

# Rörlig ersättning till vd – vad säger forskningen?

*Rörliga ersättningar till näringslivets ledande befattningshavare har blivit allt vanligare de senaste åren. I finanskrisens och ett flertal företagskandalers kölvatten har dock en bred debatt uppstått om incitamentsprogrammets effektivitet. Till kritikerna hör den svenska borgerliga regeringen som lanserat ett totalstopp för bonusprogram i statliga bolag. Men vad säger egentligen forskningen om rörliga ersättningar till vd? I den här artikeln sammanfattar vi teorier om incitamentsprogram till ledande befattningshavare, deras funktion och syfte samt vad vi empiriskt vet om deras effekter. Baserat på lärdomar från forskningen redogör vi även för vår egen syn på hur incitamentsprogram bör utformas i form av konkreta rekommendationer.*

Under det senaste kvartseket har rörlig lön, t ex bonus, aktie- eller optionsbaserad ersättning, blivit en alltmer betydelsefull del av företagsledares ersättning i hela västvärlden. Till exempel utgjorde den rörliga lönen på 1980-talet ca en tredjedel av amerikanska storföretagsledares ersättning medan den i dag uppgår till ca nio tiondelar. Även i Sverige har rörliga ersättningar blivit vanligare på senare år. Parallellt med denna utveckling har företagsledarnas totala inkomster växt snabbare än den genomsnittlige löntagarens. Roine och Waldenström (2008) visar hur detta ligger i linje med en övergripande trend sedan 1980-talets början där svenska toppinkomsttagare har blivit relativt sett mer välbetalda. En sådan ökning av inkomstklyftorna kan naturligtvis tyckas oroväckande och har lett till ett ifrågasättande av det rimliga i såväl nivån som sammansättningen av företagsledarnas kompensationspaket.<sup>1</sup> Även om det har gjorts akademiska försök att uttala sig om nivåerna (se exempelvis Bebchuk och Grinstein 2005 eller Kaplan och Rauh 2009) har tonvikten legat på att förklara kompensationspaketets sammansättning. Denna består i princip av fast lön, prestationsbaserad ersättning, pensionsavsättningar och övriga förmåner. Alla komponenter är viktiga och kan i någon mån ersätta varandra. Fokus i den här framställningen ligger på den rörliga lönen.<sup>2</sup>

Vilken betydelse har då rörliga ersättningar för vd:s prestationer och i förlängningen företags utveckling? Trots en betydande mängd forskning finns ännu inget entydigt svar på den frågan. Anledningarna är flera. På det

## JOAKIM BÅNG OCH DANIEL WALDENSTRÖM

Joakim Bång är doktorand i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Han forskar om bolagsstyrning.  
Joakim.Bang@hhs.se

Daniel Waldenström är docent i nationalekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm och verksam vid Institutet för Näringslivsforskning. Han forskar om inkomst- och förmögenhetsfördelningsfrågor. Daniel.Waldenstrom@ifn.se

Vi tackar Henrik Jordahl, Magnus Henrikson, Lars Oxelheim, Jonas Vlachos och Jan Wallander för kommentarer samt Kevin J Murphy för data över amerikanska vd-ersättningar. Vi tackar även Gustaf Douglas Entreprenörsforskningsprogram vid IFN och Jan Wallanders och Tom Hedelius Stiftelse för finansiellt stöd.

<sup>1</sup> Regeringen lanserade t ex i mars 2009 ett stopp för rörlig lön till ledande befattningshavare i statliga företag (Näringsdepartementet 2009).

<sup>2</sup> Se exempelvis Sundaram och Yermack (2007) för en diskussion om pensionsavsättningar och Rajan och Wulf (2006) för en diskussion om övriga förmåner.

empiriska området saknas fortfarande tillräckligt bra dataunderlag. Dessutom föreligger avsevärda metodproblem eftersom varje företag självt väljer just den nivå på incitamentslöner som de tror maximerar företagets värde, precis som de väljer en för dem avpassad nivå av investeringar i marknadsföring. Då företag är olika kommer också deras incitamentssystem att vara det och därför är det svårt (om inte omöjligt) att finna ett statistiskt samband mellan företagets utveckling och andelen rörlig lön eller investeringar i marknadsföring. Av detta följer dock inte att incitamentsbelöning eller investeringar är oviktiga (Demsetz och Villalonga 2001).

Även på det teoretiska planet finns en pluralism i hur vd:s drivkrafter och ersättningar kan förstås. För ungefär tjugo år sedan uppstod en akademisk kritik mot vad som ansågs som alltför rigida lönestrukturer till företagsledare. Vissa liknande vd:ars huvudsakligen fasta ersättningar vid ”byråkratlöner”, vilka knappast uppmuntrade till entreprenörskap (t ex Baker m fl 1988; Jensen och Murphy 1990). På senare år har forskare även börjat kritisera de rörliga ersättningarna. I första hand har kritiken inriktats på de praktiska problem och avarter som observerats, men även alternativa teoretiska synsätt om vilka motiv som driver en vd har föreslagits (t ex Bebchuk och Fried 2003, 2004; Frey och Osterloh 2005; Jensen m fl 2004).

I denna artikel ämnar vi beskriva forskningen om rörlig ersättning till vd i marknadsnoterade företag.<sup>3</sup> Vi inleder med en genomgång av vilka sorters ersättningar detta handlar om samt deras ungefärliga utbredning i Sverige i dag och hur den ter sig i både ett historiskt och internationellt perspektiv. Därefter presenterar vi först de teoretiska modeller som motiverar användandet av incitamentslöner och sedan de modeller som ifrågasätter deras användbarhet. Empiriska belägg för och emot rörliga ersättningar beskrivs genomgående. Då datatillgängligheten generellt sett är större i USA berör de flesta studierna amerikanska förhållanden. Detta kan vara problematiskt eftersom det finns institutionella och kulturella skillnader mellan USA och Sverige. Bland annat är det i Sverige vanligare med röstdifferentierade aktier och därmed ett mer koncentrerat ägande. Dessutom anses amerikanska vd:ar generellt sett ha större inflytande över styrelsen. Trots skillnaderna tror vi att de amerikanska studierna är illustrativa. Avslutningsvis lämnar vi ett antal rekommendationer till dem som vill utforma ett incitamentsprogram.

