, Couto och Fransisco (2016) fann samma sak. Att så är fallet kan bero på att större företag har större resurser och vilja att locka duktiga verkställande direktörer. Det är också möjligt att en vd för ett stort företag anses ha ett större ansvar och att detta reflekteras i hens ersättning. En annan tänkbar förklaring är att verkställande direktören vet om att större företag har större resurser och möjlighet att betala mer och att hen således kan kräva en större ersättning.

Storleken på styrelsen verkar ha en väsentlig positiv korrelation med vd:ns ersättning. Det här är i linje med flera tidigare studier och tyder på att övervakning och beslutsfattning är mindre effektivt i en stor styrelse. Noterbart är att större företag tenderar ha större styrelser än mindre företag. Det är således möjligt att en del av den positiva korrelationen mellan vd:ns ersättning och styrelsens storlek beror på att vd:n för större företag har högre ersättning. Andelen oberoende styrelseledamöter verkar däremot inte ha en signifikant effekt på vd:ns ersättning. Detta är ingen överraskning då tidigare studier haft väldigt varierande resultat om det här förhållandet.

Enligt befästningsteorin borde längden vd:n suttit på sin post och vd:ns ålder korrelera positivt med hens ersättning. Detta då vd:n antas samla på sig kunskap om företaget och branschen vilket gör hen svårare att ersätta. I denna studie hade vd:ns ålder en liten positiv effekt på hens ersättning, vilket stöder befästningsteorin. Däremot korrelerade längden vd:n haft sin post negativt med hens ersättning. Att så är fallet kan bero på att de lägsta ersättningarna i datasamplet hittas i företag som kan anses vara familjeföretag och där vd:n haft sin post en lång tid. Verkställande direktörerna för dessa företag är i några av fallen del av familjen och i deras ersättning syns troligen en "familjerabatt". Detta är således i linje med Combs, Penney, Crook och Short (2010) som fann att vd:ar som är del av ägarfamiljen ofta accepterar en lägre ersättning. Det är å andra sidan möjligt att befästningsteorin är bristfällig och att längden på vd:ns anställning inte nödvändigtvis har ett positivt samband med hens ersättning.

Studiens resultat tyder på att det existerar ett positivt samband mellan vd:ns ersättning och företagets prestation på den finska marknaden. Kausaliteten är ändå oklar. Det kan vara så att vd:ar som betalas mer presterar bättre. Men det är också möjligt att företag som presterar bra betalar en högre ersättning åt sin vd.

6.2 Begränsningar och förslag på fortsatta studier

Studien har några begränsningar. Den största är kanske att samplet är relativt litet och modellen rätt så omfattande vilket kan leda till att korrelationernas exakthet är lägre. En annan begränsning är att vd:ns ersättning behandlats som en klumpsumma. Tidigare studier antytt att olika faktorer påverkar olika komponenter av vd:ns ersättning. En studie där grundlön, prestationsbonusar, olika aktiebelöningar och så vidare hade behandlats som skilda delar hade kunnat ge mer insikt i vad som fastställer de enskilda beståndsdelarna av vd:ns ersättning.

En annan begränsning är att endast ett prestationsmått använts i studien. Ett företags prestation mäts sällan med endast ett mått. Således kan man hävda att definitionen av företagets prestation är onödigt förenklad. I flera tidigare studier har bland annat storleken på vd:ns aktieäggande och fördelningen av övriga aktier tagits i beaktande. Detta är ett element som förbisågs i den här avhandlingen. I studien användes ett relativt litet datasampel. Det är en begränsning, men det hade inte varit möjligt att genomföra studien med ett större sampel eftersom undersökningen avgränsades till finska börsnoterade industriföretag.

I framtiden kunde förhållandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation bland icke-börsnoterade industriföretag undersökas. Det vore också intressant att studera förhållandet mellan vd:ns ersättning och företagets prestation på hela Helsingforsbörsen. En annan aspekt som kunde inkorporeras i framtida studier är hur vd:ns aktieinnehav påverkar förhållandet mellan hans ersättning och företagets prestation.

