

ERSÄTTNINGSFRÅGAN I FORSKNINGEN 2017

Hans De Geer | 2018-02-12

ERSÄTTNINGSAKADEMIEN

Ersättningsfrågan i forskningen 2017

För en bakgrund och allmänna överväganden hänvisas till tidigare forskningsrapporter från Ersättningsakademien. Denna rapport 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. I regel är texterna från FMA lite kortare, eftersom de är tänkta att presenteras vid konferensen. Texterna som laddas upp på SSRN kan vara ganska substantiella. Bägge de källsamlingarna går enkelt att nå på Internet på respektive namn. Min rekommendation är naturligtvis att den som här hittar en intresseväckande presentation går vidare till huvudtexten. En kort presenterande text kan aldrig göra en artikel eller en uppsats riktigt rättvisa.

De olika texterna är ordnade efter ämne, vilket inte alltid är självklart, och rubrikerna är mina, stundom lite tillspetsade. I det avseendet har ingen förändring skett i denna årsrapport. Det enda nya inslaget är egentligen en text som berör relationen mellan VD:s lön och medianen av de anställdas i bolaget löner (Pay Ratio, s 24). Den föregriper ett nytt regelverk om rapportering av denna VD/anställda relation, som var tänkt att träda i kraft i USA under 2018, men det är oklart om det blir fallet. En liknande regel diskuteras inom EU.

Urvalet av artiklar kan naturligtvis diskuteras. Snävt inomteoretiska texter har jag valt bort därför att de kan vara svåra att ta till sig för en bredare publik av icke fackpersoner och inte heller författarna försöker att sätta in sina resultat i en bredare kontext. Men en hel del fackspråk finns naturligtvis med i texterna och jag har i flertalet fall sökt svenska översättningar. Ibland kan det vara lurigt. Till exempel begreppet "earnings management" ser ju ganska oskyldigt ut, men det betyder helt enkelt den manipulation av såväl affärer, redovisning som kommunikation, som ledande befattningshavare, främst VD och CEO, inte sällan ägnar sig åt för att maximera utfallet av det egna ersättningsavtalet. Så pass många artiklar förekommer i materialet att de fått bilda en egen liten avdelning (sid 17ff).

Andra mer tekniska termer som ofta förekommer och som det kan vara bra att hålla rätt på är RPE, *Relative Performance Evaluation* som innebär en jämförelse med en viss grupp av andra bolag som skall ligga till grund för utvärderingen och ersättningen. Sådana jämförande inslag har föreskrivits i ett tillägg till Dodd-Frank Act, men det är ju möjligt att de kommer att avskaffas av den sittande administrationen Trump. Ett alternativ är APE, *Absolute Performance Evaluation*, då bara utvecklingen i det egna företaget tas med i bilden. De statistiska relationsmått *delta*

och *vega* används inte sällan utan någon förklaring. De hänvisar till olika sätt att beräkna värdet av aktierelaterade inslag i ersättningspaket. *Delta* är ett mått på hur mycket en viss förändring av bolagets aktiekurs påverkar VD:s ersättning, medan *vega* står för hur mycket en viss förändring i utfallet av optioner betyder för ersättningen.

Huvuddelen av artiklarna bygger på kvantitativa undersökningar baserade på material från olika databaser. Dominerande är numera den som kallas *Execucomp* och som tillhör Harvard Business School. Det materialet, som visar ersättningar till ledande befattningshavare från 1992 till dags dato för bolag i SP1000, får endast användas för forskningsändamål och inte för kommersiella syften. Påfallande många av årets texter bygger på material därifrån. Några andra bygger på material från den privata firman ISS, *International Shareholder Service*, som är en av de rådgivande firmor, proxy advisors, som blivit allt mer engagerade genom ett växande antal SOP-omröstningar. Den firman köpte 2015 den svenska ESG-undersökningsföretaget Ethix, för att komma in på den europeiska marknaden.

Jag skrev i företalet till föregående års rapport att Nobelpriset glädjande nog gått till finländaren Bengt Holmström. I årets skörd av rapporter syns en påfallande effekt av detta. Under tidigare år har Holmström figurerat sparsamt i materialet. Nu är referenserna till hans skrifter om avtal och i synnerhet ersättningsavtal legio. Hans uppsatser från sent 1970-tal och tidigt 80-tal nämns nu av allt fler som grundreferenser till den så kallade marknadshypotesen. Så kan det fungera i forskarvärlden.

På tal om forskande personer kan man utifrån materialet göra en annan reflektion. De databaser som texterna hämtats ifrån, FMA:s stora årliga konferens och SSRN, är naturligtvis i grunden amerikanska. Men det är min uppfattning att de inom de här aktuella forskningsområdena drar till sig forskare från hela världen. Det är fortfarande en tyngdpunkt i den amerikanska universitetsvärlden, men eftersom varje text i regel har fler författare finns det ett inte oväsentligt inslag från andra håll. Men av skribenterna, även de som har sin bas vid amerikanska universitet eller business schools, har i påfallande stor utsträckning asiatiska namn, flertalet kinesiska. Kan det vara så att just forskningsområdena *finance* och *governance* drar till sig ett särskilt intresse från kinesiskt håll i jakten på att bli den ledande ekonomien i världen?

Avslutningsvis vill jag nämna att vi som gäster i Ersättningsakademien under 2017 haft professor Edward Lazear, vars skrifter, Främst om Tournament Theory, är en standardreferens i litteraturen om ersättningssystem i näringslivet. Vi har också haft tillfälle att diskutera med jur. dr Jessica Öberg, författare till avhandlingen *Styrelseledamöters lojalitetsplikt* (2016) om den

legala grunden för styrelsens beslut om av olika ersättningar. Direktör Lennart Franke har presenterat boken *Det agila företaget* (2017) som han skrivit tillsammans med ekon dr Göran Nilsson.

Stockholm i februari 2018

Hans De Geer

Innehåll

| | |
|---|----|
| Översiktsartiklar | 6 |
| Utformningen och effekten av ersättningar | 7 |
| Ersättningsnivåer | 12 |
| Ersättning och lån | 14 |
| Ersättning och risk | 16 |
| Ersättning och innovation | 18 |
| Talangpoolen för VDar | 19 |
| Ersättning och manipulation | 22 |

Översiktsartiklar

Översikt över forskningen om ersättningar

Edmans Alex, London Business School – Gabaix, Xavier, Harvard University – Jenter, Dirk, London School of Economics

Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence (SSRN)

Detta är en omfattande översikt, över 100 sidor, över forskning och litteratur om ersättningar till ledande befattningshavare. Det är en mycket god introduktion till ämnet och en samtidigt en god utgångspunkt för egna forskningsinsatser. Det finns, menar författarna, egentligen tre drivkrafter för utvecklingen av ersättningarna: aktieägarnas och styrelsernas krav på ökat aktieägarvärde, Vd:arnas vilja att tjäna mer (möjligen understödd av försiktiga eller lata styrelseledamöter) och förändringar i regelverken, som skattesystemen, pensionssystem, krav på transparens och delaktighet (SOP). Ingentenda drivkraften kan ensam förklara ens huvuddelen av utvecklingen av ersättningarna. Det skulle snarast vara vilseledande. Det är i en kombination av drivkrafter som forskningen får söka sanningen.

Bort med agency-teorin, in med innovationsteori!

William Lazonick, University of Massachusetts Lowell

The Value-Extracting CEO: How Executive Stock-Based Pay Undermines Investment in Productive Capabilities (SSRN)

Författaren kritiserar den rådande ordningen med shareholder value som dominerande målsättning och ersättningar till chefer med starka inslag av aktier eller optioner. Måttet på aktieägarvärde består av årlig förändring av aktiekursen plus utdelning. Det finns, menar han, tre drivkrafter som påverkar denna: innovation, spekulering och manipulation. Hans första forskningsfråga gäller vilka av dessa drivkrafter, ensamma eller i kombination, som mest påverkar aktieägarvärdet. Den andra frågan är om ersättningen till VD är ett uttryck för utvecklingen av aktieägarvärdet eller för en stark VD:s förmåga att berika sig själv genom att spekulera och manipulera aktievärdet. Författaren vill ha bort aktieägarvärdet som huvudsaklig drivkraft och i stället betona vikten av innovation som ideologisk och praktisk drivkraft. Betoningen av *agency*-teori bör ersättas av innovationsteori. VDar som söker sin egen vinning bör hållas i schack av styrelser med bredare representation av aktieägare, ersättningen bör knytas till innovationsåtgärder och återköp av aktier bör förbjudas. Lazonicks artikel är en väl underbyggd och starkt argumenterad kritik av rådande förhållanden inom amerikansk företagsamhet.