## 1. Vd-ersättningsstruktur och utbredning i Sverige

### *Hur betalas vd?*

Det finns i dag ett flertal olika varianter av kompensationspaket som praktiseras i svenskt och utländskt näringsliv. Den exakta kombinationen skiljer sig dock förhållandevis kraftigt åt mellan företagen.

<sup>3</sup> De ersättningsprogram vi beskriver omfattar typiskt sett även ett varierande antal andra anställda. 2008 omfattade t ex Investors program 21 personer och Scantias upp till 150 personer.

*Fast lön.* Grunden i vd:s ersättning är den fasta lönen.

*Bonus.* Den i Sverige vanligaste formen av rörlig ersättning till vd är det som ofta kallas för bonus, dvs en extra kontantlön som typiskt sett betalas ut på årsbasis. En bonus kan utformas på olika sätt, ibland som en andel av vinsten (tantiem) och i andra fall relaterad till indirekta mått baserade på bokföring eller aktiekurs. Även subjektiva bedömningsgrunder förekommer, ofta i form av att styrelsen gör en egen värdering av vd:s prestation. Storleken på bonusen är ofta begränsad i form av en maximal andel av den fasta lönen, t ex 60 procent.

*Aktier och optioner ("långsiktiga incitamentsprogram").* Företag erbjuder även aktier och optioner till vd. Dessa kallas ibland för långsiktiga incitamentsprogram eftersom aktierna eller optionerna typiskt sett inte kan säljas eller pantsättas under en specificerad tidsperiod. Men i många fall saknas sådana regler om försäljning varför aktier och optioner till vd inte generellt kan betraktas som långsiktig ersättning. Liksom bonus sker tilldelningen av aktier och optioner ofta utifrån uppfyllelse av vissa utställda verksamhetsmål.

*Pension och övriga förmåner.* Vid sidan av den fasta lönen, bonus och olika aktiebaserade ersättningar förekommer ytterligare former av kompensation till vd. En viktig sådan är *pension*, vilken vanligen ger vd rätt till en del av sin lön efter en viss ålder (t ex 60 år) ofta livet ut. *Avgångsvederlag* utgår utifall vd sparkas, typiskt sett upp till två årslöner. Dessutom får vd en rad förmåner som t ex bostad, sjukvårdsförsäkring, städhjälp och tjänstebil.

### *Svenska vd-löner i historiskt och internationellt perspektiv*

Kunskapen om rörliga ersättningar till ledande befattningshavare i Sverige är högst begränsad eftersom ingen systematisk datainsamling skett inom detta område. Vi vet därför inte exakt hur omfattande dessa ersättningar är, hur de är strukturerade eller ens om de verkligen blivit vanligare på senare tid. Trots det innehåller detta avsnitt en presentation av det lilla vi vet om den historiska utvecklingen och situationen i Sverige i dag.

Rörliga ersättningar är inget nytt fenomen. I Nordisk familjebok från 1891 står att läsa följande om tantiem: "andel i vinsten, den med vissa procent å ett affärsföretags nettovinst utgående inkomst, hvilken tillfaller en eller annan person, som medverkar vid företaget. Tantiëmer pläga tillräknas affärs- och fabriksdisponenter, godsförvaltare osv i syfte att sporra deras intresse för högsta möjliga nettovinsts åstadkommande."

Tyvärre vet vi lite om hur utbredda tantiem varit som lön till svenska företagsledare historiskt sett. På en anekdotisk nivå vet vi åtminstone att de använts under hela 1900-talet. Betydligt mer vet vi om incitamentslönernas historiska utbredning i USA. I en ny översikt av amerikanska vd-ersättningar sedan 1930-talet visar Frydman och Saks (2008) hur incitamentsprogrammen försvann från marknaden efter depressionen för att sedan stegvis återkomma under efterkrigstiden. Redan på 1960-talet hade en majoritet av börsbolagsdirektörerna optionsprogram, dock i liten skala utan större

	Sverige					USA			
	Gardell och Sandberg (2006)	Oxelheim m fl (2008)	Oreland (2008)	Bång (2006)		Fernandes m fl (2008)		S&P 500 (Kevin J Murphy 1999)	
	Bonus	Bonus	Bonus	Bonus	Aktier, optioner	Bonus	Aktier, optioner	Bonus	Aktier, optioner
Perioder:									
1993–95	20							28	47
1998–2001	19							16	63
2003–05	22	26		30	5			28	57
Enstaka år:									
2002	22	17						19	66
2003	18	19		25	5			27	57
2004	22	27	25	34	4			27	58
2005	26	32		33	5			30	55
2006		29				19	1	26	57
2007								24	61
Antal bolag	12–26	83–131	196	20		97		471–499	

Tabell 1  
Andel rörliga ersättningar av total vd-lön i Sverige och USA, 1993–2007 (%)

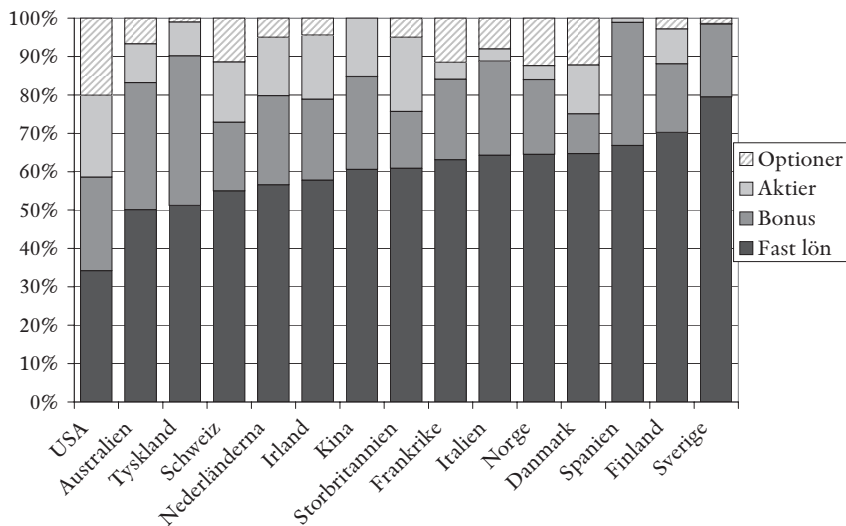
Anm: Med ”bonus” menas andelen kontant rörlig ersättning och ”Bonus, aktier, optioner” står för summan av bonus och nuvärdet av utestående aktie- och optionsprogram (se avsnittet ”Hur betalas vd?”).