Källor

Aguillera, Ruth V. & Cuervo-Cazurra, Alvaro (2004) Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies* 25 (3), s. 415-443.

Aguinis, Herman, Gomez-Meija, Luis R., Martin, Geoffrey P. & Joo, Harry (2017) CEO pay is indeed decoupled from CEO performance: charting a path for the future. *Management Research* 16 (6), s. 117-136.

Alves, Paulo, Couto, Eduardo Barbosa & Fransisco, Paulo Morais (2016) Executive pay and performance in Portuguese listed companies. *Research in International Business* 37, s. 184-195.

Armstrong, Christopher, Ittner, Christopher & Larcker, David (2012) Corporate governance, compensation consultants and CEO pay levels. *Review of Accounting Studies* 17 (2), s. 322-351.

Balafas, Nikolaos & Florackis, Chris (2013) CEO Compensation and future shareholder returns: Evidence from the London Stock Exchange. *Journal of Empirical Finance* 27, s. 97-115.

Bertrand, Marianne & Mullainathan, Sendhil (2000) Agents With and Without Principals. *The American Economic Review* 90 (2), s. 203-208.

Bin Ismail, Shakerin, Yabai, Natalie Vivienne & Hahn, Low Joe (2014) Relationship between CEO Pay and Firm Performance Evidences from Malaysia Listed Firms. *Journal of Economics and Finance* 3 (6), s. 14-31.

Brealy, Richard A., Myers, Stewart C. & Allen, Franklin (2017) *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.

Brick, Ivan E., Palmon, Oded & Wald, John K. (2006) CEO compensation, director compensation and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance* 12, s. 403-423.

Bryman, Alan & Bell, Emma (2013) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber Ab.

Cattaneo, Matias D., Jansson, Michael & Newey, Whitney K. (2018) Inference in Linear Regression Models with Many Covariates and Heteroscedasticity. *Journal of the American Statistical Association* 113 (523), s. 1350-1361.

Chatterjee, Samprit & Hadi, Ali S. (2012) *Regression Analysis by Example*. Hoboken, New Jersey: Wiley.

Cheng, Qiang & Farber, David B. (2008) Earnings Restatements, Changes in CEO Compensation, and Firm Performance. *The Accounting Review* 83 (5), s. 1217-1250.

Combs, James G., Penney, Christopher R., Crook, T. Russell & Short, Jeremy C. (2010) The Impact of Family Representation on CEO Compensation. *Entrepreneurship Theory and Practice* 34 (6), s. 1125-1144.

Core, John E., Holthausen, Robert W. & Larcker, David F. (1999) Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, s. 371-406.

Cribari-Neto, Fransisco & Zarkos, Spyros G. (1999) Bootstrap methods for heteroskedastic regression models: Evidence on estimation and testing. *Econometric Reviews* 18 (2), s. 211-228.

Davis, Shelley A., DeBode, Jason D. & Ketchen, David J. (2013) Dollars and sense: The implications of CEO compensation for organizational performance. *Business Horizons* 56 (5), s. 537-542.

Davis, Steven & Davis, Evelyn (2016) *Data Analysis with SPSS Software: Variability, Probability and the Normal Distribution*. New York: Momentum Press LLC.

Djupsjöbacka, Angela. *Statistik – En modern introduktion*. Åbo Akademi.

Farmer, Mark, Archbold, Stuart & Alexandrou, George (2013) CEO Compensation and Relative Company Performance Evaluation: UK Evidence. *Compensation & Benefits Review* 45 (2), s. 88-96.

Filatovchev, Igor & Nakajima, Chizu (2010) Internal and External Corporate Governance: An Interface between an Organization and its Environment. *British Journal of Management* 21 (3), s. 591-606.

