

ERSÄTTNINGSFRÅGAN I FORSKNINGEN 2014

Hans De Geer | 2015-01-14

ERSÄTTNINGSAKADEMIEN

Ersättningsfrågan i forskningen 2014 – en översikt

Syftet med denna översikt är att uppmärksamma de publikationer som kommit från olika forskare och som kan belysa frågorna om ersättning till ledare för företag och andra organisationer. Översikten gör inte anspråk på att vara fullständig, men förhoppningen är att täcka de viktigaste bidragen. Det är inte heller avsikten att recensera eller gallra bland forskningsresultaten annat än utifrån relevans för de frågeställningar som Ersättningsakademien intresserar sig för. Den som skulle vilja använda sig av några forskningsresonemang eller resultat rekommenderas under alla omständigheter att gå till den text i sin helhet, som en referens gäller. För ytterligare bakgrund och allmänna överväganden hänvisas till fjolårets forskningsöversikt från Ersättningsakademien.

Årets översikt är baserad på sådan information som kommit Ersättningsakademien till del genom våra eller ledamöternas aktiviteter, däribland årets konferens inom Financial Management Association (FMA), och genom den allmänna debatten. Därutöver redovisas årets relevanta uppladdningar på SSRN, Social Sciences Research Network samt resultatet av en genomgång av årgång 2014 av ett antal tidskrifter.¹ De olika texterna är ordnade efter ämne, vilket inte alltid är självklart, och rubrikerna är mina, medvetet lite tillspetsade.

Innan vi går in på genomgången av årets skörd av artiklar från den akademiska trädgården skall den största frukten få ett visst utrymme, Thomas Pikettys stora verk om inkomstskillnader i västvärlden under den industriella epoken.

Piketty-debatten

Den stora diskussionen under 2014 om minskad ekonomisk jämlikhet i västvärlden – the Piketty Panic – utlöstes av boken *Le Capital au XXIe siècle*, som kom ut åren innan och i en engelsk utgåva under våren 2014, *Capital in the twenty-first century* (The Belknap Press of Harvard University Press). Den vetenskapliga diskussionen om boken fördes vidare även i politiska sammanhang på olika håll i västvärlden. Författaren, den franske professorn Thomas Piketty, blev mycket efterfrågad som

¹ Följande tidskrifter har granskats: *Academy of Management Journal*, *Journal of Banking and Finance*, *Corporate Governance - An International Review*, *Economy and Society*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Review of Financial Studies*, *Journal of International Business Studies*, *Socio-Economic Review*, *American Journal of Sociology*, *Sociological Review*.

föredragshållare och debattör. I Sverige deltog han i seminarium i Almedalen på inbjudan av LO och det socialdemokratiska partiet. För svensk publik gav SNS ut en sammanfattning av docent Jesper Roine, redan det en markering av den uppmärksamhet som Pikettys bok fick i den allmänna debatten.

Pikettys teser

Piketty är ekonom och disputerade redan vid 22 års ålder på en avhandling präglad av matematisk metod. Men den nya boken är skriven uttryckligen som en reaktion mot den långt drivna matematiseringen av ekonomiämnet. Som titeln på boken antyder vill författaren snarare knyta an till en mer historisk-sociologisk inriktning av ämnet, med stora föregångare som Malthus, Ricardo, Marx och Kuznets. Bland förebilderna för Piketty finns också franska historiker med anknytning till den så kallade Annales-skolan, främst Braudel och Furet, som baserade sina storverk på omfattande och långa serier av kvantitativa data.

Pikettys bok har fyra delar. I den första ges grundläggande definitioner, en idéhistorisk bakgrund till bokens tema samt en översikt av den ekonomiska och demografiska utvecklingen i västvärlden efter den industriella revolutionen. I del 2 behandlas kapital/inkomstkvotens utveckling och den grundläggande teori, som Piketty konstruerar för att analysera utvecklingen av inkomst- ojämlikhet. I del 3 presenterar författaren de forskningsresultat, som han kommit fram till i samarbete med en rad internationella kolleger, däribland svenskarna Jesper Roine och Daniel Waldenström. I del 4 diskuterar Piketty de politiska implikationerna av studien och presenterar sin idé om en progressiv, global förmögenhetsskatt för att dämpa den accelererande utvecklingen, där de riktigt rika blir rikare och de fattiga kommer allt mer på efterkälken.

Piketty utgår från att inkomster från kapital är avgörande för att förklara inkomst- ojämlikhet. Innehav av aktier eller fastigheter är ojämnt fördelat i samhället. Ju större kapitalandelen blir, desto mer ökar ojämlikheten automatiskt. Kapitalinkomsternas andel av nationalinkomsten, kapitalräntan, beräknar han över tid till omkring 5 procent. Eftersom den förutsätts vara ganska stabil över tid bestäms förändringar i kapitalandelen huvudsakligen av förändringar i relationen mellan kapital (värderat till marknadspriser) och nationalinkomst. Om nationalinkomsten växer, tenderar kapitalandelen och ojämlikheten att minska, medan om nationalinkomsten stagnerar eller minskar men kapitalräntan är oförändrad, så ökar över tid kapitalets andel, och då växer ojämlikheten. Kapitalet, som historiskt sett under industrialismens period bestått huvudsakligen av fastigheter och aktier, kan förstöras vid krig eller naturkatastrofer eller påverkas av kriser på börserna eller fastighetsmarknaden. Då minskar den totala kapitalandelen.