Utformningen och effekten av ersättningar

Se klarare och räkna rätt!

Baum, Alex, Value Act Capital - Hale, Robert, Value Act Capital – Larcker, David F., Stanford Graduate School of Business – Morfit, Mason, Value Act Capital – Tayan, Brian, Stanford Graduate School of Business

An Activist View of CEO Compensation (SSRN)

Författarna presenterar marknadsperspektivet och maktperspektivet och konstaterar att forskningen i regel inte kan ta ställning mellan de två. Avtalen om ersättningspaketen är för oöverskådliga och krångliga. Ingen av de inblandade parterna vet egentligen vad de innehåller. Författarna, av vilka några kommer från en aktivist-fond, föreslår en modell för att kunna beräkna utfallet av ersättningsavtalen på ett enklare och säkrare sätt. En mycket lättläst och instruktiv artikel!

Marknadshypotesen gäller!

Abedin, Md Yameenul – Pyo, Unyong, Brock University, ON Canada

Equity-Based Compensation for Firm Performance (SSRN)

Författarna ställer Murphys teori om optimala kontrakt på marknaden för VD:ar mot Bebchucks maktteori, att VD:ar genom sina ersättningspaket förser sig på bekostnad av ägarna. Frågan är om ersättningsprogrammen ökar aktiernas värde, ökar vinsten och ger incitament till ett rimligt risktagande. Resultaten av författarnas kvantitativa studie ger Murphys marknadsteori rätt och går emot maktteorin. Ersättningarna fungerar verkligen för att sammanjämka ledningens intresse med ägarnas.

Om interna och externa mål konkurrerar

Armstrong, Christopher, Univ of Pennsylvania – Chau, Jacky, Chinese Univ of Hong Kong – Ittner, Christopher D., Univ of Pennsylvania – Xiao, Jason, Univ of Rochester

Internal Versus External Earnings per Share Goals and CEO Incentives (SSRN)

Förväntningarna på prestation från en VD kan uttryckas av externa analytiker som EPS, equity per share. Sådana uppskattningar skiljer sig vanligen från motsvarande interna skattningar, som ligger till grund för utbetalningen av ersättningar. Att nå upp till den externa och publika skattningen ökar VD:s framtida förmögenhet eftersom förverkligandet av sådana mål vanligen leder till kursuppgång. Att nå de internt uppsatta målen ger VD klirr i kassan, en ökning av de likvida tillgångarna. Så vilket mål är det viktigaste, det externa eller det interna? Undersökningen visar att en VD i regel prioriterar det externa

kapitalmarknadsmålet före det interna, eftersom det ger starkare avkastning inte bara i förmögenhet utan i socialt hänseende, karriär och framgång.

Yttre och inre uppskattning

Huang, Minjie, Univ of Louisville – Masli, Adi, Univ of Kansas – Meschke, Felix, Univ of Kansas – Guthrie, James, Univ of Kansas

Internal CEO Approval and External Reporting Quality (FMA)

Författarna jämför VD:ar som får hög uppskattning i omvärlden med sådana som får en hög grad av uppskattning bland den egna personalen. De förra, som t ex höjs till skyarna av media, tenderar att agera mer kortsiktigt, vara fokuserade på ”earnings management” – manipulationer för egen vinning – och mer slarviga i sin finansiella kommunikation med omvärlden. De senare, som röner hög uppskattning internt, ses som mer etiskt medvetna, som en tydlig ”tone of the top”, och bolagen uppfattas som mer pålitliga i den finansiella kommunikationen. Det leder bland annat, säger författarna, till lägre revisionskostnader, mindre rättelser av kommunikationen och mindre risk för rättstvister.

Social tillit spelar roll

Dai, Jing – Deng, Mingcherng – Huang, Rong, City University of New York

Monitoring versus Crowding-Out Effect: The Role of Social Capital in Managerial Compensation (SSRN)

För att finna en lösning på agent-principalmotsättningen kan en styrelse använda övervakning och kontroll alternativt olika incitament. Med övervakning kan man stimulera den övervakade att arbeta hårdare. Men övervakning till överdrift kan få en motsatt effekt. Den uppfattas om integritetskränkande och riskera att påträngande kontroll tränger undan sitt eget syfte (crowding out). Det gäller därför att finna en balans mellan kontroll och incitament. För att göra det resonerar författarna om hur ”social capital”, ungefär nivån av tillit i ett samhälle, påverkar utformningen av incitament. Ju högre grad av tillit, desto mindre rörlig andel i ersättningarna behövs för att agenten skall verka i principalens intresse. Är den allmänna nivån av tillit lägre, behövs en större andel prestationsrelaterade delar i ersättningarna, menar författarna.

Turnering är inte alltid bäst

Blank, Brian, Mississippi State University – Hadley, Brandy, Appalachian State University – Minnick, Kristina, Bentley University – Rivolta, Mia L., Xavier University

Worth the Fight? The Role of Internal Competition on New CEOs' Compensation (SSRN)

Författarna utgår från Lazears Tournament Theory som ser tillsättningen av en ny VD som en turnering där den bäste till slut vinner det stora priset: positionen högst upp i hierarkin. Men forskarna här påpekar att den högsta vinsten sällan är så hög som den tillträdande chefen hade väntat. Nya VD:ar får regelmässigt sämre ekonomiska villkor än den avgående företrädaren. Alternativet till turnering är att ha en redan utsedd kronprins, vilket inte sällan kan vara bättre för företaget än en utifrån kommande turneringssegrare: sådana visar större tendens att inom tre år söka sig vidare till nya tävlingar.

Återbetalning är ett verksamt hot

Arena Matteo & Nguyen, Nga, Marquette University

Are compensation clawback measures preventing corporate lawsuits? (FMA)

Författarna har undersökt effekten av ”clawback provisions”, dvs möjligheter att kräva tillbaka utbetald ersättning från ledande befattningshavare ifall bolaget blir indraget i rättsprocesser och det utkrävs ansvar, så som skedde med ett antal bolag i den finansiella sektorn efter krisen 2008. De finner att sådana bestämmelser är effektiva. Risken för felaktigt beteende från ledningen minskar och därmed risken att bolaget dras in i rättsprocesser. Detta kunde ju vara något att tänka på också när det gäller att undvika korruption.

Ett gyllene Hej: ”sign-on-bonuses”

He, Xiaoxiao – Zhu, Margaret Rui, City University of Hong-Kong

Cash Signing Bonus and Labor Market Condition (FMA)

Författarna har undersökt förekomsten av ”sign-on-bonus, SOB”, dvs en ersättning som betalas redan vid tillträdet till en ny VD. En SOB ska ju kompensera för olika kostnader förknippade med bytet av arbete, kanske kompensera för ersättning från den tidigare arbetsgivaren som går förlorad i och med bytet. Men en SOB spelar också en roll för själva möjligheten att rekrytera. De speglar en obalans. Författarna finner att ju mer kompetent kandidaten som skall rekryteras är, desto är större förekomsten av betydande SOB. Ju mindre egna resurser bolaget har i form av talang hos de anställda, desto större är deras benägenhet att erbjuda SOB. Mestadels har SOB formen av kontanta ersättningar; endast i 12 procent av fallen var det aktierelaterade avtal.

Programmerad kortsiktighet

Chang Yen-Cheng, National Taiwan University – Su, Yu-Siang, University of Louisville – Huang, Minjie, National Taiwan University – Tseng, Kevin, University of Kansas

***Short-Termist CEO Compensation in Speculative Markets: A Controlled Experiment* (SSRN)**

Författarna studerar bakgrunden till kortsiktighet i affärer på aktiemarknaden. De finner att en viktig förklaringsgrund ligger i att VD för den kortsiktiga aktören har ett ersättningspaket som gynnas av kortsiktig avkastning framför långsiktig lönsamhet. Detta gäller särskilt när marknaden är spekulativ beroende på att investerare är oeniga i sina värderingar av olika bolags långsiktiga lönsamhet. Bakom ersättningspaketet ligger då spekulativa och otåliga institutionella investerare, som vill leta efter luftslott som kort efter köpet ska säljas vidare till någon annan. Kortsiktigheten är inte fråga om någon intressekonflikt mellan management och ägare utan mellan dagens ägare och morgondagens.