Financial Terms, *Definition of Residual Losses*.

URL: <http://www.finance-lib.com/financial-term-residual-losses.html>.

(Läst 5.9.2019)

Freund, Rudolf, Wilson, William J. & Sa, Ping (2006) *Regression Analysis. Statistical Modelling of a Response Variable*. Burlington Elsevier.

Friedman, Lynn & Wall, Melanie (2005) Graphical Views of Suppression and Multicollinearity in Multiple Linear Regression. *The American Statistician* 59 (2), s. 127-136.

Frydman, Carola & Jenter, Dirk (2010) CEO Compensation. *National Bureau of Economic Research*.

Garanina, Tatiana & Kaikova, Elina (2016) Corporate governance mechanisms and agency costs: cross country analysis. *Corporate Governance* 16 (2), s. 347-360.

Graham, John W., Olchowski, Allison E. & Gilreath, Tamika (2007) How many imputations are really needed? Some practical clarifications of multiple imputation theory. *Prevention Science* 8 (3), s. 206-213.

Halcousis, Dennis (2004) *Understanding Econometrics*. South Western College Pub.

Hardt, Jochen, Herke, Max & Leonhart, Rainer (2012) Auxiliary variables in multiple imputation regression with missing X: A warning against including too many in small sample research. *BMC Medical Research Methodology* 12 (1).

Ikäheimo, Seppo, Puttonen, Vesa & Ratilainen, Tuomas (2011) External corporate governance and performance: Evidence from the Nordic countries. *The European Journal of Finance* 17 (5-6), s. 427-450.

Investopedia, *BigBath*.

URL: <https://www.investopedia.com/terms/b/bigbath.asp>. (Läst 4.9.2019).

Investopedia, *Performance Shares*

URL: <https://www.investopedia.com/terms/p/performanceshares.asp>. (Läst 26.10.2019).

Investopedia, *Restricted Stock*.

URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/restrictedstock.asp>. (Läst 26.10.2019).

Investopedia, *Return on Assets*.

URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>. (Läst 1.9.2019).

Investopedia, *Sharpe Ratio*.

URL: <https://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp>. (Läst 4.9.2019).

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976) Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), s. 305-360.

Jeppson, Catherine T., Smith, Wayne W. & Stone, Ronald S. (2011) CEO Compensation And Firm Performance: Is There Any Relationship? *Journal of Business & Economics Research* 7 (11), s. 81-94.

Jouber, Habib & Fakhfakh, Habib (2012) Pay for luck: New evidences from the institutional determinants of CEOs' compensation. *International Journal of Law and Management* 54 (6), s. 485-507.

Malmendier, Ulrike & Tate, Geoffrey (2009) Superstar CEOs. *The Quarterly Journal of Economics* 124 (4), s. 1593-1638.

Martin, Geoffrey P., Wiseman, Robert M. & Gomez-Meija, Luis R. (2016) GOING SHORT-TERM OR LONG-TERM? CEO STOCK OPTIONS AND TEMPORAL ORIENTATION IN THE PRESENCE OF SLACK. *Strategic Management Journal* 37, s. 2463-2480.

Motrenko, Anastasiya, Strijov, Vadim & Weber, Gerhard-Wilhelm (2014) Sample size determination for logistic regression. *Journal of Computational and Applied Mathematics* 255, s. 743-752.

Mäkinen, Mikko (2007) *CEO COMPENSATION, FIRM SIZE AND FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM FINNISH PANEL DATA*. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy.

Nichols, Des F. & Pagan, Adrian (1983) Heteroscedasticity in Models with Lagged Dependent Variables. *Econometrica* 51 (4), s. 1233-1242.

Nichols, Donald & Subramaniam, Chandra (2001) Executive Compensation: Excessive or Equitable? *Journal of Business Ethics* 29, s. 339-351.