Kapitalandelen är också beroende av tillväxten i ekonomin. Stark tillväxt och full sysselsättning tenderar att minska kapitalandelen. Men det finns, enligt Piketty, skäl att tro att den höga tillväxt i ekonomin, som rådde under 1950- och 1960-talen, då ekonomen Simon Kuznets formulerade sin prognos om minskande ojämlikhet, var ett historiskt undantag. Tillväxttakten kommer i stället långsiktigt att stagnera. Med en stabil ränta på cirka 5 procent får kapitalet en andel av nationalinkomsten på mellan 33 och 40 procent.

Ärvida förmögenheter kommer på nytt att spela en stor roll, medan löneinkomsternas andel stagnerar. Ojämligheten växer.

För bestämning av inkomst-öjämlikhet i ett land används ofta den s k Gini-koefficienten, men den är enligt Piketty svårtolkad. Han använder i stället data för inkomsterna för de översta tio procenten (den översta decilen), den översta procentenhetens (den översta percentilen) och den översta promilleenhetens inkomster, som relateras till skattningar av nationalinkomsten. Hans mått överensstämmer ganska väl med Gini-koefficienten.

Omkring 1910 utgjorde den översta decilens inkomster ungefär 45 procent av nationalinkomsten i Europa, något lägre i USA. Den pressades vid mitten av seklet ned mot 25-35 procent, för att från 1980-talet åter stiga till nivåer som påminde om förkrigstiden. Den översta percentilens inkomster har varierat mer, från runt 20 procent av nationalinkomsten före första världskriget till omkring 10 procent vid mitten av seklet för att mot slutet av seklet röra sig tillbaka mot 20 procent.

Det starkaste inslaget i denna utveckling har varit utvecklingen av de högsta ersättningarna, den översta percentilen. Att förklara detta med en ökad produktivitet hos ledarna i näringslivet, som hänger samman med den tekniska utvecklingen och efterfrågan på högutbildade, är inte trovärdigt, menar Piketty eftersom utvecklingen är så mycket starkare i USA än i Europa. Det tyder i stället på att sociala och politiska faktorer spelat en stor roll. Här anknyter han till den s.k. makthypotesen, det vill säga föreställningen att ledande befattningshavare förmår hävda sina intressen väl och diktera sina egna ersättningar.

Kritiken mot Piketty

Kritiken mot Piketty är ganska samstämmig. Hans ambition att knyta samman makroekonomisk analys med frågeställningar som har med ekonomisk fördelning att göra, uppskattas överlag. Hans konstruktion av långa tidsserier över nationalinkomst och dess fördelning på kapital- och löneandelar i olika delar av västvärlden är epokgörande och kommer att få stor betydelse för den historiska samhällsforskningen framöver. Men hans teoretiska ansats och hans politiska slutsatser kritiserar från olika utgångspunkter av hans kritiker både inom akademien och på det politiska området.

Här finns inte utrymme att gå igenom alla inlägg i den akademiska eller ekonomisk-politiska debatten. Nobelpristagarna Robert Solow och Paul Krugman prisade i olika inlägg boken, politiker på vänsterkanten hyllade den, medan en granskning i Financial Times påtalade en rad faktafel:

"For example, once the FT cleaned up and simplified the data, the European numbers do not show any tendency towards rising wealth inequality after 1970. An independent specialist in measuring inequality shared the FT's concerns."

I Sverige var det nestorn bland nationalekonomer, Assar Lindbeck, som fick presentera sin uppfattning om Pikettys bok i Ekonomisk Debatt. Han uppskattar Pikettys långa tidsserier över inkomstfördelningen: ”Ingen har gjort något liknande”. Men han delar kritiken från FT: Det blir missvisande att använda 1980 som basår när det gäller den senare utvecklingen. 1970-talet var en tid då man på många håll, inte bara i Sverige, såg det som ett problem att inkomstfördelningen blev alltför sammanpressad: nu gällde det genom devalveringar och avregleringar att öka incitamenten för kapitalet. Om man i stället valde 1960 som basår för bilden av den europeiska utvecklingen såg man knappt någon ökning alls av kapitalandelen, påpekar Lindbeck.

En annan punkt där Lindbeck är kritisk gäller definitionen av kapital. Här bortser Piketty i stort sett helt från pensionskapital, som under de senaste decennierna kommit att utgöra en stor del av det samlade sparandet. Tar man med det i bilden suddas den översta percentilens dominans ut praktiskt taget helt. Andra svaga punkter är Pikettys antaganden om tillväxt, sparkvot och realränta, som egentligen bara är gissningar. Framför allt antagandet av sparkvoten som konstant är emot all annan ekonomisk vetenskap och erfarenhet, konstaterar Lindbeck bistert.

Pikettys teori förklarar inte heller tillväxten i den översta percentilen, som ju under alla omständigheter är påfallande i USA. Piketty tvingas hänvisa till makthypotesen. Det kan i och för sig ha fog för sig, menar Lindbeck, men det är inte självklart. I den översta percentilen finns också många entreprenörer, inte minst inom kultur-, sport- och underhållningssektorerna. Kanske vore en bättre utgångspunkt den amerikanska ekonomen Shervin Rosens teori om superstars: ”den förklarar den ökade koncentrationen av inkomster till en liten minoritet inom varje yrkesgrupp som ett resultat av successivt större marknader för talanger, bland annat som ett resultat av den nya informationsteknologin.” (Lindbeck tänker uppenbarligen på Rosens artikel *The Economy of Superstars*, *American Economic Review* 71, 1981).