betydelse för den totala lönen. I takt med aktiemarknadens tillväxt på 1980-talet började dock rörliga ersättningsars betydelse att stiga kraftigt. Från att ha utgjort ungefär en fjärdedel av vd:s totala ersättning på 1970-talet utgör rörliga ersättningar i dag fyra femtedelar.<sup>4</sup>

Även i Sverige framstår 1980-talet som en brytpunkt för rörliga ersättningsars tillämpning i näringslivet. Den kanske mest välkända manifestationen av denna brytpunkt var den s k pilotskolan, som utgjordes av ett antal framträdande börsbolags-vd:ar som köpte stora aktieposter i det egna företaget för att på så vis understryka intressekopplingen mellan vd och ägarna (Wallander 1989). Meyersson (1993) studerar 28 börsnoterade ”krisbolag” under år 1985. Hon finner att rörliga ersättningar till ledningen var vanligt förekommande och att de nästan uteslutande utgjordes av bonus och aktieprogram. Konvertibla skuldbrev och optionsprogram till såväl ledning som övrig personal växte också i omfattning under 1980-talet (Sköldbrand 1988).

I tabell 1 har vi sammanställt uppgifter över storleken och utvecklingen av rörliga ersättningar till vd i svenska börsbolag sedan 1990-talets början. Uppgifterna kommer från olika studier som skiljer sig från varandra

<sup>4</sup> Orsakerna till varför incitamentsprogram blivit vanligare (i USA) på senare år är lika många som omdiskuterade. Några av de mest kända, varav några diskuteras längre fram i denna artikel, är: vd:s ökade inflytande över styrelsen (t ex Bebchuk och Fried 2004), ökad konkurrens om chefstälanger (t ex Terviö 2008), aktiemarknadens värdeökning (t ex Gabaix och Landier 2008) samt den ökade risken för vd att bli sparkad (Kaplan och Minton 2006).



Figur 1  
Vd-löners sammansättning i 15 länder  
2006

Källa: Fernandes m fl (2008, tabell A1).

i flera avseenden, främst i underlagets storlek. Jämförbarheten är därmed inte perfekt och resultaten bör tolkas försiktigt. Tabellen visar att årsbonus utgjorde ungefär en femtedel av svenska vd:ars totala lön på 1990-talet och att denna andel ökat något sedan dess; bonus utgjorde ungefär en tredjedel kring 2005 om man bortser från Fernandes m fl (2008) som finner betydligt lägre bonusandelar.<sup>5</sup> Betydelsen av aktier och optioner förefaller blygsam. I Bångs (2006) studie utgör aktier och optioner ungefär fem procent av den totala ersättningen medan årsbonus utgör ca 30 procent.

I en internationell jämförelse framstår Sverige som ett land med relativt modesta rörliga vd-ersättningar. I diagram 1 jämförs strukturen på vd-löner i 15 industrialiserade länder, baserat på data som samlats in av en brittisk konsultfirma och som analyseras i Fernandes m fl (2008).<sup>6</sup> Bilden visar att Sverige har lägst andel bonus och andra incitamentslöner (20 procent) av alla dessa länder medan andelarna ligger kring 40 procent i genomsnitt. Noteras bör dock att denna svenska andel ligger markant under de andra uppskattningar av andelen som gjorts för Sverige (se tabell 1). Också i sammansättningen av rörliga ersättningar finns stora internationella skillnader. Medan bonus är viktigast i Sverige, Tyskland, Spanien och Italien är i stället aktier och optioner viktigast i USA, Storbritannien och Schweiz.

<sup>5</sup> En liknande slutsats om incitamentsprogrammets ökade betydelse i Sverige under 1990-talet (utifrån än mer spridda observationer) dras av Söderström m fl (2003).

<sup>6</sup> Även om jämförbarheten mellan länder i termer av definitioner är god torde skillnaden i storleken på ländernas företagspopulationer vara ett stort problem. Flest företag, 1271 stycken, observeras för USA medan endast sju stycken danska och åtta kinesiska företag ingår. Representativiteten kan därför vara bristande i vissa länder. Den betydligt högre genomsnittslönen i Danmark än i Sverige (med 97 företag) antyder att större företag kan vara överrepresenterade.

## 2. Argument för användandet av rörlig ersättning

De centrala problem som incitamentsprogram är ämnade att lösa kallas för agentproblem (Jensen och Meckling 1976). Dessa uppstår när en uppdragsgivare kontrakterar en agent för att utföra en viss uppgift vars fullgörande är svårt att övervaka och utvärdera. Därmed kan kontraktet inte skrivas på själva uppgiftens utförande utan måste baseras på något indirekt mått (proxymvariabel). Problemen uppstår i den mån kontraktet ger agenten utrymme, eller rentav indirekt uppmuntran, att agera på ett sätt som inte är i enlighet med uppdragsgivarens intressen. I vårt fall är uppdragsgivaren ett företags ägare, eller styrelse, och agenten dess vd eller företagsledning. Ägarna saknar i regel både tid och kompetens att sköta företagets dagliga affärer och lejer därför en vd för detta ändamål. Om vd endast är intresserad av sin lön, och denna lön är fast, kommer hon till skillnad från ägarna inte att ha något intresse av att öka företagets värde. Om vd:ns ersättning däremot görs känslig för förändringar i detta värde kan hennes incitament närmas ägarnas och agentproblemet i någon mån överbryggas. Till exempel kan detta ske genom ett optionskontrakt eller, mer drastiskt, genom att avskeda vd:n vid en dålig värdeutveckling. Argument av detta slag utgör kärnan i den akademiska litteratur som pekar på fördelarna med incitamentsprogram.

Åtskilliga empiriska studier har analyserat relationen mellan vd-ersättningar och företagets utveckling. De flesta av dessa har funnit att sambandet är både positivt och signifikant. Det beror till stor del på den mekaniska kopplingen mellan ett företags marknadsvärde och den del av vd-lönen som kommer från aktier eller optioner knutna till företaget.<sup>7</sup> Betydligt svårare har det visat sig vara att koppla incitamentsstrukturen i vd:s ersättningar, och indirekt vd:s ansträngning, till företagets lönsamhet. Margiotta och Miller (2000) har försökt mäta incitamentskontraktens effekt på 34 företag under en lång tidsperiod (1948–1977) och de finner att kontrakten genererar ett mervärde i de företag där de använts. Habib och Ljunqvist (2005) finner att företag där vd äger relativt många företagsaktier också är relativt högt värderade på marknaden, men effekten är omvänd för vd:s optionsinnehav. I en viktig studie visade Hall och Liebman (1998) hur vd:s lön under 1990-talet växte i takt med det egna företagets aktievärde men konstaterade samtidigt att detta i hög grad sannolikt drevs av att hela aktiemarknaden ökade i värde.