Nourayi, Mahmoud M. & Daroca, Frank P. (2008) CEO compensation, firm performance and operational characteristics. *Managerial Finance* 34 (8), s. 562-584.

Nourayi, Mahmoud M. & Mintz, Steven M. (2008) Tenure, firm's performance, and CEO's compensation. *Managerial Finance* 34 (8), s. 524-536.

Nulla, Yusuf M. (2013) A Combined Study of Canada's Top CEO Compensation Sectors – Energy, Metal & Mining – An Empirical Study. *Strategic Management Quarterly* 1 (1), s. 11-21.

Nurlaila, Zakiah, Susilawati, Made & Nilakusmawati, Desak Putu Eka (2017) Penerapan metode Newey West mengoreksi standard error ketika terjadi heteroskedastisitas dan autokorelasi pada analisis regresi. *E-Jurnal Matematika* (2017) 6 (1), s. 7-14.

Nyberg, Anthony J., Fulmer, Ingrid Smithey, Gerhart Barry & Carpenter, Mason A. (2010) AGENCY THEORY REVISITED: CEO RETURN AND SHAREHOLDER INTEREST ALIGNMENT. *Academy of Management Journal* 53 (5), s. 1029-1049.

Peng, Mike W & Khoury, Theodore A. (2008) Unbundling the Institution-based View of International Business Strategy. I Rugman, *Oxford Handbook of International Business*: s. 256-268. Oxford: Oxford University Press.

Pintea, Mirela-Oana & Fulop, Melinda-Timea (2015) Literature Review on Corporate Governance-Firm Performance Relationship. *Annals of the University of Oradea: Economic Science* 25 (1), s. 846-854.

Raghavan, Iyengar J. (2011) CEO Compensation in Poorly Performing Firms. *The Journal of Applied Business Research* 16 (3), s. 97-112.

Randøy, Trond & Nielsen, Jim (2002) Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance* 6, s. 57-81.

Revisionslag 1141/2015. 18.9.2015

Ross, Sheldon M. (2010) *Introductory Statistics*. Burlington: Academic Press.

Sanchez-Morin, Gregorio, Lozano-Reina, Gabriel, Baixauli-Soler, J.Samuel & Lucas-Perez, Maria Encarnacion (2017) Say on pay effectiveness, corporate governance mechanisms and CEO compensation alignment. *Business Research Quarterly* 20 (4), s. 226-239.

Schönbrodt, Felix D. & Perugini, Marco (2013) At what sample size do correlations stabilize? *Journal of Research in Personality* 47, s. 609-612.

Sigler, Kevin J. (2011) CEO Compensation and Company Performance. *Business and Economics Journal* 31, s. 1-8.

Smirnova, Aleksandra S. & Zavertiaeva, Marina A. (2017) Which came first, CEO compensation or firm performance? The causality dilemma in European companies. *Research in International Business and Finance* 42, s. 658-673.

Smith, Gary (2012) *Essential Statistics, Regression and Econometrics*. San Diego: Academic Press.

Smith, Clifford W. Jr & Watts, Ross L. (1982) Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans. *Australian Journal of Management* 7, s. 139-157.

Statistikcentralen.

URL:

https://pxnet2.stat.fi/PXWeb/pxweb/fi/StatFin/StatFin__pal__ati__nj/statfin_ati_pxt_11zu.px/table/tableViewLayout1/. (Läst 10.11.2019).

Stine, Robert (1989) An Introduction to Bootstrap Methods. *Sociological Methods and Research* 18 (2), s. 243-291.

Streukens, Sandra & Leroi-Werelds, Sara (2016) Bootstrapping and PLS-SEM: A step-by-step guide to get more out of your bootstrap results. *European Management Journal* 34 (6), s. 618-632.

Su, Liyun, Zhao, Yanyong, Yan, Tianshun & Li, Fenglan (2012) Local Polynomial Estimation of Heteroscedasticity in a Multivariate Linear Regression Model and Its Applications in Economics (Local Polynomial Estimation of Heteroscedasticity). *PLoS One* 2012 7 (11).