De politiska slutsatserna som Piketty drar kan också ifrågasättas. Kanske är inte en global skatt det bästa, fränsett att det rent praktiskt kan bli svårt att konstruera en sådan. Om olikheter i fördelningen av inkomster är problemet så kan man angripa det från två håll: att stödja dem som tjänar mindre, framför allt genom utbildning, eller att försöka dämpa inkomstutvecklingen för dem som tjänar mycket. Detta kan emellertid vara svårt att göra utan att det för med sig negativa konsekvenser för tillgången till kapital och talang. Även här tjänar utbildning ett syfte, genom att bygga ut kapaciteten för att utbilda blivande höginkomsttagare ökas tillgången på talang.

Men Assar Lindbeck kommer också, precis som Robert Solow i *New Republic*, in på frågan om ersättningar till företagsledare, och hans tankar om detta får avsluta den lilla presentation av Piketty och ”The Piketty Panic”, för att tala med Krugman. Så här skriver Lindbeck i *Ekonomisk debatt* nr 7, 2014:

”Man kan kanske också tänka sig metoder att motverka företagsledares möjligheter att pressa upp sina ersättningar. Det vore kanske möjligt att lagstifta om att arvoden och bonus för högt uppsatta

företagsledare ska beslutas av bolagsstämman. Det skulle åtminstone öka genomsynligheten i lönesättningen för företagsledare. I princip vore det också möjligt att skapa bonussystem som är mer symmetriska än dagens. Man kan kanske tänka sig att företagsledare, i stället för kontanter, skulle få positiva respektive negativa bonuspoäng beroende på om företagets vinster är höga eller låga. Endast efter något årtionde skulle nettot av positiva och negativa bonuspoäng omvandlas till kontanta utbetalningar. Det skulle betyda att bonussystemens karaktär av limited liability skulle avskaffas. Systemet skulle påminna om den s k Oktogonen vid Handelsbanken, där bonuspoäng efter lång tid omvandlas till pensionsutbetalningar.”

Om regelverken

Förändringar i lagstiftning eller i andra delar av regelverken, eller i tongivande förväntningar, driver förändringar i beteendet rörande ersättningar. I forskningen talar man om sådana förändringar som naturliga, eller fullskale-experiment. Att följa hur praxis ändrar sig på grund av förändringar i reglerna blir ett givet intresse för forskarna.

Översikt över området

Ferrarini, Guido – Ungureanu, Maria: Executive Remuneration. A Comparative Overview. EGCI working paper [SSRN]. Texten är avsedd som ett kapitel i Gordon & Ringe (eds): The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance, under utgivning av Oxford University Press.

Regler när det gäller ersättningar I näringslivet tycks bli allt vanligare och allt mer omfattande, och sprider sig från de finansiella marknaderna till andra branscher. De syftar inte bara till att förbättra ägarstyrningen utan skall också svara upp mot politiska krav på mer balanserat risktagande och social utjämning. Författarna går igenom de viktigaste frågeställningarna, däribland utformningen av optionsprogram och betydelsen av långsiktiga, aktierelaterade ersättningsprogram. Författarna uppmärksammar också olika styrelsekonstruktioner, bland annat balansen mellan beroende och oberoende ledamöter, och olika former för aktieägarinflytande genom SOP (Say-on-Pay), även funktionen hos olika “proxies” (ombud och rådgivare). Ställningstaganden från EU-kommissionen uppmärksammas särskilt och jämförs med medlemsstaternas regelverk. Bonusbegränsningen i banksektorn enligt CRD IV (EUs nya kapitaltäckningskrav) ses som början på en ny trend, och kritiserar utifrån ett ekonomiskt perspektiv.

Regleringar är ineffektiva!

Hitz, Jörg-Markus – Müller-Bloch, Stephanie (Georg-August University, Göttingen): Market reactions to the regulation of executive compensation. [SSRN]

Författarna finner att införande av strängare regelverk rörande ersättningar medförde att bolagen med de högsta ersättningarna föll i aktievärde, det vill säga reglerna togs inte emot positivt av marknaden. Reglerna ansågs inte effektiva utan sågs bara som byråkratiska pålagor. Regleringar är effektiva, åtminstone i Australien!

Irgang, Alissa (Australian National University): Capping and corporate governance: An analysis of executive remuneration in Australia. [SSRN]

Författarna hävdar att begränsningar av chefsersättningar kan utformas på ett sätt som förenar effektivitet i ägarstyrningen med moderation när det gäller ersättningarnas storlek. Argument för att begränsningar i ersättningarna skulle leda till att australiskt näringsliv dränerades på ledartalanger avvisas som orgrundade. De förändringar som föreslagits i den australiska bolagslagen (Corporations Act 2001) presenteras och kommenteras.

Ersättningar och bankkras – lagom är bäst

Ngyen, Thu-Hien "Hazel" (University of Arkansas): Reward Culture in Banks and the Financial Crisis. [FMA]

Författaren undersöker sambandet mellan "ersättningskulturen" i banker, som den kan bestämmas 2006, och deras resultat under den finansiella krisen från 2008. Ersättningskulturen skattas genom ett index sammansatt av ersättningsnivå och sammansättning för VD, förhållandet mellan VDs och de närmast underlydande chefernas ersättningar ("tournament incentives") och den totala ersättningen per anställd i banken. Hon finner att de banker som hade den mest generösa ersättningskulturen, liksom de som hade den mest återhållsamma, klarade sig sämre i krisen. Det avspeglar två problem: bristande ägarstyrning i det första fallet och bristande konkurrenskraft om den bästa arbetskraften i det senare. De banker som låg i mellanskiktet när det gällde ersättningar klarade sig bäst genom krisen.

Utformningen av ersättningar

Under denna rubrik samlar vi bidrag som belyser eller analyserar ersättningarnas form, ersättningsystemens struktur eller processerna som ligger till grund för beslut om ersättningar.