Komplexitet och förebilder

Hu, Shuting (Sophia), Texas A&M University

***Learning about the Details in CEO Compensation* (SSRN)**

Författaren har studerat sammansättningen av ersättningsplaner för ledande befattningshavare hos de största företagen i USA. Hon betonar komplexiteten och variationen i planerna. Hon räknar med inte mindre än 1300 element som kan varieras. Hon utgår från att ersättningsplaner utformas utifrån hur de påverkar företagets och VD:s prestationer. Hypotesen håller sträck och resultatet beskrivs på följande sätt: företag som går bra ett år erbjuder sin VD samma villkor för nästa år. Men företag som inte går så bra gör förändringar i ersättningarna. Alla företag försöker apa efter de företag i branschen som går bra och fjärma sig från de ersättningsmodeller som finns i företag som går mindre bra. Redan små förändringar kan ha stor betydelse för företagets värdeutveckling.

Påverkar det ersättningarna om företaget är i kris?

Gertjan Verhasselt, KU Leuven

***The impact of financial distress on CEO compensation in the United States* (SSRN)**

Höga ersättningar till chefer i näringslivet kritiserar från många håll. Hur kan någon vara värd så mycket? Särskilt väcker det ont blod när en VD får höga ersättningar trots att företaget går dåligt. Är detta en typisk situation? Påverkas inte ersättningarna alls när företaget är i kris? Författaren till denna masteruppsats studerar hur ett finansiellt svårt läge för ett bolag påverkar ersättningen för dess VD. Undersökningen går igenom de fyra vanligaste komponenterna i ersättningen, lön, bonus, bundna aktier och optioner. Särskilt bonusar är känsliga i allmänhetens ögon när det går dåligt för företaget och aktiekursen sjunker. Författaren finner att finansiellt trångmål för företaget inte påverkar lön eller specifika bonusar, som har med särskilda mål, t ex krishantering, att göra. Resultatanknutna bonusar och

bundna aktier blir däremot påfallande lägre värda. Optioner tycks inte minska i värde som sådana, men när de realiseras blir värdet påfallande lägre. Författaren betonar att resultaten inte direkt kan överföras till hur förhållandena är i Europa, särskilt som regelverket kring konkurser är annorlunda.

Ersättningskonsulters roll

Murphy, Kevin J., University of Southern California – Sandino, Tatiana, Harvard Business School

Compensation Consultants and the Level, Composition and Complexity of CEO Pay (SSRN)

Författarna visar att företag som anlitar ersättningskonsulter ofta betalar sina VD:ar högre än de företag som inte anlitar konsulter. Det beror, enligt författarna, inte i första hand på att konsulterna i egenintresse pratar upp ersättningarna, utan på att ersättningspaketen är mer komplicerade och innehåller fler faktorer, vilket ofta resulterar i högre löner. De företag som inför komplicerade beräkningsgrunder men inte anlitar konsulter kommer i regel att göra det påföljande år. Det indikerar att det uppstått oklarheter vid tillämpningen av avtalen vilket skulle kunna undanröjas med experternas hjälp. Författarna visar också att de företag som anlitar konsulter i regel får ett bättre resultat vid SOP. Men det beror av allt att döma främst på att avtalen är komplicerade och svåra för mindre aktieägare att förstå. Deras röstning vid SOP kan därför mer ses som en allmän förtroendeklaration för ledningen.

Ersättningsnivåer

Alla kan inte vara över medelvärdet!

Kets de Vries, Manfred F. R., INSEAD

The Cult of the CEO: The "Above Average" Effect (SSRN)

Författaren har, till skillnad från de flesta här presenterade, inte genomfört en kvantitativ undersökning av någon aspekt av ersättningar. Han resonerar om hur de riktigt stora ersättningarna har kommit till och de vådliga konsekvenserna för samhälls- och företagsmoralen som de får. Han fäster sig särskilt vid den skeva verklighetsuppfattning som många högbetalade chefer får, när de börjar se de skyhöga ersättningarna som bara naturliga och rättvisa för egen del. Ingen klarar dock att ensam driva ett företag. Företagsledning är ett teamwork som sträcker sig långt ned i hierarkin. Han kritiserar också vad han kallar "över medel-effekten", som med automatik driver upp ersättningarna. Ingen VD accepterar en lön som understiger medelvärdet hos en jämförelsegrupp. Ingen styrelse kan heller nöja sig med att rekrytera en lågpresterande kandidat utan alla vill se sin kandidat värd att ligga i den översta kvartilen. Pressen upp på ersättningarna stöds av både rekryterings- och ersättningskonsulter, vars arvoden är beroende av VD:s ersättning. Författaren misströstar om att gruppen av VD:ar själva ska ta sitt förnuft tillfång och ser lösningen i en kombination av nyktra och oberoende styrelser, som kan hålla emot, och regleringar, t ex extra skattebelastning på företag som har för stora ersättningar till topparna.

Transparensens pris

Li, Hongyan – Xu, Jin, Virginia Tech

The Consequences of Mandated Compensation Disclosure (FMA)

Före 2006 var det obligatoriskt att företagen i USA rapporterade om VD:s ersättning och ersättningen till de fem högst betalda tjänstemännen. 2006 blev det obligatoriskt att rapportera CFO:s ersättning, oavsett om denne ingick bland de fem eller inte. Detta medförde att ersättningarna till CFO:s steg. Det skedde mest i de företag som tidigare inte hade rapporterat särskilt om CFO. I dessa låg efter reformen 2006 CFO ersättningarna 17 % högre än i de företag som redan tidigare hade rapporterat om dessa ersättningar. Det kan förklaras av att tidigare dolda ersättningar av olika slag nu skulle värderas och redovisas och då krävde CFOerna kompensation.

Den ökade transparensen ledde till att CFOerna i sitt agerande blev mer kortsiktiga, fokuserade på "earnings management" och blev benägna att dölja negativ information. Kvaliteten på den finansiella kommunikationen sjönk. Då priset på en CFO blev känt ökade personomsättningen på sådana tjänster, vilket i och för sig kan vara en bra sak.

Den återhållsamma statliga ägaren

Borisova, Ginka, Iowa State University – Salas, Jesus M, Lehigh University – Zagorchev, Andrey, Rhodes College

CEO Compensation and Government Ownership (FMA)

Författarna undersöker ersättningsstrukturen i ett urval av multinationella företag för att jämföra privatiserade företag, som tidigare har varit offentligt ägda, med privata företag som aldrig varit offentligt ägda. De finner, i motsats till Murphy (2013)¹, att nivån på ersättningar är lägre i de privatiserade företagen och att också riskaptiten är lägre hos dem i jämförelse med de privata. De förklarar detta med en kvardröjande attityd till ersättning och risk som präglats av det offentliga ägandet och är mer i linje med de regelverk som staterna vid olika tidpunkter upprättat rörande ersättningar. Författarna uppmanar de offentliga ägarna och de bolag som är helt eller delvis offentligt ägda att finna nya vägar för att motivera sina bolagschefer.

¹ Kevin Murphy är en ledande forskare på området. Han hävdar i en artikel från 2013 (*Executive compensation: Where we are, and how we got there*, i Harris & Schoultz, eds, Handbok of the economics of finance, vol 2. Elsevier) att staten i sin roll som ägare inte har haft den återhållande agenda som man kunde förvänta med hänsyn till de regleringar som från tid till annan föreslagits.

Ersättning och lån

Den som lånar är inte fri

Atkins, Brian - Bitting, Jonathan - De Angelis, David – Gaulin, Maclean
Rice University.

Do CEO compensation Policies Respond to Debt Contracting? (FMA)

Författarna undersöker relationen mellan de prestationsmått som används i ersättningsavtal med ledande befattningshavare, som ofta är baserade på interna parametrar, med dem som används i lånekontrakt som oftast baseras på externa parametrar, som till exempel aktiekursen. Ju mer beroende företaget är av lån desto större inflytande får långivarna och desto mer kommer villkoren i ersättningsprogrammen att likna dem i lånekontrakten. Det är ett uttryck för långivarnas inflytande över bolagens skötsel, vid sidan av aktieägarnas. Långivarna är i regel mindre riskbenägna än aktieägarna och föredrar ersättningsystem som i lägre grad uppmuntrar risktagande än vad aktieägarna i regel gör. Långivarnas inflytande på CEO ersättningar är dessutom överlag mer återhållande. Till exempel när det gäller att sätta prestationsmål tillåter aktieägarna ofta mål som är enklare att nå än de som långivarna föredrar.