Sun, Fang, Wei, Xiangjing & Huang, Xue (2013) CEO compensation and firm performance: Evidence from the US property and liability insurance industry. *Review of Accounting and Finance* 12 (3), s. 252-267.

Tai, Lawrence S. (2008) Synchronous and lagged relationships between CEO pay and performance of quality companies. *Managerial Finance* 34 (8), s. 555-561.

Tien, Chengli, Chen, Chien-Nan & Chuang, Cheng-Min (2013) A study of CEO power, pay structure and firm performance. *Journal of Management and Organization* 19 (4), s. 424-453.

Turner, Catherine (2009) *Corporate Governance: A Practical Guide for Accountants*. Oxford: CIMA Publishing

van Essen, Marc, Heugens, Pursey PMAR, Otten, Jordan & van Oosterhout, J. Hans (2012) An institution-based view of executive compensation: A multilevel meta-analytic test. *Journal of International Business Studies* 43, s. 396-423.

Värdepappersmarknadsföreningen (2015) *Finsk kod för bolagsstyrning (Corporate Governance) 2015*.

URL: <https://cgfinland2.fi/wpcontent/uploads/sites/6/2015/10/hallinnointikoodi-2015sveweb.pdf>. (Läst 25.8.2019)

Walsh, James P. (1989) Doing a deal: Merger and acquisition negotiation and their impact upon target company top management turnover. *Strategic Management Journal* 10 (4), s. 307-322.

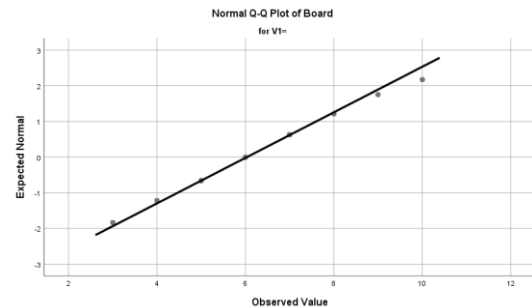
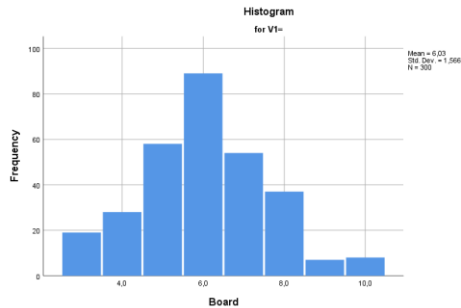
Zahra, Shaker A. & Pearce, John A. (1989) Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management* 15 (2), s. 291-334.

Östermark, Ralf (2019) Pro gradu seminarium, Handelshögskolan vid Åbo Akademi. 9.12.2019.

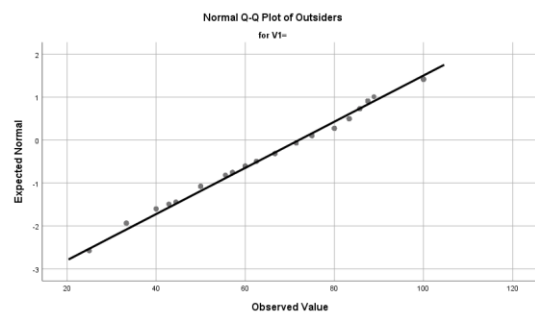
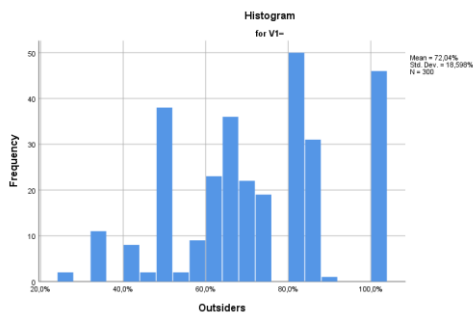
Øyvind, Norli, Ostergaard, Charlotte & Schindele, Ibolya (2015). Liquidity and Shareholder Activism. *The Review of Financial Studies* 28 (2), s. 486-520.