Myten om den oersättlige chefen

Dorff, Michael: Indispensable and Other Myths: Why the CEO Pay Experiment Failed and How to Fix it. University of California Press, 2014.

Författaren, som föreläser vid Southwestern Law School, anser att man bör återgå till fasta ersättningar för företagsledare. Prestationsrelaterade ersättningar var en idé som marknadsfördes starkt av professor Michael Jensen vid University of Chicago och som ledde till en explosion av chefsersättningarna. Ännu under 1970-talet tjänade företagschefer 25 gånger medelinkomsten för de anställda, men från 1980 drog det iväg. I dag handlar det om 300 gånger. Men det finns inga belägg, menar författaren, för att sådana extrema ersättningar verkligen svarar mot så enastående prestationer. Tvärtom, de tydligaste exemplen visar på motsatsen, som i fallen Enron och Lehmann Brothers. Alla parter, aktieägare, chefer och samhället i övrigt skulle tjäna på en återgång till fasta ersättningar.

Kritik av kritiken

Chau, Alexander (University of Bristol): The Wrong Perspective on Executive Pay. [SSRN]

Författaren hävdar att diskussionen om ersättningar efter finanskrisen 2008 har ett felaktigt fokus. Krisen orsakades inte av chefernas girighet. Ägarstyrningen har i de flesta bolag fungerat ganska bra om syftet var att jämka samman ägarnas och ledningens intressen och behålla kompetens i företagen, men bör kompletteras med långsiktiga inslag relaterade till aktie- eller optionsprogram. I stället för att sikta till förbättrad ägarstyrning tycks diskussionen drivas av ideologiska och sociala ambitioner för en utjämning av löneskillnader.

Den lokala faktorns betydelse

Huang, Minjie (Univ of Kansas) – Meschke, Felix (dito): Local Peers and CEO Incentives. [FMA]

Författarna konstaterar att det finns en lokal eller regional faktor som påverkar chefsersättningarna och de slår igenom mest i mindre och medelstora städer och i förhållandevis mindre bolag. Marknaden för chefsersättningar är med andra ord geografiskt segmenterad. De finner också att mer sammansatta ersättningspaket i företagen leder till bland annat större satsningar på R&D och högre värdering av företagen, men också till mer volatila utdelningar.

Varning för optimism!

Otto, Clemens A. [HEC]: CEO optimism and incentive compensation. Journal of Financial Economics, november 2014.

Författarna finner att optimistiska VD:ar tenderar att få mindre ersättningar än sina mer pessimistiska kolleger. Det lönar sig att vara pessimist vid planeringen och sedan prestera bättre än planen.

Respektavstånd

Di Huang, University of Connecticut, Chinmoy Ghosh, University of Connecticut, Hieu Phan, Michigan State University: CEO Pay Gap and Corporate Debt Structure. [FMA]

Hänvisar till tidigare studier som visat att "the CEO Pay Gap", – respektavståndet på svenska? – mätt som skillnaden mellan VDs totala ersättning och medelvärdet för ersättningarna till den närmast underordnade gruppen av chefer i bolaget, är en viktig parameter för värderingen av ett bolags prestation och potential: ju större avstånd desto mer produktiv organisation. Vad avståndet representerar kan tolkas olika: som incitament för de underlydande cheferna att prestera för att kunna ta det sista steget upp för karriärstegen ("tournament paradigm"), eller som ett uttryck för VDs faktiska prestation i förhållande till underlydande chefsnivå ("productivity paradigm").

Storleken betyder något även i Schweiz

Isakov, Dusan – Paretti, Simone: Analyse des remunerations des dirigeants de sociétés suisses cotées en bourse entre 2007 et 2012. [SSRN]

Författarna redovisar hur ersättningspaketen var utformade och analyserar varje komponent för sig. Därefter granskar de hur ersättningarna rapporteras i årsredovisningarna. Ett starkt samband kan konstateras mellan ersättningarnas storlek och bolagens storlek.

Institutionella ägare med och utan egenintresse i Spanien

Lopez-Inturriaga, Felix (University of Valladolid) – Garcia-Meca, Emma (University of Cartagena) – Tejerina-Gaite, Fernando (University of Valladolid): Institutional directors and board compensation: Spanish evidence. [SSRN]

Författarna undersöker hur representanter för institutionella investerare uppträder som styrelseledamöter i avseende på tre aspekter av ersättningspolicy: sammansättning, total omfattning och resultatkänslighet (performance sensitivity). De finner att representanter för institutioner kan uppträda olika beroende på om de har egna affärsintressen i bolaget eller ej. De som inte har det tenderar att dra ned den totala

ersättningen, minska den fasta delen av ersättningen och öka den variabla, resultatberoende delen. Representanter med affärsintresse i bolaget tycks öka den totala ersättningen, öka den fasta delen och minska resultatberoendet. Resultaten visar att investerarepresentanter utan eget vinstintresse driver en fastare ägarstyrning.

Att jaga en skugga: alla bättre än medelmåttan!

Stern, Hermann J (Schweiz): Executive greed and a powerful cause for more pay. An empirical investigation into human wage setting behavior and a better alternative to minimum wages. [SSRN]

Författaren har genomfört ett antal experiment där studenter fått sätta löner för chefer. De grupper som fick tillgång till lönestatistik för jämförelser tenderade att sätta löner över medelvärdet, medan de som inte fick tillgång till sådana uppgifter hade en större variation i sina förslag. Lönetransparens skapar, menar författaren, inte minst på toppnivå en ratchet-effekt, som också kommer till uttryck i levande livet: medellönen blir ett golv och detta höjs för varje lön som sätts över medelvärdet. Transparenskravet förklarar därmed mer av de höga ersättningarna för toppledare än girighet. Mekanismen, som författaren kallar Wage Anchor Effect, kan leda till oönskad upptrappning av de högsta ersättningarna, medan det för lågavlönade kan vara ett bättre sätt att skapa en löneutveckling än minimilöner.