Intjäning viktigt för långivarna!

Li, Zhi, Chapman University – Wang, Lingling, University of Connecticut– Wruck, Karen, Ohio State University

Accounting-based Compensation Contracts, the Cost of Borrowing, and the Structure of Corporate Debt Contracts (FMA)

Under det gångna decenniet har många amerikanska bolag skiftat från aktiekursrelaterade prestationsersättningar till sådana som är baserade på bokföringsdata (accounting performance), t ex intjäning. Sådana prestationsmått kan användas i både kortsiktiga (STAP) och långsiktiga (LTAP) ersättningsprogram Mellan 1998 och 2012 ökade andelen bolag som använde LTAP:s från 15 till 41 %. Mellan 2006 och 2012 ökade förekomsten av inslag av STAP:s i ersättningsprogrammen i från 65 till 85 % av bolagen.

Författarna undersöker i denna text vad detta har inneburit för bolagens upplåning. Det visar sig att inslag av bokföringsmässiga grunder för ersättningarna inneburit en möjlighet till billigare upplåning och bättre villkor. Det har varit viktigt i synnerhet för bolag där det finns risk för en intressekonflikt mellan långgivare och aktieägare, t ex när risken för fallissemang är hög. STAP:s och LTAP:s är ett sätt att jämka samman långivarnas och aktieägarnas intressen av att styra bolagsledningens verksamhet.

Relatera ersättning till affärerna, inte till kapitalet!

Bizjak, John M. - Kalpathy, Swaminathan L. - Mihov, Vassil, Texas Christian University

Performance Contingencies in CEO Equity Awards and Debt Contracting (SSRN)

Författarna till detta paper tar sin utgångspunkt i motsättningen mellan aktieägare och långivare. Hur ska ersättningarna till VD utformas för att överbrygga den? Det lämpligaste är att basera ersättningen på bokföringen, inte på marknadsvärderingen av aktier. Ersättning som baseras på intjänings- eller försäljningssiffror medför, menar författarna, jämförelsevis lägre kostnader för lån, mindre restriktiva lånevillkor och högre kreditvärdighet. Detta kan vara särskilt viktigt i företag där intressekonflikten mellan långivare och aktieägare är mer allvarlig eller där kreditvärdigheten är ifrågasatt.

Ersättning och risk

Byte av VD höjer riskkapiten

Colak, Gonul – Korkeamäki, Timo, Hanken School of Economics

CEO Mobility and Corporate Policy Risk (FMA)

Författarna konstaterar att när en VD byter jobb minskar påtagligt hennes försiktighet och riskkapiten i det nya bolaget ökar. Det tar sig framför allt uttryck i nya investeringar och diversifiering. En rörlighet bland VD:ar verkar också ha en god effekt ut ett aktieägarvärdets perspektiv.

Aktierelaterad ersättning gynnar inte risktagande

Savaser, Tanseli, Bilkent University – Sisli, Elif, Brandeis University

Differential Risk-Taking Implications of Performance Incentives from Stock and Stock Option Holdings (FMA)

Mellan 1993 och 2013 var i genomsnitt 35 % av ersättningspaketen i USA aktierelaterade. Efter 2008 minskade andelen optioner och större delen är relaterad till aktiekursutvecklingen. Det har hängt samman med den allmänna debatten om chefer som på grund av sina ersättningsavtal tagit alltför stora risker. Författarna diskuterar skillnaden i incitament för riskkapit mellan aktiekursrelaterad ersättning och optionsrelaterad och ser att relationen till förändringar i aktiekursen egentligen inte har någon påverkan på mätbar risk – den kan till och med vara negativ - medan en koppling till optioner har en tydlig sådan effekt. Denna skillnad har sällan uppmärksammats i forskningen menar de och rättar med denna text till den saken.

Vilka faktorer bestämmer ersättningen?

Choi, Yoon K., Univ of Florida

Pay-Performance Sensitivity and Production Efficiency (FMA)

Författaren visar på det teoretiska sambandet mellan risknivå och produktionseffektivitet å ena sidan och optimala ersättningar till ledande befattningshavare å den andra. Författaren pekar också på hur den totala produktionseffektiviteten påverkas av den interna kapitalmarknaden i företag som har enheter verksamma på olika marknader.

Specifika chocker leder till mer optioner i ersättningspaketen

Hu, Xiaoyuan, University of Maryland

Does Executive Compensation Depend on Product Market Structure? Evidence from Shocks to Firm Risk (FMA)

Författaren undersöker hur firmor reagerar på att en produkt upptäcks vara cancerframkallande. Det innebär en chock och en ökad risk för företagen som drabbas. Om alla företagen i branschen är berörda betyder det inte så mycket, för då kan risken vältras över på konsumenten genom prishöjningar, men om bara några få företag i branschen drabbas utlöser det åtgärder för att få en annars riskavert och underinvestering ledning att acceptera och ta högre risk. Dit hör en förskjutning i ersättningspaketet mot ett större inslag av optioner. Detta leder till ökade investeringar i R&D.

Ersättning och innovation

Genuin innovation tar tid!

Kong, Lingtian, Erasmus University, Rotterdam

CEO evaluation horizons and innovation (FMA)

En god ägarstyrning vad avser innovation tolererar kortsiktiga misstag och premierar långsiktig framgång. Att utvärdera ledningens innovationskraft kräver lång horisont. Författaren till denna artikel använder frekvensen och utfallet av Say-on-Pay (SOP) som ett mätbart uttryck för ägarstyrning. SOP kommer i regel sist på föredragningslistan på bolagsstämman och kan ses som ett tillfälle att uttrycka ett generellt förtroende eller misstroende för ledningen. SOP är obligatoriskt för amerikanska noterade bolag. Men de kan välja hur ofta sådana omröstningar skall hållas, varje år, vartannat år, vart tredje osv. Med allt för långt mellanrum blir naturligtvis SOP ganska meningslös, men med täta SOP premieras kortsiktighet. Vad som blir lidande i det sistnämnda fallet är företagsledningens aptit på innovation. Genuin förnyelse kräver en period av sökande och forskning ("exploration"), då kostnaderna kan vara betydande men intäkterna utebli. Förhoppningsvis vänder detta över i en fas ("exploitation") då bolaget identifierat sina nya mål, utvecklat formerna för den nya verksamheten och börjat tjäna pengar. Författarens resultat blir ett argument för längre utvärderingsperioder vad avser ledningens innovationsstyrka.

Innovation kräver långsiktighet

Francis, Bill B., Lally School of Management – Hasan, Iftekhar, Fordham Univ – Scharma, Zenu, Long Island University C.W. Post – Waisman, Maya, Fordham University

Motivating Innovation: Evidence from Chief Executive Officer Compensation Contracts (FMA)

Författarna undersöker relationen mellan VD-ersättningar och innovation. De baserar sin undersökning på en jämförelse mellan situationen före och efter 2005, då ett nytt federalt regelverk infördes i USA, som ändrade förutsättningarna för användningen av optioner i ersättningsprogram och radikalt minskade den. Utifrån detta "naturliga experiment" finner de att ersättningar som är långsiktiga och aktierelaterade, framför allt optioner, gynnar benägenheten för innovation, mätt med antalet patentansökningar från företaget. De bör dock kompletteras med tydliga avtal om avgångsvederlag ("golden parachutes"). Icke-aktierelaterade ersättningar, sådana som till exempel är knutna till företagets vinst, är, menar författarna, kortsiktiga och snarast ett hinder för innovationer.