Bilagor

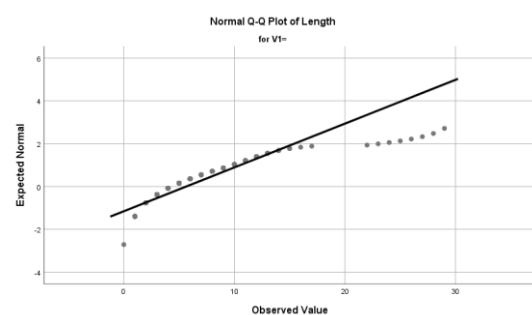
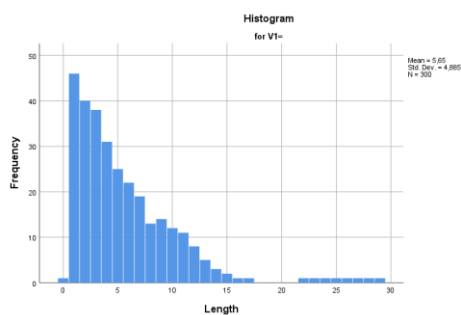
Bilaga 1: Histogram och Q-Q plot, Styrelsens storlek



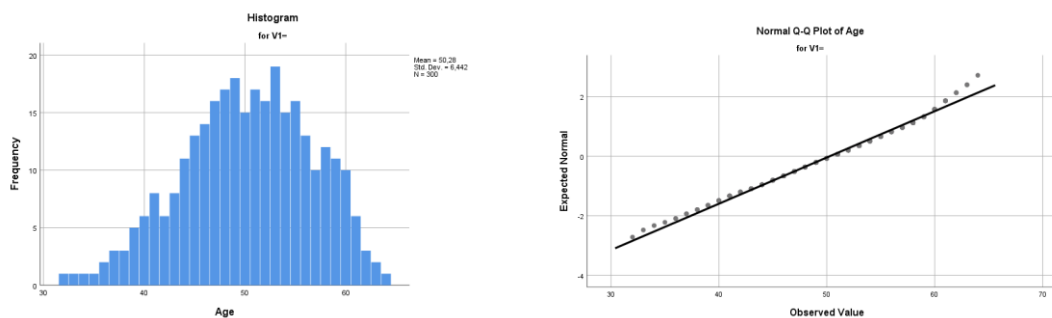
Bilaga 2: Histogram och Q-Q plot, Oberoende styrelseledmöter



Bilaga 3: Histogram och Q-Q plot, Längd på ämbetsperiod



Bilaga 4: Histogram och Q-Q plot, Vd:ns ålder



Bilaga 5: Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk test, övriga variabler

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Board	0,155	300	0,000	0,954	300	0,000
Outsiders	0,092	300	0,000	0,956	300	0,000
Längd på ämbete	0,167	300	0,000	0,807	300	0,000
Vd:ns ålder	0,057	300	0,020	0,987	300	0,011

a. Lilliefors Significance Correction

Bilaga 6: Breusch-Pagan test, icke-tidsfördröjd ersättning

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	7	3,161912056	0,4517017	2,263771871	0,029427459
Residual	292	58,26422025	0,199535		
Totalt	299	61,42613231			

Bilaga 7: Breusch-Pagan test, tidsfördröjd ersättning

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	7	2,651449805	0,378778544	2,097484085	0,044179725
Residual	262	47,31381712	0,180587088		
Totalt	269	49,96526693			