Konsulternas roll

Yu Flora Kuang (University of Amsterdam) – Bo Qin (dito) – van Teijen, Angela S (University of Groningen): Do compensation consultants assist in setting easy targets in performance-vested equity plans for CEOs? [SSRN]

Nej, svarar författarna på basis av en undersökning på brittiskt material under perioden 2002-2008. I stället hjälpte ersättningskonsulterna, i de bolag där sådana användes, till att sätta djärvare resultatmål än vad som i regel sattes i bolag som inte utnyttjade konsulter. Intressekonflikter som kunde uppkomma därför att uppdragsgivaren använde konsulterna för flera olika uppgifter, påverkade inte hur resultatmålen sattes:

”Overall, our findings are in line with the view that compensations consultants assist their client firms in setting value enhancing performance targets and designing optimal compensation contracts for CEOs.”

Optioner

Bo Qin (University of Amsterdam): The Influence of Firm and Executive Characteristics on Performance-Vested Stock Option Grants. International Business Review 21/SSRN

Författaren har undersökt data från 243 icke-finansiella bolag noterade på FTSE 350 under perioden 1999-2004. Resultaten av undersökningen stöder följande påståenden: 1. Tydlig ägarstyrning underlättar införande av optionsprogram, 2. Andelen optioner är mindre för företagsledare med större kontrollmakt, 3. Optionsprogram är mindre vanliga för företagsledare som närmar sig sin pensionsålder, 4. I jämförelse med andra toppchefer (non-CEO executives) är optionsprogram vanligare för verkställande direktörer.

Skönhetens pris

Halford, Joseph (University of Wisconsin) – Hsu, Hung Chia (dito): Beauty is Wealth: CEO Appearance and Shareholder Value. [FMA]

Författarna har använt ett ”skönhetsindex” (baserat på mätningar av ansiktets geometri) hos ett antal verkställande direktörer för att se om deras utseende påverkade kursutvecklingen i deras företag i samband med affärshändelser som uppmärksammats i media. Resultatet pekar på att i de fall affärshändelserna bevakats av televisionen finns en tydlig effekt av vd:s utseende, medan om affärshändelserna bara bevakats i pressartiklar var påverkan negligerbar: ”The findings suggest that CEO appearance matters for shareholder value and provide an explanation why more attractive CEO:s receive ‘beauty premiums’ in their compensation.”

Med andra ord, ordna anletsdragen!

Betydelsen av transparens

Att öka transparensen eller informationen om ersättningssystem och ersättningsbeslut har sedan länge setts som en möjlighet att både förbättra systemen i sig och att skapa förtroende kring dem, både internt och externt. Men information och transparens är inte ett självändamål utan en medveten kommunikativ handling. Vid Ersättningsakademins Round Table på hösten 2014 diskuterades, med hjälp av professor Raghavendra Rau (se bidraget nedan) begreppet ”optimal transparens”, det vill säga en balanserad syn på vad mer information kan tillföra och till vilket pris för olika intressenter.

Forskningsläget är oklart!

Rau, Raghavendra: "Transparency and Executive Compensation", i Forssbaeck & Oxelheim (eds): The Oxford Handbook of Economic and Institutional Transparency, Oxford University Press 2014.

Med utgångspunkt i antagandet att transparens är ett sätt att hantera asymmetrisk information diskuterar författaren transparens rörande ersättningar i relation till två problem: att rekrytera chefer ("the adverse selection problem") och att få chefer att agera på ett visst sätt ("the moral hazard problem"). Ökade krav på transparens, som i regel kommer genom ändringar i regelverken, förändrar processer och struktur på ersättningsområdet, men inte nödvändigtvis i vare sig aktieägarnas, chefernas eller samhällets intresse. Forskningen på området är bara i början!

Balanserad information

Frantz, Pascal (LSE) – Instefjord, Norvald (University of Essex) – Walker, Martin (University of Manchester): Executive Compensation: A Model of Disclosure Choice. Journal of Business Finance and Accounting, vol 40, 2013/SSRN

Ovilja från ett bolags sida att informera tydligt om toppchefernas ersättningar kan bero på att de beslutfattande cheferna vill dölja sin girighet. Men det kan också vara i företagets och i aktieägarnas intresse att inte vara fullt transparenta i frågan. Det kan vara så, menar författarna till artikeln, att en ersättningsmodell som effektivt får företagsledarna att handla i aktieägarnas intresse måste inkludera information som av strategiska skäl inte bör offentliggöras. Det gäller balansera mellan bästa möjliga konstruktion av ersättningspaketen å ena sidan och optimal transparens å den andra. "Whether or not non-disclosure to shareholders is in their interest is however an empirical matter involving a trade-off between the propriety costs associated with disclosure to shareholders and the costs of potential collusion between executive and non-executive directors associated with non-disclosure."

Bättre regler för information

Hadley, Brandy (University of Tennessee): Pay for Performance: Is all Disclosure Created Equal? [FMA]

Författaren prövar utifrån olika metoder om den information som företagen ger i anslutning till en SOP huvudsakligen är informativ eller strategisk. Hon finner att det senare är mest troligt och att en viktig avsikt med informationen är att undgå sådan kritik som tidigare drabbat ersättningspaketen. Hon efterlyser tydligare principer för information som komplement till bestämmelserna i Dodd-Frank-Act.