Se också Lazonick, sid 1

Talangpoolen för VD:ar

Extern generalist tjänar bäst

Brockman, Paul, Lehigh University – Seung, Hye, Fordham University – Salas, Jesus M., Lehigh University

Determinants of CEO compensation: Generalist-specialist versus insider-outsider attributes (SSRN)

Författarna undersöker ersättningen till VD:ar tvärs över olika branscher för att se vilken betydelse för ersättningens storlek det har om VD:n är generalist eller specialist och om vederbörande är internt eller externt rekryterad. Resultaten visar att det lönar sig bäst att vara en externt rekryterad generalist. Då får man den högsta ersättningen. Därefter följer i tur och ordning den internt befordrade generalisten och den externa specialisten. Den lägsta ersättningen får den interna specialisten nöja sig med. Skillnaden mellan generalister och specialister tenderar att hålla i sig över tid, medan skillnaden mellan externa eller interna chefer går över med tiden, fann forskarna.

Toppchefskandidater är en knapp resurs

Nicholas Donatiello - David F. Larcker - Brian Tayan, Stanford Graduate School of Business

CEO Talent: A Dime a Dozen, or Worth its Weight in Gold? (SSRN)

Författarna frågar sig, mot bakgrund av diskussionen om att VD:ar är för högt betalade, hur stor kretsen av tänkbara VD:ar egentligen är i olika branscher. Det är viktigt att veta, inte bara för att sätta höjden på ersättningarna utan också för planering av karriärer och talangförsörjning på sikt. För att få grepp om vilka uppfattningar som finns i frågan har författarna genomfört en survey med styrelseledamöter i USAs 250 största bolag. Inte förvånar det att praktiskt taget alla tillfrågade betraktade VD-jobbet, i synnerhet i det egna företaget, som mycket eller extremt utmanande. Bara 4 personer i det egna företaget bedömdes kunna ersätta VD:n, 6 personer ansågs kunna konkurrera om VD-jobbet hos den största konkurrenten och bara 9 personer skulle ha förmåga att vända ett företag i kris. VD behövde ha alldeles utomordentlig skicklighet, men också en förståelse för företagets kultur, vilket var en stöttesten vid extern rekrytering. Och det är ytterligt svårt att bedöma hur en ny VD skall klara sig när företaget är i kris; att köra ett företag i medvind kan många. Totalt kanske 10–15 kandidater finns för de största företagens toppjobb. Somliga kan knappast ersättas alls, som Jeff Bezos, Elon Musk eller Warren Buffet. Med en sådan uppfattning om tillgången på ledare kan det knappast bli en särskilt bra fungerande marknad, menar författarna. Det påverkar både relationen mellan VD och styrelse, utvärderingen av VD och ersättningarna. Resonemanget lägger också stor tonvikt på värden av interna kandidater för topposterna.

Är generalister mer värda än specialister?

Liu, Lixiong & Liu, Zhongyuan, University of New South Wales

Generalists versus Specialists: The Board's Revealed Perception of CEO General Skill and CEO Pay (FMA)

För att förklara att ersättningarna till VD:ar har stigit så kraftigt kan man med Bebchuk peka på förhandlingsstyrkan hos denna grupp och förmågan att krama ut högre ersättningar i förhandlingar med en styrelse som har sämre information om bolaget. Gabaix och Landier (2008) pekar på att många företag har blivit allt större och att det i sig leder till uppräknings av ersättningen. Murphy tillsammans med Zaboynik (2004, 2007) betonar den ökande efterfrågan på generell kunskap snarare än specialistkunskap som ökar konkurrensen om de bästa kandidaterna och driver upp ersättningarna. Den generella kunskapen mäts med förekomsten av MBA-examen hos VD:arna.

Författarna till denna text vill pröva Murphys tes men mäta graden av generell kunskap med ett annat mått. De utgår ifrån att en VD:s generalitet och anställningsbarhet över branschgränserna avspeglas i den jämförelsegrupp (peer group) som ersättningskommittén väljer att använda vid utvärderingen av VD. Om den gruppen är mycket differentierad reflekterar det att VD anses generellt anställningsbar. Om den är industrifokuserad är det ett uttryck för att VD anses mer specialiserad. Med det måttet kan författarna se en viss påverkan på ersättningens tillväxt för generalisterna, men den är volymmässigt inte så stor att förskjutningen mellan specialister och generalister kan förklara utvecklingen av ersättningarnas storlek.

Kvinnliga VD:ar tjänar mer!

Talukdar, Bakhtear, University of Wisconsin-Whitewater

Are Female CEOs Paid Less?

Kvinnliga VD:ar är i generande minoritet. Endast drygt 4 % av bolagen representerade i SP1500 var kvinnor. Men de tjänade i genomsnitt bättre än sina manliga kolleger. De hade en total ersättning på i snitt 6,14 miljoner dollar mot 5,8 miljoner för männen. De hade en lön på i genomsnitt 830 100 dollar mot de manliga kollegernas 767 790 dollar. En signifikant skillnad, påpekar författaren. Och vad kan då detta bero på? Författaren listar olika tänkbara skäl: en kvinnlig vd har mött starkare konkurrens på sig väg mot toppen och är därför nog bättre än manliga kolleger och en kvinna är bättre på att hantera risker och besvärliga situationer än männen. En kvinna är bättre på att hantera personal än en man och rent allmänt har företagen i dag fler kvinnor anställda än tidigare. Av dessa tänkbara orsaker filtrerar författaren ut en: kvinnliga VD:ar är duktigare på att hantera risk och bättre på att tolka signalerna från sina underlydande.

FMA

Mitt i smeten ger en fördel

Francis, Bill, Rensselaer Polytechnic Institute – Hasan, Iftekar, Fordham University – Kose, John, New York University – Waisman, Maya, Fordham University

Urban Agglomeration and CEO Compensation (SSRN)

Författarna undersöker relationen mellan VD ersättning, med dess inslag av rörlig ersättning, å ena sidan och företagets allokering å den andra. Företag som ligger centralt i stora stadsbildningar tenderar att betala ut högre ersättningar till sina ledande befattningshavare. Detta kan bero på att den centrala placeringen erbjuder fördelar för VD när det gäller att utveckla sitt nätverk, sina kunskaper och göra bättre affärer. Detta kan vara tillgångar för VD och för företaget som styrelsen är villig att betala för. Detta skulle i så fall styrka marknadshypotesen om hur ersättningar till ledande personer bestäms.

Ersättning och manipulation

Medbrottsling eller proffs?

Wu, Qinxin. Baylor University

Managing Earnings for My Boss? Financial Reporting and the Balance of Power between CEOs and CFOs (FMA)

Författaren fokuserar maktrelationen mellan CEO och CFO för att förklara uppkomsten av "earnings management". En stark CEO kan tvinga en CFO att medverka vid fusket. Det är inte ovanligt. Författaren hänvisar till undersökningar som visar att över 90 % av medverkande CFOer hade upplevt sådana påtryckningar och att 17 % faktiskt hade medverkat i sådana. En annan undersökning visade att graden av fel kunde uppgå till runt 10 % av aktievärdesförändringen. Författaren utgår från priser som har delats ut till CFO, typ "America's best CFO". Pristagarna medverkar efter prisutdelningen i en signifikant lägre utsträckning till earnings management, vilket enligt författaren avspeglar den högre interna och externa statusen hos CFO:n som därför vågar stå emot starka CEO:s starka önskemål om manipulation av räkenskaperna. CFO:n själv har i regel betydligt mindre aktierelaterade poster i sitt ersättningspaket och har därför mindre fördelar av en sådan justering, men fler nackdelar eftersom de vid upptäckt får bära ansvaret. Med en bättre professionell och maktmässig balans mellan CEO och CFO minskar risken för earnings management.

Att kortsiktigt snacka upp kursen

Chi, Jianxin Daniel, Univ of Nevada – Gupta, Manu, Virginia Commonwealth Univ – Johnson, Shane, Texas A&M Univ.

Short-Horizon Incentives and Stock Price Inflation (FMA)

Att VD:ar med kortsiktiga ersättningsprogram relaterade till aktiekursen kommer att försöka driva upp densamma kan man utgå ifrån. Men frågan kvarstår, kommer de att lyckas i denna strävan? Författarna av denna text menar att så är fallet. De har studerat data från IPO:s och post IPO:s. Tillsammans taget, skriver de, visar de empiriska resultaten att kortsiktiga ersättningsprogram i de bolag som är på väg att börsnoteras ofta leder till uppblåsta aktiekurser på kort sikt, men att också en rekyl senare är att vänta. Uppgången av kursen stöds av att VD:n aviserar i en snar framtid tillkommande intäkter, vilket är lockande för de i utgångspunkt sympatiskt inställda investerarna. Samtidigt utnyttjar, visar data, VD:n kursuppgången genom att sälja, i medvetande om risken för snart kursfall. Denna effekt minskar ju längre tidshorisont som ersättningsprogrammet omfattar.