Bilaga 8: Deskriptiv statistik, vd:ns ersättning

Vd:ns ersättning	N	Medelvärde	Median	Maximivärde	Minimivärde
2009	30	511 076,30	339 084,50	2 294 388,00	55 000,00
2010	30	562 830,26	402 405,50	3 674 413,00	57 000,00
2011	30	668 070,32	415 075,56	3 472 696,00	50 000,00
2012	30	629 071,02	417 500,00	3 440 161,00	50 000,00
2013	30	737 534,77	453 286,64	4 764 209,00	50 000,00
2014	30	617 817,63	487 488,50	3 989 598,00	50 000,00
2015	30	811 342,63	532 354,00	4 638 501,00	118 000,00
2016	30	827 543,53	548 500,00	4 877 900,00	122 674,34
2017	30	896 991,64	608 400,50	4 613 635,00	175 904,00
2018	30	912 598,35	522 765,38	4 380 444,00	60 000,00
Förändring 2009 till 2018		78,56 %	54,17 %		

Bilaga 9: Deskriptiv statistik, ROA

ROA (%)	N	Medelvärde	Median	Maximivärde	Minimivärde
2009	30	-0,83	0,25	16,90	-20,90
2010	30	3,08	3,90	17,60	-15,20
2011	30	4,46	4,95	28,80	-9,80
2012	30	3,26	5,40	21,30	-22,10
2013	30	0,55	3,80	13,70	-37,70
2014	30	2,88	4,05	15,20	-17,90
2015	30	3,80	5,35	17,40	-12,00
2016	30	3,54	4,60	16,10	-21,90
2017	30	5,18	6,65	13,80	-3,40
2018	30	4,12	5,10	20,60	-19,80

Bilaga 10: Deskriptiv statistik, Omsättning

Företagets omsättning (miljoner euro)	N	Medelvärde	Median	Maximivärde	Minimivärde
2009	30	875,50	149,50	5 260,00	13,00
2010	30	895,67	201,00	5 552,00	19,00
2011	30	1 005,83	208,50	6 646,00	24,00
2012	30	1 136,93	213,50	7 504,00	23,00
2013	30	1 019,77	201,00	6 933,00	19,00
2014	30	1 018,03	216,00	7 335,00	18,00
2015	30	1 079,63	230,00	8 647,00	9,00
2016	30	1 067,97	251,50	8 784,00	22,00
2017	30	1 135,80	274,00	8 942,00	23,00
2018	30	1 178,77	292,50	9 071,00	22,00
Förändring 2009 till 2018		34,64 %	95,65 %		

Bilaga 11: Deskriptiv statistik, Styrelsens storlek

Styrelsens storlek	N	Medelvärde	Median	Maximivärde	Minimivärde
2009	30	5,77	6,00	10,00	3,00
2010	30	5,97	6,00	10,00	3,00
2011	30	6,13	6,00	10,00	3,00
2012	30	6,10	6,00	10,00	3,00
2013	30	6,20	6,00	10,00	3,00
2014	30	6,17	6,00	10,00	3,00
2015	30	5,83	6,00	9,00	3,00
2016	30	6,03	6,00	8,00	3,00
2017	30	6,03	6,00	9,00	3,00
2018	30	6,10	6,00	8,00	3,00

Bilaga 12: Deskriptiv statistik, Oberoende styrelseledamöter

Andelen utomstående i styrelsen	N	Medelvärde	Median	Maximivärde	Minimivärde
2009	30	69,9 %	69,0 %	100,0 %	25,0 %
2010	30	70,4 %	71,4 %	100,0 %	25,0 %
2011	30	72,3 %	71,4 %	100,0 %	33,3 %
2012	30	71,0 %	71,4 %	100,0 %	33,3 %
2013	30	71,0 %	73,2 %	100,0 %	33,3 %
2014	30	72,4 %	71,4 %	100,0 %	33,3 %
2015	30	72,6 %	75,0 %	100,0 %	33,3 %
2016	30	74,0 %	75,0 %	100,0 %	33,3 %
2017	30	75,7 %	75,0 %	100,0 %	33,3 %
2018	30	74,9 %	75,0 %	100,0 %	33,3 %