Ersättning och risk

Frågan om ersättningar och risktagande stod i centrum för diskussionen om aktörer och ansvar på de finansiella marknaderna efter 2008 års kris. Utmaningen är ju att konstruera sådana ersättningsystem som leder till lagom och sund risktagning (vad nu det är?) i företagen, inte till för mycket risktagande (med andras tillgångar) men heller inte till för lite, vilken kan medföra stagnation. Här samlar vi bidrag kring denna problematik.

Företagsrisk utan personlig risk

Feng, Harry (Oklahoma State University) – Rao, Ramesh P. (dito): Cash holdings and CEO risk incentive compensation: Effect of CEO risk aversion. [FMA]

Författarna finner att incitament i ersättningspaketen för managers att ta högre risker verkar fungera så att företagen engageras i mer riskfyllda projekt. Men de leder också till en tendens att öka kassabehållningen i bolagen för att minska den personliga risken för direktörerna.

Pengar i kistan ger klirr i kassan

Yingmei Chen (Florida State University) – Harford, Jarrad (University of Washington) – Hutton, Irena (Florida State University) – Shipe, Stephan (dito): The Compensation Benefits of Corporate Cash Holdings. [FMA]

Undersökningen visar att ersättningarna ökar om kassabehållningen växer i bolagen och den faktorn spelar större roll för ersättningarnas storlek än bolagens tidigare resultat. Detta leder, menar författarna, till ett inte minskat risktagande, vilket inte är optimalt.

Goda risker höjer aktiekursen

Walker, Mark D (North Caroline State University) – Jing Zhao (dito): The Heterogeneity of CEO Employment Contract Provisions and Risk-Taking: Evidence from M&As. [FMA]

Författarna studerar sambandet mellan olika slags incitament i ersättningspaketen och VD:arnas riskaptit i samband med företagsförvärv. De skiljer mellan bra risktagande och dåligt; det senare är sådana risker som inte leder till högre bolagsvärde. Sådana villkor i anställningskontrakten knyter ersättningens storlek till aktiekursen leder till gott risktagande, medan till exempel provisioner per transaktion leder till dåligt risktagande.

Riskaptiten minskar när pensionen närmar sig ...

Kabir, Rezaul (University of Twente) Hao Li (Heriot-Watt University), Vled-Makulova, Yulia (Monash University): CEO Career Horizon, Pension Compensation and Corporate Risk Taking. [FMA]

En VD med rätt till betydande förmånpension tenderar att skära ned i företagets R&D-kostnader när han närmar sig pensionsdatum, det vill säga riskaptiten hos ledningen sjunker. Om ledningen inte har förmånpensioner eller om dessa är av mindre storlek kan inte motsvarande beteenden iakttas.

... men det kan uppvägas av stark ägarstyrning

Korkeamäki, Timo, Liljebloom, Eva och Pasternack, Daniel (Hanken School of Economics): CEO's wealth characteristics and implications on firm risk. [FMA]

Ju rikare VD är, desto större riskaptit tycks företaget ha. Och ju mer belåning vd har, desto mer främmande kapital tar företagen i anspråk. Men ju äldre VD blir till åren och till tjänsten, desto mer riskavert blir både han och företaget. Effekterna av sambandet mellan företaget och VDs personliga situation kan uppvägas av starkare ägarstyrning.

Sälj bolaget och tjäna på affären

Burns, Natasha (University of Texas) – Jindra, Jan (SEC) – Minnick, Kristina (Bentley University): Sales of Private Firms and the Role of CEO Compensation. [FMA]

Författarna har undersökt hur ersättningarna till vd i ett privat bolag påverkar planer att sälja bolaget och på vilket sätt, genom börsintroduktion (IPO) eller direkt till en köpare. Det finns inget entydigt samband: en vd i ett bolag som förblir privatägt har inte sällan lika stora eller större förmåner som kollegan i ett bolag som sålts på endera sättet, men de är ofta mer bundna. Det kanske till exempel inte finns någon marknad för det delägande (aktier/optioner) som vd har fått som en del av ersättningen. I regel har dock vd för bolag som sålts högre och mer likvid ersättning, som mest förmånligt framstår ett direkt köp eftersom börsintroduktion kan innebära ”rabatter” som påverkar ersättningen.

Fler affärer ger mer än bra affärer

Eliezer M. Finch, Laura T. Starks, Adam S. Yore: CEO dealmaking activities and compensation. Journal of Financial Economics, december 2014.

Författarna undersöker i vilken utsträckning och på vilket sätt som strukturförändringar – joint ventures, allianser, emissioner och avknoppningar – läggs till grund för ersättningar till VD. Om styrelsen är svag belönas kvantiteten av sådana affärsuppgörelser eftersom styrelsen har svårt att värdera kvaliteten och resultaten av uppgörelserna.

Tur eller skicklighet

Carpenter, Tim C (University of Texas) – McTier, Brian (Washington State University): U.S. and U.K. Pay for Performance. [FMA]

Författarna jämför resultatrelaterade ersättningar i USA och England. I Storbritannien får variationer i bolagsresultaten mindre effekter på ersättningarna än i England. En engelsk vd får alltså mindre del i det värde som han tillför bolaget än hans amerikanske kollega. Engelska VD-ersättningar belönar god tur i mindre grad än de amerikanska, men straffar otur.

”Overall, our results suggest that path dependencies and culture, e.g. lower tolerance to income inequality in the U.K., as well as risk, may contribute to both higher compensation for U.S. CEOs and differences in pay-for-performance outcomes.”

Uppskjuten ersättning: långsiktighet eller mörkning?