Informationsmanipulation

Selmane, Nassima, Toulouse School of Management

CEO Stock Option Exercises and Earnings Announcements (FMA)

VD:s ersättningar är bland annat till för att hantera agentproblematiken och få VD:s intresse att överensstämja med aktieägarnas. Därav förekomsten av aktier och optioner i ersättningspaketen. Men bägge formerna av ersättning kan manipuleras av VD och det sker, enligt författaren. VD kan t ex släppa ut goda nyheter alldeles innan hans optioner löper ut, i synnerhet om han omedelbart säljer de nyvunna aktierna. Ett annat sätt kan vara att kortsiktigt öka bolagets kassaflöde, t ex genom försäljningar av vissa tillgångar, för att påverka aktien precis innan optionerna löper ut. Man kan sedan se att aktiekursen sjunker efter att VD säljer ut aktier som han fått genom ersättningsprogram. I bägge fallen är övriga aktieägare maktlösa åskådare. Övergripande, säger författaren, verkar det som att VD:ar manipulerar både innehållet i och timingen av information inför den tidpunkten då hans optioner löper ut.

Företagsförvärv med en räv bakom örat

Feito-Ruiz, Isabel, University of Leon – Rennebog, Luc, Tilburg University

Takeovers and (Excess) CEO Compensation (SSRN)

När en VD har en stor andel aktiebaserad ersättning, anses hans och aktieägarnas intressen sammankopplade. Det förekommer främst i företag med spritt ägande, där VD dominerar över styrelsen. I företag med mer samlat ägande blir det mindre viktigt med aktierelaterade inslag i ersättningen eftersom det är större möjlighet för styrelsen att dominera över VD. Koncentrerat ägande och aktierelaterad ersättning är utbytbara i governance-sammanhanget. VD:ar med aktierelaterad ersättning försöker ofta höja värdet på den genom företagsförvärv, som framställs som industriellt riktiga. Marknaden ser emellertid bockfoten igenom sådana deklARATIONER och förstår den underliggande avsikten. Också om VD:s ersättning uppfattas som olämpligt hög ses det som ett uttryck för svag ägarstyrning och det sänker kursen på det förvärvande företaget.

Ge inte marknadschefen aktier!

Artz, Martin, Frankfurt School of Finance and Management – Mizik, Natalie, University of Washington

How Incentives Shape Strategy: ^[1]_[SEP] The Role of CMO and CEO Compensation in Inducing Marketing Myopia (SSRN)

Författarna har undersökt hur inslag av aktier påverkar företagets strategi och utvecklingen av marknadsmässig närsynthet. Om VD:n har aktier eller optioner i sitt ersättningspaket visar sig inte spela någon roll för uppfattningen av marknaden, men om marknadschefen (CMO) har det kan det få allvarliga konsekvenser i den riktningen:

”Equity compensation can create perverse incentives for managers to engage in myopic practices”.

Lojalitet mot oegentliga transaktioner

Kim, Hyungseok, Korea Corporate Governance Service – Kim, Woochan, Korea University Business School.

***Can Tunneling Explain Executive Pay's Sensitivity to Other Member Firms' Performance?* (FMA)**

Författarna har studerat hur VD-ersättningar bestäms i företag som tillhör någon av de stora, familjestyrda konglomeraten i Korea, som Samsung, LG och Hyundai. Det är inte bara det egna företags resultat och utveckling som ligger till grund för VD:s ersättning utan också vissa av de andra bolagen inom konglomeratet. Det finns intrikata system av interna kapitalmarknader inom konglomeraten och det förekommer att tillgångar flyttas mellan bolagen av icke affärsmässiga skäl, s.k. "tunneling", för att tillgodose andra bolag eller ägarna. Sådana transaktioner är olagliga och döljs i regel. För att försäkra sig om de i bolagen ledande befattningshavarnas lojalitet, och se till att chefen för det bolag som blir av med tillgångar inte blir lidande, beräknas VD-ersättningarna på en bredare bas i hela konglomeratet.

Se även Hooghiemstra, s 28

Jämförande utvärdering

Man måste alltid jämföra

Bizjak, John (Texas Christian University) - Kalpathy, Swaminathan (dito) – Li, Zhichuan Frank (University of Western Ontario) – Young, Brian (Southern Methodist University)

The Role of Peer Firm Selection in Explicit Relative Performance Awards (FMA)

Författarna menar att gängse jämförelser (compensation benchmark) med andra jämförbara bolag (peers) när det gäller ersättningar till ledande befattningshavare kan vara manipulerbara. Management kan påverka sammansättningen av jämförelsegruppen så att resultatet av jämförelsen driver upp ersättningarna, som t ex Bebchuk har menat. En säkrare metod, menar författarna till denna text, som används av allt fler företag är att i stället jämföra bolagets resultat (i regel total avkastning på aktierna) med resultaten i en utvald jämförelsegrupp (eller ett index) utan att se till vilka ersättningar som utgått. Detta kallas RPE, *Relative Performance Evaluation*. Den jämförelsen ligger till grund för utbetalning av den prestationsrelaterade delen av ersättningen, RPE awards. Men avgörande är ju hur jämförelsegruppen är sammansatt. Kommer urvalet att filtrera data, så att externa faktorer, som cheferna inte kan påverka, försvinner? Och om det finns kvardröjande bias i materialet, vad kostar det bolagen i form av felaktiga ersättningar? Författarnas undersökningar visar på att en jämförelsegrupp sammansatt av företag liknande verksamhet eller samma bransch i regel fungerar bra för sitt ändamål om ledningens intresse av att välja lägre presterande företag i jämförelsegruppen, eller sådana med högre ersättningar till VD, neutraliseras. Att basera jämförelsen med ett index (t ex SP500) ger ofta, vilket är överraskande, till resultat att ersättningarna pressas uppåt.

Gemensamma ägare triggas konkurrensen

Heung Jin Kwon, University of Chicago

Executive Compensation under Common Ownership (FMA)

Användningen av RPE, ”relative performance evaluation”, ökar med utsträckningen av gemensamma ägare, i regel institutionella investerare, i olika bolag i samma bransch. Man kunde tro att en sådan ägarstruktur skulle minska konkurrensen mellan sådana bolag som har delvis samma ägare, men effekten tycks vara den motsatta. Jämförelsen mellan bolagens blir lättare att göra och mer frekvent och det blir lättare att skilja ut effekter av utvecklingen på branschnivå och makroekonomiska effekter, risken för ”pay for luck” minskar.

Taktiskt val av jämförelseobjekt

Jiang, Yi – Ngyen, Thanh, California State University

***Compensation Peer Groups: A Comparison of ExecuComp and Non-ExecuComp Firms* (FMA)**

Författarna visar att när företag väljer en grupp av andra bolag att jämföra sig med, utifrån karaktäristika som bransch, storlek, organisatorisk komplexitet och relationer till kapitalmarknaden, så finns det också utslag av opportunism. Det visar sig att företag väljer att jämföra sig med bolag som ersätter sina VD:ar med i medeltal 7,8% mer. För varje procentenhet som jämförelseföretagen ligger över det egna bolaget tenderar den egna VD-ersättningen att öka med en halvprocentenhet.

Vikten av jämförelsegrupp

Çolak, Gonul, Hanken School of Economics – Yang, Jun, Indiana University – Ye, Pengfei Virginia Tech

***Compensation Contagion: The Role of Peer Benchmarking* (SSRN)**

Författarna undersöker hur tendenser att höja ersättningarna för VD:ar sprider sig; de talar om det som en "smitta" (contagion). Denna smitta sprider sig, menar de, längs tre kanaler. För det första kan det för stora firmor (i gruppen SP500) röra sig om direkt konkurrens om en liten grupp av topprankade ledningstalanger, som leder till att ersättningarna trissas upp. Det kan då vara starka ägare som medvetet bjuder över varandra. I kanalen som författarna kallar "star chasing" är det snarare VD:n som är drivande och kompletterar den grupp som företaget använder som jämförelseunderlag för ersättningspaketen med företag som ligger högre och på det sättet driver upp ersättningen. Den tredje och vanligaste kanalen, eller kanske orsaken till höjningar – här kan man verkligen tala om smitta - ligger i att höjningar inom ett område sprider sig till andra genom kedjor av "peer to peer groups" över marknaden. Ingen av de tre kanalerna ger av någon anledning aldrig någonsin upphov till sänkningar av ersättningen.