### *Rörlig ersättning får vd att anstränga sig hårdare*

Agentproblemen kan yttra sig på olika sätt. Det kanske mest uppenbara har att göra med ansträngning. I de modeller som betonar detta är ansträngning definitionsmässigt oangenämt. För en vd med fast lön är det optimalt att bara anstränga sig tillräckligt mycket för att behålla jobbet. Ägarna skulle i princip vara beredda att betala henne mer om hon ansträngde sig lite till, men eftersom ansträngning är svår att observera och därmed kon-

<sup>7</sup> Se Murphy (1999) och Becht m fl (2002, avsnitt 7.5) för översikter.

traktera är detta inte möjligt. I stället låter ägaren kontraktet baseras på verifierbara mått som antas samvariera med graden av ansträngning, t ex företagets börsvärde eller vinst. Genom att låta en del av vd:ns ersättning bero på börsvärdet ges hon incitament att jobba hårdare, vilket ökar produktiviteten.

### *Rörlig ersättning kan begränsa vd:s privata resursutnyttjande*

Andra modeller betonar hur vd:n kan använda företagets resurser för privata syften. Det är naturligtvis enkelt att i ett kontrakt förbjuda vd att föra över företagets kassa till sitt privata bankkonto. Betydligt svårare är att detaljstyra planeringen av konferensresor, kontorsrenoveringar och företagsfester. Det behöver inte ens vara uppenbart för vd:n att hon låter sina personliga intressen påverka verksamheten. Så kallad self-serving bias är ett väldokumenterat fenomen (se exempelvis Babcock och Loewenstein 1997) som innebär att vi tenderar att uppfatta våra egna intressen som berättigade. Att privat utnyttjande av ett företags resurser verkligen förekommer och har ekonomisk betydelse dokumenteras av Yermack (2006a). Han finner bl a att vd:s medlemskap i avlägsna golfklubbar samvarierar starkt med hennes utnyttjande av företagets flygplan. Liknande resultat konstateras av Grinstein m fl (2008) i deras studie av de striktare kraven på amerikanska storföretag att redovisa vd:s privata utnyttjande av företagsresurser i samband med en regeländring år 2006.

### *Rörlig ersättning uppmuntrar vd att ta risker*

Agentproblem uppstår även när vd:n ska besluta om lovande men riskfyllda projekt. En vd som enbart har en fast lön har inte incitament att investera i sådana projekt, trots att det ligger i ägarnas intresse, eftersom eventuella vinster tillfaller ägarna men vd:n löper risken att förlora jobbet om det går dåligt. För att förmå vd:n att även investera i riskfyllda projekt kan ägarna lova henne en liten del av den eventuella vinsten inom ramen för ett incitamentsprogram.

Till saken hör även att en vd, liksom de flesta människor, ogillar risktagande. Även om vi bortser från agentproblemen skulle en vd undvika riskfyllda projekt eftersom hon ogillar risker. Ägarna har mindre emot den extra risken eftersom projekten i regel endast utgör en mindre del av deras portfölj och därför kan diversifieras bort. Denna skillnad i effektiv riskaversion gör att vd:n måste ges en större del av projektets eventuella vinst för att handla i enlighet med ägarnas intressen. Graden av riskaversion skiljer sig emellertid åt mellan personer. Har man lägre riskaversion värderar man riskfyllda incitamentsprogram högre än andra.

### *Rörlig ersättning gör vd mer lojal mot ägarna än mot andra*

Relationen till ägarna är endast en av vd:s många relationer. Hennes sociala sammanhang omfattar även anställda, vänner, politiker, konkurrenter osv. Rimligtvis uppstår ibland situationer där ägarnas intressen står i

konflikt med dessa andra intressenters, t ex när anställda ska avskedas. I de fallen syftar incitamentsprogram till att harmonisera vd:ns och ägarnas intressen och bidrar till att sådana svåra beslut kan fattas. Denna aspekt kommer sällan fram i debatten, men det är vår uppfattning att detta är en av incitamentsprogrammets viktigaste effekter. I en inflytelserik studie visar Bertrand och Mullainathan (2003) bl a hur företagsledare som verkar i företag med större skydd mot fientliga uppköp, ett hot som kan förverkligas när vd inte anses få ut mesta möjliga av sitt företag och därigenom agerat mot ägarnas intressen, tenderar att betala sina anställda högre löner och göra lägre vinster. I avsaknad av motverkande mekanismer tycks vd alltså i någon mån offra ägarnas intressen för de anställdas. I en studie av svenska företag finner Cronqvist m fl (2009) belägg för liknande mekanismer. Ju starkare inflytande ägare utanför ledningen har och ju större andel av vinsten som vd får i lön desto lägre löner betalas till de anställda i företaget.

### *Rörlig ersättning kan knyta rätt personer till företaget*

Även om agentproblemets lösning är det centrala målet för incitamentsprogrammen kan de fylla ytterligare funktioner. En sådan är att knyta viktiga personer till verksamheten. I normala fall görs det naturligtvis enklast med en marknadsmässig, fast lön men om man exempelvis vill investera i sina anställdas utbildning är det fördelaktigt om de inte direkt efter investeringen kan lämna företaget utan vidare. En vd som har insyn i organisationens affärshemligheter vill man heller inte att en konkurrent enkelt ska kunna locka över med en högre lön. Många incitamentsprogram löper över flera år och de som lämnar företaget innan programmen har löpt ut ger typiskt sett upp sina kvarvarande anspråk i programmen. Därför blir det kostsammare att lämna företaget. Det är emellertid viktigt att poängtera att man inte behöver ha en rörlig lön för att uppnå den här effekten. Alla former av villkorad och fördröjd ersättning kan användas och ett lämpligt utformat pensionsavtal skulle duga lika bra. Förmodligen är det dock enklast att arbeta in de här effekterna inom ramen för ett incitamentsprogram, om detta ändå redan används.