En av de mest förtroendekänsliga frågorna kring ersättningar är kortsiktighet. Företagens resultat varierar, goda år blandas med mindre goda. Borde man inte beakta utvecklingen under en längre tidsperiod när de rörliga ersättningarna bestäms? Diskussionen i denna och besläktade frågor samlas under detta avsnitt.

Ett fackligt feltänk?

Tao-Hsien, Dolly King (University of North Carolina), Prevost, Andrew (Ohio University), Nishikawa, Takeshi (University of Colorado): The Role of Labor Union Strength on the Determinants and Effects of CEO Deferred Compensation. [FMA]

Att skjuta upp ersättningen kan vara ett sätt att få ett längre tidsperspektiv i bedömningen av insatserna från företagsledningen, vilket kan vara bra. Det kan därför vara ett fackligt krav. Författarna visar att företag med ett starkt fackligt inflytande har större andel uppskjuten ersättning. Men kanske är det

feltänkt: de uppskjutna ersättningarna ökar skuldsättningen för bolagen, drar kostnader och minskar utdelningen.

Frestelsen att mörka och ljuga

Fulmer, Sarah (Florida State University), m.fl.: Deferred Compensation: Alignment or Agency? [FMA]

Författaren prövar om uppskjuten ersättning är ett uttryck för marknads- eller makthypotesen, d v s om det ligger i bolagets/aktieägarnas eller i ledningens intresse. Hon finner att det mesta talar för det senare. Att skjuta upp ersättning tycks vara till för att dölja ersättningarnas storlek då nivåerna utsätts för stark kritik. Fulmer har under våren 2014 också presenterat en avhandling om ersättningar, *Two Essays on Executive Compensation*. Den första uppsatsen motsvarar den ovan nämnda framställningen, den andra uppsatsen heter ”Why do CEOs misstate earnings? An examination of monetary gains.” Författaren hävdar där att det finns en stark frestelse för VD:ar att rapportera missledande om den ekonomiska situationen. Det beror på att ersättningspaketen är felaktigt utformade. Bättre resultatrapporter ger direkt utslag i ersättningarna. Men bättre rapporterade resultat leder också till att både aktie- och optioner som inkluderas i ersättningspaketen kan realiseras till högre priser.

Duration och kvalitet hand i hand

Gopalan, Radakrishnan, Milbourn, Tom, Song, Fenghua, Thakor, Anjan: Duration of Executive Compensation. Journal of Finance, november 2014.

Utifrån kritiken av chefsersättningar som alltför kortsiktiga undersöker författarna den faktiska durationen av ersättningspaketen med hänsyn till de olika ingående komponenterna. Durationen ställs därefter i relation till olika aspekter av företagets utveckling. De finner att durationen tenderar att vara längre i företag som har större tillväxtpotentialer, mer långsiktiga tillgångar, större R&D-intensitet, lägre risk och bättre kursutveckling.

Say-on-Pay

Say-on-Pay, SOP, är den möjlighet som på många håll nu erbjuder aktieägarna att säga sin mening om de ersättningar som erbjuds ledningen. SOP är i regel inte bindande, men resultaten av omröstningarna kan ses som starka rekommendationer till styrelsen. SOP är en av de mer frekventa sakfrågorna i årets forskningsdebatter.

Marginell effekt i Storbritannien

Gregory-Smith, Ian (Univ of Sheffield) – Thompson, Steve (Univ of Leicester) – Wright, Peter (Univ of Sheffield): CEO Pay and Voting Dissent Before and after the Crisis. The Economic Journal, Vol 124, 2014/SSRN

Författarna har undersökt vilken roll "Say on Pay", d v s att aktieägarna vid bolagsstämman kan ta ställning till ersättningen till de högsta ledarna, spelat i Storbritannien, som var det första landet där den möjligheten infördes. Författarna har använt data från alla på FTSE registrerade förvaltningsbolag under åren 2003 och 2012. De finner att möjligheten att uttrycka missnöje med föreslagna ersättningar har haft en viss, men inte stor betydelse, i första hand när missnöjet varit starkt och det varit frågan om höga ersättningar.

Tveksam effekt i USA

Kronlund, Mathias (University of Illinois) – Sandy, Shastri (University of Missouri): Does Shareholder Scrutiny Affect Executive Compensation? Evidence from Say-on-Pay Voting. [FMA]

Dodd-Frank Act (2010) ålägger företag att vid bolagsstämman arrangera omröstning bland aktieägarna om ersättningarna till den verkställande direktören. Men det är inte nödvändigt att göra det varje år, utan det räcker med vartannat eller vart tredje. Författarna har undersökt skillnaderna i ersättningar under år de år då omröstning skall äga rum och de övriga åren. De finner att under omröstningsåren har ersättningarna sänkts, medan de har stigit under de år som ersättningarna inte är föremål för votering. Men då ersättningarna sänkts har i gengäld andra delar av ersättningspaketen ökats, till exempel aktie- eller optionsprogram eller pensioner. Say-on-Pay förefaller inte ha lett till en sänkning av den totala ersättningsnivån utan en omfördelning till sådana inslag i ersättningen som är mindre iögonfallande.

Illusionstrick

Brunarski, Kelly et al (Miami University): Is it All Smoke and Mirrors? The Effect of Say-On-Pay on Managerial Actions and Board Decisions. [FMA]

Författarna anser att reglerna om Say-On-Pay i Dodd-Frank Act inte fått avsedd effekt. Tanken var att öka investerarnas inflytande på ersättningarna i samband med bolagsstämman. Motståndarna till Dodd-Frank menar att det vore bättre att styrelsen fick utöva den balanserande makten i förhållande till ledningarna. Överkompenserade ledningar med lågt stöd hos bolagsstämman reagerar med att höja utdelningarna och sänka belåningsgraden men det tycks inte få någon större effekt på bolagens resultat. Ledningar som redan tidigare varit överkompenserade fortsätter att vara det, oberoende av eventuella reaktioner på bolagsstämman.