RPE: jämför inte äpplen och päron

Gerald Lobo, University of Houston - Michael Neel, dito - Adrienne Rhodes, Texas A&M University

***Accounting Comparability and Relative Performance Evaluation in CEO Compensation* (SSRN)**

Relative Performance Evaluation (RPE) har under de senaste två decennierna blivit allt vanligare verktyg för företag som underlag till chefsersättningar. Men sådana jämförelser kan grundas på olika måttal: bokföringsmässiga värden eller värden satta av marknaden. Författarna menar att bokföringsmässiga värden ger en mer stabil grund att jämföra, därför att de bättre avspeglar neutraliserar branschgemensam risk och oförutsedda branschgemensamma händelser. Det gäller därför, vilket allt fler gör, att noga välja bolag att ingå i jämförelsegruppen som har en likartad redovisning.

Utvärdering med och utan tävling

Wruck, Karen H., Ohio State University - Wu YiLin,^[1]^[SEP]National Taiwan University

Do CEOs Make Their Own Luck? Relative versus Absolute Performance Evaluation and Firm Risk (SSRN)

Författarna jämför RPE, relative performance evaluation, med APE, absolute performance evaluation. Den förra bygger på företagets (och VD:s) måluppfyllnad i förhållande till en jämförelsegrupp, medan den senare är en utvärdering av måluppfyllnad utan jämförelser med andra företag. Det visar sig i det stora urvalet av företag över en period av 17 år att företagen kan växla mellan de två modellerna. Vilken modell för utvärderingen företaget väljer påverkar hur VD:n agerar för att maximera sin ersättning. Skillnaden är att RPE sätter upp utvärderingen i form av en tävling. VD:ar är ofta tävlingsmänniskor och en på det sättet ordnad utvärdering utlöser vinnarskallarnas tävlingslust. Det typiska i sådana situationer (som kan jämföras med Lazears turneringar) är att de tävlande tar högre risker. Det innebär att RPE i regel medför högre risk för företagen. APE inrymmer inte tävlingsmomentet man mot man. APE triggar i stället ett följa-John-beteende och ett konservativt undvikande av särskilda risker. Författarna undersöker också hur ersättningarna betalas ut. Det sker långt ifrån alltid i form av aktier eller optioner; cash är ganska vanligt. Det senare medför betydligt mindre risktagande än optioner, bekräftar undersökningen. Tidsfaktorn visar att bonusar som faller ut efter kort tid för med sig mindre risktagande medan långsiktiga mål, rätt satta, för med sig ett ökat risktagande.

Jämförelser och risktagande

Wruck, Karen H., Ohio State University – Wu, YiLin, National Taiwan University

Relative Performance Evaluation and CEO Risk-Taking (FMA)

RPE, Relative performance evaluation, innebär utvärdering av en CEO:s prestation i förhållande till externa jämförelseobjekt, en peer group eller något publikt, fastställt index. Avsikten är att få ett utvärderingsinstrument som filtrerar bort effekter av ”tur”. (Utvärdering som tar fasta på målsättningar inom företagets egen verksamhet kallas för APE, absolute performance evaluation. En sådan utvärdering har svårare att undvika effekter av till exempel tur. RPE är vanligare hos större bolag och hos bolag i starkare konkurrens.

Men frågar sig författarna till detta paper, hur påverkar RPE VD:s riskaptit? Det visar sig att RPE får VD:ar att ta större specifika risker (det gäller att lyfta fram det egna!) medan systematisk, t ex branschgemensamma risker minskas tonas ned. Det är främst större bolag, och bolag som inte har så stora tillväxtpotentialer och som verkar i starkt konkurrenspräglade marknader som använder RPE. Prestationsmått som kommit fram i det sammanhanget tonas ned vid bestämningen av VD:s ersättningar. Hos bolag som använder RPE tycks detta medföra ett incitament för VD att undvika att föra fram dåliga nyheter och att gärna komma med positiva nyheter som påbröd i samband med utvärderingen, vilket naturligtvis är en form av manipulation, earnings management.

SOP, Say-on-Pay

SOP: en oprecis lösning på ett politiskt problem

Mason Stephani A., DePaul University, Medinets, Ann F. Rutgers Business School – Palmon, Dan, dito
Say-on-Pay: Is Anybody Listening? (SSRN)

Författarna hänvisar till en utbredd uppfattning att företagsledare är för högt betalade. Är då SOP ett sätt att åtgärda detta? De konstaterar att forskningen om SOP visar mycket varierande resultat. Somliga forskare anser att SOP är verkningslöst, medan andra menar att omröstningar har påverkan. Den skiftande bilden kan bero på skiftande kontexter i olika länder, både vad gäller regelverk och kultur. Artikeln tecknas SOP:s utveckling i de 41 OECD länderna, diskuterar skillnader mellan SOP som kommit genom aktieägarinitiativ och sådan som kommit genom lagstiftning, och mellan beslutande och rådgivande SOP. 25 av de 41 länderna stadfäster SOP genom lag eller genom börsregler, 8 länder rekommenderar det, och 8 länder har lämnat frågan öppen. 31 länder har en ordning för SOP, varav 14 är bindande och 11 rådgivande. Men det är ändå mycket oklart vilka problem SOP ska lösa och vad som är ett bra resultat av en sådan omröstning, menar författarna.

SOP är ett uttryck för en politisk intervention i hur företag skall styras och betraktas av de stora investerarna som ett ovälkommet inslag. När de röstar med styrelsen är det snarast ett sätt att betona sin tilltro till styrelsens förmåga att kontrollera än en uppskattning av ersättningarna som sådana. Missnöje mer ersättningarna borde yttra sig i missnöje och utbyta av styrelsen. Men det verkar som om SOP har lett till lite mer kontakt mellan företagsledning och styrelse å ena sidan, aktieägare å den andra, även om SOP har inte fått bukt med de stigande ersättningarna. De många aktieägarna har emellertid inte låtit sig stimuleras till större aktivitet och kontroll genom SOP. De stora aktieägarna utövar inte heller sin makt på det sättet. Kanske ett bättre sätt att lösa det politiska problemet vore en lagstiftning som direkt begränsade ersättningarnas storlek, men det kanske inte vore den ekonomiskt bästa lösningen. 66% av styrelseledamöter i ett urval av stora bolag ansåg att SOP inte lett till ”rätta ersättningar”, enligt en undersökning av PwC:s Government Insights Center.

Rådgivande SOP fungerar!

Correa, Ricardo, Federal Reserve Board – Lel, Ugur, Virginia Tech

Say on Pay Laws, Executive Compensation, CEO Pay Slice, and Firm Value around the World (SSRN)

Författarna tar avstamp i marknads- och makthypoteserna. Den första betonar att de ersättningarna till VD:ar är resultat av regelrätta, informerade förhandlingar mellan oberoende parter på marknaden för ledningstalang. För att skapa ytterligare legitimitet för sådana förhandlingar har aktieägarnas position

stärkts genom införande av Say-on-Pay, SOP, vilket innebär att bolagsstämman ska yttra sig, beslutande eller rådgivande, om ledningens ersättningar. Ett sådant regelverk infördes i UK 2006 har sedan tillkommit i 11 andra länder, däribland USA 2010.

Men hur effektivt är SOP? Huvudskälet för sådana regler är att beskära de alltför höga topplönerna och knyta dem till tydliga prestationer i olika avseenden. Förespråkarna menar att det kan ge råg i ryggen för styrelser i förhandlingar med starka VDar, minska de totala ersättningarna, öka kopplingen mellan företagets resultat, aktiernas värdeutveckling och ersättningarna. Kritikerna påpekar att SOP kan medföra suboptimala ersättningspaket och negativa effekter på värderingen av företaget, vilket förstör värde för aktieägarna. SOP kan också öppna för politiskt drivna initiativ. Nestorn på området, Kevin Murphy, anser att sådana regler naturligtvis har vissa effekter på ersättningsprocesserna, men också betydande negativa följdverkningar.