Ytterligare ett exempel är den selektionseffekt som träder i kraft vid rekryteringar. Eftersom ett väl designat incitamentsprogram blir värdefullt för anställda enbart då de gör värdefulla bidrag till organisationen kommer dessa program att locka personer som vet med sig att de kan göra sådana bidrag. Till skillnad från anställningsintervjuer har dåliga kandidater i den här situationen inga incitament att ljuga om sin förmåga, utan kommer självmant att söka någon annan anställning med fast lön. Genom att erbjuda en väsentlig andel rörliga ersättningar i ett kompensationspaket lockar man dessutom främst personer med relativt låg riskaversion, dvs personer vars riskattityd ligger nära ägarnas.



### 3. Nackdelar och praktiska problem med rörliga ersättningar

Den ovanstående diskussionen kan ge intryck av att incitamentsprogram är en elegant lösning på ett vanligt och annars svårlöst problem. Detta är dock en lösning som är förknippad med nya problem.

#### *Incitamentslöner är dyra*

Den mest uppenbara nackdelen med incitamentsprogram är att de är dyrare än fasta löner. Det beror på den extra finansiella risk de utsätter vd:n för, något som hon typiskt sett ogillar. Dessa risker är särskilt betungande eftersom de är avsiktliga och vd:n inte kan tillåtas försäkra sig mot dem. Därför krävs ett större kompensationspaket än om enbart en fast lön betalas ut. Murphy (1999) och Jensen m fl (2004) framhåller att optioner är en särskilt dyr ersättningsform av de här anledningarna. Vad man får för denna kostnad är en viss nivå av incitament, vilket i praktiken är en kompensationskänslighet för den egna prestationen. Vi tror att det är nyttigt att tänka på det här som om man köper incitament. Alla incitamentsprogram kostar pengar och hur mycket pengar man bör lägga på att köpa incitament varierar från företag till företag, precis som den optimala investeringen i maskiner eller marknadsföring.

#### *Rörliga ersättningar kamouflerar vd:s inflytande över sin egen lön*

Vi har tidigare i den här artikeln talat om de agentproblem som uppstår mellan ägarna och vd:n. I praktiken är det dock inte ägarna utan deras representanter i styrelsen som bestämmer vilken lön vd ska ha. Kan ägarna vara säkra på att styrelsen kommer att agera i deras och inte i vd:s intresse? Förmodligen inte eftersom det är sannolikt att de agentproblem som existerar mellan vd och ägarna även föreligger mellan ägarna och styrelsen. De flesta styrelseledamöter får exempelvis enbart fast ersättning vilket, som vi redan sett, ger upphov till ansträngningsproblem. Eftersom det är mycket enklare att bara ge vd:n den lön hon vill ha än att formulera och argumentera för ett motförslag finns det en risk att detta är vad som kommer att ske. Empiriska studier har bekräftat att styrelser där kostnaden för ansträngning kan förväntas vara högre också ger vd:n större kompensation. Ett exempel är Core m fl (1999) som finner att vd:n tenderar att få högre ersättning om styrelsen är stor (och därför mer svårkoordinerad), upptagen (i meningen att en stor andel av ledamöterna sitter i många andra styrelser) eller åldrad (en stor andel av ledamöterna är äldre än 69 år). I en studie av norska och svenska styrelser finner Oxelheim och Randøy (2005) ett liknande positivt samband mellan vd-lön och styrelsestorlek.

Ett andra skäl till agentproblem mellan styrelsen och ägarna är den lojalitet som föreligger mellan vd och styrelsen. I den mån styrelseledamöter oftare interagerar med vd än med ägarna är det troligt att en styrelseledamot upplever det som socialt oangenämt att ta strid med vd om hennes kompensationspaket. Att underlåta att se efter ägarnas intressen passerar lättare obemärkt,

förutsatt att underlåtelsen inte är för stor och ägarna inte är för välorganiserade. Hartzell och Starks (2003) finner att vd:s kompensation tenderar att vara lägre i företag där ägandet är mer koncentrerat och består av institutionella investerare (vilka generellt anses vara mer sofistikerade). Yermack (2006b) ger ytterligare belägg för hur stark lojaliteten mellan styrelse och vd kan bli, nämligen i form av generösa avgångsvederlag som genomgående mötts av negativa reaktioner på aktiemarknaden när de offentliggjorts.

Om vd:n genom någon av de ovan diskuterade mekanismerna kan förmå styrelsen att ge henne en otillbörligt hög lön har hon incitament att dölja detta för ägarna, möjligtvis med hjälp av ett svåröverskådligt incitamentsprogram. Ju mer komplicerat programmet är, och ju mindre detaljer om det som publiceras i exempelvis årsredovisningen, desto större kan kompensationspaketet göras utan att leda till en reaktion från ägarnas, de anställdas eller medias sida. Bebchuk och Fried (2003) talar om att kompensationen ”kamoufleras”. Det är alltså möjligt att komplicerade rörliga ersättnings-system är symptom, snarare än lösningar, på agentproblem inom ett företag. Bång (2006) finner i en studie av svenska företag att rapporteringen om hur vd påverkas av företagets utveckling ofta är bristfällig även då det finns välutvecklade metoder för att beräkna detta. Eftersom vd:ns riskaversion inte går att observera är de tekniska svårigheterna med att beräkna programmets merkostnader större och dessa rapporteras i princip aldrig. I Sverige är det vanligt att styrelsens förslag till vd-ersättning först har godkänts av ledningsgruppen själv, vilket naturligtvis indikerar att vd har ett direkt inflytande över sin egen ersättning (Oreland 2008).

### *Det är svårt att mäta vd:s prestationer*

Agentproblemen uppkommer eftersom det är svårt att verifiera huruvida en företagsledare agerar i ägarnas intresse. Därför tvingas ägarna att använda sig av indirekta utfallsmått, som t ex aktiekursen. Detta medför dock problem. Med en rörlig ersättning som beror på aktiekursen ett visst datum ges vd incitament att manipulera aktiekursen just det datumet, även om det skulle innebära en lägre kurs i framtiden (Aboody och Kaznik 2000). Om aktiemarknadens investerare därtill inte agerar fullt rationellt utan fokuserar på kortsiktiga kursvinster förstärks risken för att vd ska försöka manipulera aktiekursen ytterligare (Bolton m fl 2006).