Styr bolagsledningen stämman?

Ferri, Fabrizio (Columbia University) – Oesch, David (University of St Gallen): Management influence on investors: evidence from shareholder votes on the frequency of say on pay. [FMA]

Bolagen kan välja hur ofta ersättningarna till ledande befattningshavare skall göras till föremål för omröstning på stämman: varje, vartannat eller vart tredje år. Författarna har undersökt hur stor vikt bolagsledningens rekommendationer spelar för stämmans beslut och kommit fram till att det har en vikt motsvarande 26 procents stöd för den valda frekvensen. Undersökningen visar också att de företag som väljer att ha omröstning bara vart tredje år med större sannolikhet fäster mindre vikt vid omröstningens resultat när det gäller att ändra principerna för ersättningar, det vill säga i det avseenden agerar mindre ansvarsfullt.

Förlustaversion präglar SOP

Krause, Ryan – Whitley, Kimberly – Semadeni, Matthew: Power to the Principals! An Experimental Look at Shareholder Say-On-Pay Voting. Academy of Management Journal, 2014.

Författarna redovisar experiment för att förklara hur aktieägare röster vid SOP. De kombinerar en agent-principal-teori, enligt vilken en aktieägare är kritisk till höga ersättningar och dåliga affärsresultat, med en ”prospect theory” (enligt Tversky och Kahneman) som förutskickar att aktieägarna är mer känsliga för förluster än för vinster av motsvarande storlek. Experimenten bekräftar:

”The results of these simulated votes suggest that shareholders do value ‘pay for performance’ in keeping with agency theory. However, shareholders exhibit this focus on agency-normative prescriptions asymmetrically, showing loss aversion in keeping with prospect theory.”

SOP med få ägare: fallet Italien

Melcredi, M (Università Cattolica del Sacro Cuore) – Bozzi, S (dito) – Ciavarella, A (Consob) – Novembre, Valerio (dito): Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy. CONSOB, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. [SSRN]

Ägandet i de italienska listade bolagen är mer koncentrerat än i många brittiska och amerikanska bolag. Rättigheter för minoritetsägare att utse styrelseledamöter är reglerat. Författarna relaterar SOP till en rad faktorer i en undersökning som bygger på omfattande data. Resultat bland annat att det är mer ovanligt med kritik mot ersättningar i Italien än i USA och Storbritannien, att kritik av ersättningar är svagare ju starkare majoritetsägaren är. Kritiken är inte starkt korrelerad med företagets resultat men däremot med storleken på ersättningen. Kritiken minskar när transparensen ökar. Kritiken ökar i omfattning i de fall SOP inte är bindande, vilket av författarna tolkas som att effektiviteten i SOP inte är avhängig av om dess resultat är bindande eller ej.

Ersättning till styrelser och till aktieägare

Ersättningsakademiens huvudintresse ligger på ersättning till ledande personal i företag och organisationer. Men närbesläktad är frågan om ersättning till styrelseledamöter- Det är en fråga som också kommit upp i forskningen, men ännu rätt sparsamt. Kopplad till fördelningsproblematiken är naturligtvis också relationen till vad aktieägarna får ut i olika former.

Styrelsens arvoden

Magnan, Michel (Concordia University, Montréal, Québec, Canada): Directors' Compensation and Governance: Issues and Challenges. [SSRN]

I synnerhet i stora företag har styrelsearvodena ökat kraftigt under de senaste tio åren; i Kanada dock betydligt mindre än i USA. Utvecklingen är inte alarmerande, men måste diskuteras i relation till styrelseledamöternas roll. Viktigast är deras legitimitet och trovärdighet, enligt författarna. Arvodering som sätts i relation till företagets finansiella resultat bidrar inte på något sätt till att stärka dessa egenskaper. Författaren listar tio rekommendationer för att sätta styrelsearvoden, bland dem att styrelseledamöternas uppdrag utesluter olika slags kortsiktiga eller medellångsiktiga premier. Arvodena för styrelsens medlemmar skall sättas på andra grunder än ersättningen till den verkställande ledningen. Styrelsearvoden skall vara fasta och tillräckligt höga för att locka rätt kompetens, men får aldrig bli så höga att de i sig blir skäl att ta på sig ett styrelseuppdrag. Arvodena skall vara lika för alla ledamöter i styrelsen, transparenta och baserade på objektiva kriterier. Olika uppdrag inom styrelsen kan naturligtvis medföra tillägg. Arvodena skall spegla vilket engagemang och den expertis som uppdraget förutsätter. Arvodena skall också relateras till den risk som styrelseledamöterna tar genom sitt uppdrag.

Aktieutdelning och ersättning

Geiler, Philippe (EMLYON Business School) – Rennebog, Luc (Tilburg University): Executive Remuneration and the Payout Decision. ECGI working Paper [SSRN]

Det finns olika sätt för bolagen att ge avkastning till sina investerare, genom utdelning på aktier, genom återköp av aktier eller en kombination av bägge. Bolagen kan också välja att inte ge utdelning och låta ägarna få del i en värdetillväxt genom högre kassabehållning eller nyinvesteringar. Frågan är vad som avgör valet av kanal: investerarnas preferenser, majoritetsägarnas önskemål, beskattningsregler eller utformningen av ersättningspaket. Författarna kommer efter en statistisk analys baserad på brittiska data fram till att utformningen av VDs ersättningspaket spelar den avgörande rollen för valet av form för ersättning till ägarna.