Författarna ser i sin text på tre konsekvenser av SOP: 1. Inverkan på ersättningarna till VD, vilket är meningen, 2. VD:s andel av ledningens ersättningar (CEO slice, en inte avsiktlig effekt) och 3. Värderingen av företaget.

Resultatet av en stor undersökning som omfattar 103 000 observationer i 39 länder är att företag som genomfört SOP faktiskt har lägre ersättningar till VD och en mer långsam stegring av ersättningarna, mer knuten till företagets utveckling. 2. SOP medför att en relativt sätt mindre andel av ledningens totala ersättning går till VD. 3. Företag i länder med SOP har i vissa fall en gynnsam värdeutveckling, om VD:s ersättningsandel tidigare varit stor. 4. En fjärde observation gäller formen av SOP. De gynnsamma effekterna, som beskrivits i punkt 1–3 föreligger bara i de företag som tillämpar rådgivande SOP. Beslutande SOP har, enligt författarna, mycket svagare effekter.

Ja, SOP funkar!

Collins, Denton – Marquardt, Blair B. – Niu, Xu, Texas Tech University

***CEO Equity-based Incentives and Shareholder Say-on-pay in the U.S.* (FMA)**

Författarna visar på grundval av kvantitativa data att aktieägarna, som vid stämman får tillfälle att säga sin mening om företagsledningens, inte bara VDs, ersättningar, både förstår innebörden av och värdesätter sådana ersättningsprogram, som relaterar ersättningarna till aktiens utveckling. Det kopplar samman utvecklingen av ledningsgruppens förmögenhet med värdet av ägarnas investering. Att få tillfälle att yttra sig om ersättningsprogrammen uppskattas av många aktieägare och stärker legitimiteten hos Dodd-Frank som regelverk. Aktieägarna vill också i allmänhet se en koppling mellan de ledande befattningshavarnas ersättningar och företagets riskaptit så att ett högre, men fortfarande balanserat risktagande premieras.

Say-on-Pay-utslag påverkar även konkurrenterna

Denis, Diane K., Univ of Pittsburgh – Jochem, Torsten, Univ of Amsterdam – Rajamani, Anjana, Erasmus University

Compensation Benchmarking and The Peer Effects of Say on Pay (FMA)

Författarna visar att om ett styrelseförslag till ersättningsprogram i ett företag får ett negativt mottagande av aktieägarna, så påverkar det även konkurrenterna i branschen och i grannskapet. Benägenheten för att föreslå vad som kan uppfattas som överdrifter i ersättningsprogrammen minskar. Man vill undvika den publicitet som ett nederlag eller en stark minoritet mot ett styrelseförslag medför.

Pay ratio blir att räkna med!

Crawford, Steven S., University of Houston – Nelson, Karen K., Texas Christian University – Rountree, Brian R., Rice University

Mind the Gap: CEO-Employee Pay Ratios and Shareholder Say-on-Pay Votes (SSRN)

Författarna ställer frågan om förhållandet mellan VD:s lön och medianen av de anställdas som SEC från 2018 obligatoriskt kräver information om av företagen, är en värdefull information i samband med genomförande av SOP. De finner utifrån genomgångar av SOP omröstningar i banker, att de företag där VD:s ersättning är särskilt hög i förhållande till de anställdes får fler negativa röster. Institutionella ägare och rådgivare, som agerar på stämmorna för sina uppdragsgivare (proxy voters), värdesätter information om den relativa lönen och rustar sig för att agera utifrån den. Den blir en faktor att räkna med, menar författarna.

Styrelsen

Aktivt styrelsearbete ersätter höga ersättningar

Fidrmuc, Jana och Kanoria, Swati, University of Warwick

Hedge Fund Activism and CEO Compensation (SSRN)

Författarna har studerat hur VD ersättningar förändras av att en aktivistfond får en dominerande ägarroll. 244 företag med denna erfarenhet har valts ut och jämförs med en kontrollgrupp med lika många företag utan aktivister i ägarkretsen. De studerade företagen hade före aktivistfondens inträde en högre och mer rörlig ersättning än kontrollgruppen. Efter det att aktivistfonden kommit in sänktes ersättningarna till samma nivå och rörlighet som kontrollgruppen. Författarna menar att resultaten visar att höga incitament eller mer aktivt kontrollerande styrelsearbete är substitut.

Är styrelseledamöter överbetalade?

Dah, Mustafa A., Lebanese American University – Frye, Melissa B., University of Central Florida

Is Board Compensation Excessive? (SSRN)

Baserat på en modell av ”normal” ersättning till en styrelseledamot har författarna beräknat hur stor andel av sådana som är över- respektive underbetalade. De finner att fler hör till den första än till den andra kategorien. De överbetalade får i genomsnitt 60 000 dollar över den normala ersättningen medan de underbetalade fick ungefär 33 000 dollar under. Sett över undersökningsperioden har andelen överbetalade minskat, vilket har att göra med att arbetsbördan faktiskt ökat för ledamöter i styrelserna. De som är överbetalade brukar hänvisa till att deras kontrolluppgift (agency-problemet) är särskilt angelägen och komplicerad. Att minska styrelsearvodena är inte populärt bland styrelseproffsen. Det motståndet betraktas av forskarna som ett uttryck för ”befästa positioner” (*entrenchment*) och ”old boy’s networks” och är inte i aktieägarnas intresse.

Är styrelsearvoden resultatberoende?

Pham, Duong T., Georgia Souther University

Compensation of Newly Formed Board of Directors: Evidence from Corporate Spinoffs (FMA)

Författaren har studerat företag som knoppats av från större bolag och som därför behöver sätta upp en helt ny styrelse. Hur kompenseras ledamöterna i denna? Det visar sig att ledamöterna i en sådan nyskapad styrelse i regel får signifikant högre ersättning än i motsvarande, äldre bolag om bolaget har en av moderbolaget oberoende VD. Skillnaden i ersättning suddas ut om VD har eller har haft en motsvarande roll i moderföretaget. Kan man fritt komponera den nya styrelsen och välja en VD utifrån så minskar

risken för alltför täta vänskapsband mellan VD:n och den styrelse som skall övervaka och kontrollera honom, även om de använder liknande parametrar för att beräkna ersättningen.

Höga styrelsearvoden motverkar korruption!

Burns, Natascha A., Kapalczynski, Anna & Wald, John, University of Texas San Antonio

***Can Director Compensation Mitigate the Negative Effects of Corruption?* (FMA)**

Författarna har undersökt arvoden till oberoende styrelseledamöter i olika länder, som i olika grad lider av korruption. Det finns ett samband, skriver de, mellan graden av korruption och arvodenas storlek: ju mer korrupt samhället anses vara, desto högre är arvoden. Detta kan tolkas på två sätt: antingen är de höga arvoden ett uttryck för korruptionen, dvs ett oegentligt sätt att tillägna sig resurser, eller så är de ett uttryck för kamp mot korruptionen. I så fall har styrelseledamöterna, som får höga arvoden, mer att förlora på att missköta sitt uppdrag, än om arvoden var lägre. Frågan prövas genom studium av tre parametrar, värderingar i samband med företagsköp, känslighet för skiften på VD-posten och företagets totala värde. I alla tre fallen påverkar samhällets grad av korruption på ett negativt sätt, men i alla tre är inverkan av höga styrelsearvoden en positiv faktor, som motverkar korruptionen.

Främling i styrelsen minskar kompetensen

Hooghiemstra, Reggy, University of Groningen – Hermes, Niels, University of Groningen – Oxelheim, Lars, University of Lund – Randøy, Trond, University of Agder

***Strangers on the Board:^{SEP}The Impact of Board Internationalization on Earnings Management* (FMA)**

Författarna har på grundval av ett urval av företag mellan 2001 och 2006 studerat sambandet mellan att ha en utländsk ledamot i styrelsen och tecken på tillrättalagd redovisning i syfte att öka ledningens ersättningar, s k earnings management. De finner att en utländsk ledamot, som inte kan språket och som inte är bekant med de nationella redovisningsreglerna och bruken, drar ned styrelsens förmåga att kontrollera ledningens agerande. Kreativiteten (earnings management) ökar och den finansiella redovisningen blir sämre. Det hindrar inte att en utländsk ledamot kan tillföra kapacitet i andra hänseenden, som till exempel kännedom om främmande marknader. De kan också bidra till att bryta ett osunt kamaraderi inom styrelsen om ledamöterna är hämtade från gemensamma kretsar.