Men det är inte bara aktiekurser som kan manipuleras. Incitamentsprogram baserade på bokföringsinformation kan vara ännu mer utsatta eftersom det alltid finns möjlighet för ledningen att påverka sådana mått. Det kan exempelvis göras genom att justera avskrivningstakten, men Cao och Laksmana (2007) visar hur även rena affärsbeslut såsom investeringar i forskning och utveckling kan ändras för att påverka den rapporterade vinsten. Dessutom visar Bergstresser och Philippon (2006) att företag där vd:ns ersättning i högre grad beror på bokföringsresultat oftare blir tvingade av revisorer eller myndigheter att göra om sin bokföring, vilket i typfallet innebär lägre redovisad vinst och därmed lägre lön till vd. Eftersom inci-

tamentsprogrammen generellt belönar goda resultat men underlåter att straffa dåliga resultat uppkommer även incitament att samla alla förluster vissa år och alla vinster andra. Ett nollresultat två år i rad ger antagligen ingen bonus medan en brakförlust ett år följt av en jättevinst året därpå kan göra det, även om den genomsnittliga vinsten inte förändras. Bengtsson m fl (2008) presenterar empiriska belägg för att liknande bokföringsmanipulation (periodiseringar av vinster och nedskrivningar) även förekommer i svenska börsnoterade företag, särskilt i samband med vd-byten.

Ytterligare problem med att mäta vd:s prestationer för att beräkna rörlig ersättning kommer av att de indirekta mått som används i princip alltid även påverkas av andra faktorer än vd:ns beteende. Bertrand och Mullainathan (2001) finner exempelvis att förändringar i växelkurser och oljepreiser kan ha stora effekter på vd:s kompensation trots att de rimligen inte har någonting med henne att göra. En studie av svenska börsbolag visar att förändringar i makroekonomiska variabler står för upp till 60 procent av utbetalda chefsbonusar mellan 2001 och 2005 (Oxelheim m fl 2008).

Ett sätt att minska kompensationens beroende av makrovariabler är att beräkna utvärderingsmått relativt en grupp konkurrenter. Man kommer då att belöna vd:n om hon anpassar sig bättre än sina konkurrenter till de nya förhållandena snarare än att belöna henne för de nya förhållandena i sig. Ett annat sätt är att öka styrelsens diskretion när det gäller att sätta bonusnivån. Man kan då enkelt justera den om det är uppenbart att resultatet beror mer på yttre faktorer än på vd. Nackdelen med en sådan diskretion är att de problem som uppstår i samband med vd:ns inflytande över sin egen lön sannolikt blir större.

### *Risk att vd:s inre motivation trängs undan*

All kritik av rörliga ersättningar är inte förknippad med agentproblem. Frey och Osterloh (2005) betonar vikten av belöningssystemen i formandet av en företagskultur, vilket många anser vara en av ledningens huvuduppgifter. Interaktioner mellan ledning och anställda präglas till stor del av sociala mekanismer, ömsesidighet och tillit. Frey och Osterloh redogör för ett flertal studier som betonar hur monetära incitament kan få aktörer att betrakta situationer i ekonomiskt snarare än i socialt perspektiv. Exempelvis har Gneezy och Rustichini (2000) visat hur införandet av böter för att hämta ett barn från dagis efter utsatt tid fick föräldrar att bli mindre punktliga. Den förklaring som ges är att de ekonomiska incitamenten skiftade föräldrarnas uppfattning av situationen från ett socialt perspektiv, där det centrala var att följa normer för vad som är acceptabelt beteende, till ett ekonomiskt perspektiv, där eventuella externa effekter är prissatta och individens skyldigheter reduceras till att maximera sitt eget välbefinnande.

Resultatet understryker att människors beteende styrs av såväl yttre som inre drivkrafter. Till exempel är plikt känsla, prestige, yrkesheder och tillit egenskaper som motiverar personer, inklusive företagsledare, att göra bra ifrån sig och få bekräftelse för det av andra (Ellingsen och Johannesson

2008; Falk och Kosfeld 2006; Ariely m fl 2009). Dessa drivkrafter belönas inte i bonusprogrammet och kommer därför i skymundan. I förlängningen finns en risk att en rad viktiga uppgifter, som inte uttryckligen belönas, inte kommer att utföras alls.

Det är naturligtvis vanskligt att generalisera från studier av det här slaget till utformandet av incitamentsprogram. Kultur och inre drivkrafter är abstrakta variabler som inte lätt låter sig mätas. Frey och Osterloh utgår från data från laboratorieexperiment eller situationer som den diskuterade ovan, vilka inte specifikt rör företagskultur eller incitamentsprogram. Icke desto mindre är parallellerna uppenbara och det vore ett misstag att bortse från kultur när dessa frågor diskuteras.

## 4. Lärdomar från forskningen

Vad kan vi då säga om hur incitamentsprogram bör utformas givet det vi vet om de problem de är ämnade att lösa och de svårigheter som uppstår när man försöker göra det? I detta avsnitt presenterar vi lärdomar och rekommendationer baserade på den ovan genomgångna forskningen.

### *Lärdom 1: Den fasta lönen är en central motivationskälla*

I de flesta länder utgör i dag den fasta lönen grunden i vd:s anställningskontrakt. Detta är inte nödvändigtvis ineffektivt. Till att börja med är en fast lön ett billigare sätt för företaget att ersätta vd eftersom rörliga ersättningar alltid inkluderar en riskpremie. Dessutom är den fasta lönen inte behäftad med de många praktiska svårigheter som avhandlas nedan, vilka riskerar att ge upphov till värdeförstörande beteenden hos vd och även tränga undan de sociala mekanismer och inre drivkrafter som vi vet får människor att prestera väl.

### *Lärdom 2: Olika incitamentsprogram passar olika företag*

Eftersom de agentproblem vi har diskuterat varierar i storlek mellan olika företag varierar även behovet av lösningar. Det är inte heller uppenbart att incitamentsprogram alltid är den bästa lösningen. Dels beror programmets kostnad på vd:s riskaversion och dels varierar kostnaden för alternativa lösningar. Om verksamheten är lättöverskådlig och ägandet koncentrerat kan det vara effektivare med en mer direkt övervakning och utvärdering av vd:s beslut. Därför bör andelen rörlig ersättning och programmets specifika utformning anpassas till det enskilda företaget.