Bilaga 13: Deskriptiv statistik, Längd på ämbetsperiod

Antal år vd:n haft sin post	N	Medelvärde	Median	Maximivärde	Minimivärde
2009	30	4,43	3,00	22,00	0,00
2010	30	5,00	3,50	23,00	1,00
2011	30	5,60	4,00	24,00	1,00
2012	30	5,60	4,50	25,00	1,00
2013	30	6,37	5,00	26,00	1,00
2014	30	6,27	5,00	27,00	1,00
2015	30	6,47	5,50	28,00	1,00
2016	30	5,63	3,50	29,00	1,00
2017	30	5,37	4,00	14,00	1,00
2018	30	5,77	4,50	15,00	1,00

Bilaga 14: Deskriptiv statistik, Vd:ns ålder

Vd:ns ålder	N	Medelvärde	Median	Maximivärde	Minimivärde
2009	30	48,67	48,50	63,00	32,00
2010	30	48,80	49,00	59,00	33,00
2011	30	49,47	49,50	60,00	34,00
2012	30	48,83	50,00	60,00	35,00
2013	30	49,67	51,00	61,00	36,00
2014	30	50,00	50,50	62,00	37,00
2015	30	50,90	52,00	63,00	38,00
2016	30	51,77	52,50	64,00	39,00
2017	30	51,83	52,00	61,00	40,00
2018	30	52,87	53,50	62,00	41,00

Bilaga 15: Deskriptiv statistik, Vd:ns utbildningsnivå

Vd:ns utbildningsnivå	N	Medelvärde
2009	30	0,83
2010	30	0,80
2011	30	0,87
2012	30	0,90
2013	30	0,90
2014	30	0,83
2015	30	0,83
2016	30	0,80
2017	30	0,77
2018	30	0,80

Bilaga 16: Korrelationsmatris, icke-tidsfördröjd ersättning

	Vd:ns utbildningsnivå	Vd:ns ålder	Antal år vd:n haft sin post	Utomstående styrelseledamöter	Styrelsens storlek	Omsättning (log)	ROA	Ersättning (log)
Vd:ns utbildningsnivå	1							
Vd:ns ålder	0,221145678	1						
Antal år vd:n haft sin post	0,065102692	0,325251176	1					
Utomstående styrelseledamöter	0,084467252	0,052029370	0,248593634	1				
Styrelsens storlek	0,112483024	0,268545918	0,073203254	0,082068173	1			
Omsättning (log)	0,263356515	0,320571547	0,102798338	0,122258736	0,685229792	1		
ROA	0,225393538	0,077480955	0,153954449	0,039621472	0,184555817	0,351095702	1	
Ersättning (log)	0,177086461	0,283748507	0,172784029	0,169076351	0,739612092	0,813791391	0,342693053	1

Bilaga 17: Korrelationsmatris, tidsfördröjd ersättning

	Vd:ns utbildningsnivå	Vd:ns ålder	Antal år vd:n haft sin post	Utomstående styrelseledamöter	Styrelsens storlek	Omsättning (log)	ROA	Ersättning (log)
Vd:ns utbildningsnivå	1							
Vd:ns ålder	0,239549859	1						
Antal år vd:n haft sin post	0,058807263	0,351877589	1					
Utomstående styrelseledamöter	0,075820868	0,073296698	0,277347753	1				
Styrelsens storlek	0,123631778	0,293652495	0,098047305	0,050661085	1			
Omsättning (log)	0,282040357	0,358487927	0,110539243	0,11956244	0,693442095	1		
ROA	0,218206729	0,092582008	0,147188884	0,016900935	0,217213269	0,37738689	1	
Ersättning (log)	0,191698025	0,303282732	0,204581361	0,144574261	0,730116347	0,704915308	0,420167668	1