### *Lärdom 3: Långsiktigheten bör stärkas i incitamentsprogrammen*

En negativ aspekt av flera incitamentsprogram som använts är att de uppmuntrar till kortsiktighet, t ex i form av att vd prioriterar att friserar företagets bokföring från år till år framför långsiktigt värdeskapande. Det finns emellertid flera sätt på vilket långsiktigheten i rörliga ersättningar kan förstärkas. Till exempel skulle bonusutbetalningar kunna delas upp på flera år så att en del betalas ut per gång. Om företaget börjar utvecklas sämre kan

då resterande bonus frysa inne innan utvecklingen åter når upp till tidigare ”högvattenmärke”.<sup>8</sup> Kanske kan rentav återbetalningar av tidigare bonuslöner diskuteras (s k clawback provisions).<sup>9</sup> För att undvika manipulation bör incitamentsprogrammen inte heller vara beroende av kortsiktiga förändringar i aktiekursen. I stället för att låta alla optioner förfalla vid samma datum bör man sprida dem så mycket som möjligt. Man bör även se till att det alltid finns optioner som förfaller långt in i framtiden. Det kommer då inte att finnas incitament att vidta åtgärder som höjer kursen på kort sikt på bekostnad av dess långsiktiga utveckling.

#### *Lärdom 4: Yttre faktorerers inverkan bör rensas ut*

Incitamentsprogrammen bör i minsta möjliga grad vara beroende av faktorer utanför vd:s kontroll, som t ex konjunktursvängningar eller växelkursförändringar. Därför bör den underliggande tillgången i programmens optioner vara företagets aktiekurs relativt ett lämpligt index. Om aktiekursen går upp till följd av konjunkturen påverkar det inte företagets aktiekurs i relation till dess konkurrenters. Eftersom detta skulle rensa ut marknadsrisken från optionernas värde skulle det öka incitamenten för ett givet pris. Samma indexeringsprincip bör gälla om den rörliga ersättningen baseras på t ex försäljning eller vinst.

#### *Lärdom 5: Bokföringsmått är relativt lättmanipulerade*

Givet de problem som uppstår i och med användandet av indirekta prestationskriterier bör man undvika bokföringsmässiga mål vid utformningen av incitamentsprogram. I stället bör programmen baseras på aktiekursen. Bokföringsdata beaktar inte effekter som ligger långt in i framtiden. Det är dessutom enklare att manipulera bokföringsdata än att lura marknaden att ändra sin värdering av företaget.

#### *Lärdom 6: Transparensen i incitamentsprogrammen bör vara hög*

Som vi sett är det sällan företag redovisar detaljer om sina rörliga ersättningar. Denna otydlighet är problematisk av flera skäl. Förutom att den kamouflerar ledningens inflytande över den egna lönen försvårar den för ägarna att fatta beslut om rätt incitamentsprogram. Om incitamentsprogram är ett sätt för ägarna att ”köpa” incitament av vd till priset av en riskpremie (dvs högre ersättning) är det naturligt att ägarna vill skaffa sig en uppfattning om dels vad det är de köpt, dvs vilka incitamenten är, dels hur mycket de kostar företaget. Ett sätt att komma runt problemet med bristande transparens är att uttryckligen låta vd:n välja hur stor del fast respektive (subventionerad) rörlig ersättning hon vill ha. Den totala subventionen skulle då utgöra programmets kostnad och kunna observeras direkt.

<sup>8</sup> Inom hedgefonder praktiseras högvattenmärken (*high water mark*) sedan länge. Dessa innebär att om en fonds värde sjunker behöver en investerare inte betala några avgifter förrän värdet åter nått upp till nivån före fallet.

<sup>9</sup> *Clawbacks* används redan i vissa länder, t ex i USA genom Sarbanes-Oxley-lagen från 2006.

## 5. Avslutande kommentar

Det är svårt att utforma välavvägda kompensationskontrakt till företagsledare i stora företag. De uppgifter dessa ledare utför är så komplexa att det är omöjligt att vara säker på om de verkligen anstränger sig och vilka resultat deras ansträngningar har. I teorin kan detta avhjälpas med ett välutformat incitamentsprogram. Det finns dock skäl att tro att ett dåligt utformat program kan göra mer skada än nytta, exempelvis genom att kamouflera ersättningens storlek.

Lärdomarna från denna forskningsöversikt visar att det inte finns några enhetslösningar gällande utformningen av incitamentsprogram. I vissa företag och branscher är en fast, marknadsmässig lön lämpligast medan det i andra sammanhang kan behövas tydliga incitamentslösningar för att få ledningen att prestera sitt bästa. I den mån incitamentslöner används är det dock centralt att dessa baseras på utfall som är både långsiktiga och svåra att manipulera. Genomlysningen bör också vara hög i hur företagen rapporterar sina ersättningssystem till ägarna och aktiemarknaden.

Den rådande finanskrisen har lyft frågan om behovet av rörliga ersättningar högt upp på den politiska dagordningen. Än är det dock oklart i hur hög grad dessa kommer att förändras. Förhoppningsvis kommer dock näringslivets representanter att ta lärdom av såväl tidigare misstag som befintlig forskning och gå in i framtiden med ett mer balanserat och adekvat ersättningssystem till sina chefer.

### REFERENSER

- Boody, D och R Kaznik (2000), "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures", *Journal of Accounting Economics*, vol 29, s 73-100.
- Ariely, D, U Gneezy, G Loewenstein och N Mazar (2009), "Large Stakes and Big Mistakes", *Review of Economic Studies*, vol 76, s 451-469.
- Babcock, L och G Loewenstein (1997), "Explaining Bargaining Impasse: The Role of Self-Serving Biases", *Journal of Economic Perspectives*, vol 11, s 109-126.
- Baker, G, M Jensen och K J Murphy (1988), "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory", *Journal of Finance*, vol 43, s 593-616.
- Bebchuk, L och J Fried (2003), "Executive Compensation as an Agency Problem", *Journal of Economic Perspectives*, vol 17, s 71-92.
- Bebchuk, L och J Fried (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Remuneration*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Bebchuk, L och Y Grinstein (2005), "The Growth of Executive Pay", *Oxford Review of Economic Policy*, vol 21, s 283-303.
- Becht, M, P Bolton och A Röell (2003), "Corporate Governance and Control", i Constantinides, G M, M Harris och R M Stulz (red), *Handbook of the Economics of Finance*, vol 1, Elsevier, Amsterdam.
- Bengtsson, K, C Bergström och M Nilsson (2008), "Earnings Management and CEO Turnovers", i Oxelheim, L och C Wihlborg (red), *Markets and Compensation for Executives in Europe*, Emerald Group Publishing, Amsterdam.
- Bergstresser, D och T Philippon (2006), "CEO Incentives and Earnings Management", *Journal of Financial Economics*, vol 80, s 511-529.
- Bertrand, M och S Mullainathan (2001), "Are CEO's Rewarded for Luck? Those without Principals Are", *Quarterly Journal of Economics*, vol 116, s 901-929.
- Bertrand, M och S Mullainathan (2003), "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences", *Journal of Political Economy*, vol 111, s 1043-1075.
- Bolton, P, J Scheinkman och W Xiong (2006), "Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets", *Review of Financial Studies*, vol 73, s 577-610.

- Bång, J (2006), "Kartläggning och utvärdering av svenska incitamentsprogram", manuskript, Rapport till första AP-fonden.
- Cao, J och I Laksmana (2007), "The Effect of Capital Market Pressures on the Association between R&D Spending and CEO Option Compensation", Working Paper, Kent State University.
- Core, J, R Holthausen och D Larcker (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, vol 51, s 371-406.
- Cronqvist, H, F Heyman, M Nilsson, H Sväleryd och J Vlachos (2009), "Do Entrenched Managers Pay Their Workers More?", *Journal of Finance*, vol 64, s 309-339.
- Demsetz, H och B Villalonga (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, vol 7, s 209-233.
- Ellingsen, T och M Johannesson (2008), "Pride and Prejudice: The Human Side of Incentive Theory", *American Economic Review*, vol 98, s 990-1008.
- Falk, A och M Kosfeld (2006), "The Hidden Costs of Control", *American Economic Review*, vol 96, s 1611-1630.
- Fernandes, N, M Ferreira, P Matos och K J Murphy (2008), "The Pay Divide: (Why) Are U.S. Top Executives Paid More?", manuskript, University of Southern California.
- Frey, B och M Osterloh (2005), "Yes, Managers Should Be Paid Like Bureaucrats", *Journal of Management Inquiry*, vol 14, s 96-111.
- Frydman, C och R Saks (2008), "Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005", Working Paper, MIT, Boston.
- Gabaix, X och J Landier (2008), "Why Has CEO Pay Increased so Much?", *Quarterly Journal of Economics*, vol 123, s 49-100.
- Gardell, B och L Sandberg (2006), "Utvecklingen av vd-löner", uppsats inom grundutbildningen vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Gneezy, U och A Rustichini (2000), "A Fine is a Price", *Journal of Legal Studies*, vol 29, s 1-18.
- Grinstein, Y, D Weinbaum och N Yehuda (2008), "Perks and Excess: Evidence from the New Executive Compensation Disclosure Rules", *Johnson School Research Paper Series #04-09*.
- Habib, M och A Ljunqvist (2005), "Firm Value and Managerial Incentives: A Stochastic Frontier Approach", *Journal of Business*, vol 78, s 2053-2093.
- Hall, B och J Liebman (1998), "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *Quarterly Journal of Economics*, vol 113, s 653-691.
- Hartzell, J och L Starks (2003), "Institutional Investors and Executive Compensation", *Journal of Finance*, vol 58, s 2351-2374.
- Jensen, M och W Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol 3, s 305-360.
- Jensen, M och K Murphy (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, vol 98, s 225-264.
- Jensen, M, K J Murphy och E Wruck (2004), "Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them", *Harvard NOM Working Paper 04-28*.
- Kaplan, S och B Minton (2006), "How has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs", *NBER Working Paper 12465*.
- Kaplan, S och J Rauh (2009), "Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?", *Review of Financial Studies*, under publicering.
- Margiotta, M och R Miller (2000), "Managerial Compensation and the Cost of Moral Hazard", *International Economic Review*, vol 41, s 669-719.
- Meyersson, E (1993), "Kompensationskontrakt för ledningsgrupper i svenska börsnoterade företag", *IUI Working Paper 405*.
- Murphy, K (1999), "Executive Compensation", i Ashenfelter, O och D Card (red), *Handbook of Labor Economics*, vol 3, North-Holland, Amsterdam.
- Nordisk familjebok (1891), 1800-talsutgåvan, <http://runeberg.org/nfao/0697.html>.
- Näringsdepartementet (2009), "Riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i företag med statligt ägande", N2009, Näringsdepartementet, <http://www.regeringen.se/content/1/c6/12/47/88/e4f20b88.pdf> (2009-04-25).
- Oreland, C (2008), "CEO Cash Compensation and Ownership Structure: The Effect of Family Control on the Pay-Performance Relation in Sweden", i Oxelheim, L och C Wihlborg (red), *Markets and Compensation for Executives in Europe*, Emerald Group Publishing, Amsterdam.
- Oxelheim, L och T Randøy (2005), "The Anglo-American Financial Influence on CEO Compensation in Non-Anglo-American Firms", *Journal of International Business Studies*, vol 36, s 470-483.

- Oxelheim, L, C Wihlborg och J Zhang (2008), "Executive Compensation and Macroeconomic Fluctuations", i Oxelheim, L och C Wihlborg (red), *Markets and Compensation for Executives in Europe*, Emerald Group Publishing, Amsterdam.
- Rajan, R och J Wulf (2006), "Are Perks Purely Managerial Excess?", *Journal of Financial Economics*, vol 79, s 1-33.
- Roine, J och D Waldenström (2008), "The Evolution of Top Incomes in an Egalitarian Society: Sweden, 1903-2004", *Journal of Public Economics*, vol 92, s 366-387.
- Sköldebrand, B (1988), *Anställd och ägare – konvertibler*, Arbetslivscentrum, Stockholm.
- Sundaram, R och D Yermack (2007), "Pay Me Later: Insider Debt and Its Role in Managerial Compensation", *Journal of Finance*, vol 62, s 1551-1588.
- Söderström, H T:son, E Berglöf, B Holmström, P Högfelt och E Meyerson Milgrom (2003), *Ågarmakt och omvandling. Den svenska modellen utmanad*, Ekonomirådets rapport 2003, SNS, Stockholm.
- Terviö, M (2008), "The Difference that CEOs Make: An Assignment Model Approach", *American Economic Review*, vol 98, s 642-668.
- Wallander, J (1989), *Effektivitet, legitimitet och delägarskap*, SNS, Stockholm.
- Yermack, D (2006a), "Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns", *Journal of Financial Economics*, vol 80, s 211-242.
- Yermack, D (2006b), "Golden Handshakes: Separation Pay for Retired and Dismissed CEOs", *Journal of Accounting and Economics*, vol 41, s 237-256.