

Bonusdebatten handlar om fel problem

JAN WALLANDER

Fackekonomen brukar beskyllas för att undvika att ta del i den aktuella debatten. Detta gäller dock inte artikeln om rörliga ersättningar till vd i *Ekonomisk Debatt* nr 5 2009 (Bång och Waldenström 2009).

Författarna gör i den artikeln en mycket intressant och värdefull genomgång av den antagna effekten av ersättningsprogrammen på vd:ar i marknadsbolag. Avslutningsvis redogör de för hur de anser att programmen bör utformas. Inledningsvis säger de vidare att trots att det bedrivits en omfattande forskning finns det hittills inga entydiga svar på frågan om vilken effekt programmen har på vd:s prestationer och därmed på före-

tagens utveckling och att det av naturliga skäl är svårt att få fram något statistiskt material som kan belysa effekterna.

Den forskning som bedrivits har framför allt avsett amerikanska förhållanden och författarna påpekar att det finns betydelsefulla kulturella och institutionella skillnader mellan Sverige och Amerika, men de menar att man ändå kan dra slutsatser från de amerikanska studierna.

När det gäller möjligheterna att använda amerikanska studier som underlag för diskussioner om svenska förhållanden tror jag att det skulle ha varit värdefullt om författarna påpekat en mycket viktig skillnad mellan Sverige och USA. För många amerikanska företag innebär begreppet ”styrelse” något som mer svarar mot vad vi i Sverige kallar den centrala ledningen. Det rör sig alltså om de högsta tjänstemännen. Ordföranden i denna församling får ofta tillägget ”Chief Executive Officer”, vil-

REPLIK

Jan Wallander är född 1920. Han har varit forskare och bankdirektör. På 1950-talet var han chef för IUI (nuvarande IFN) och docent vid dåvarande Stockholms Högskola. Därefter blev han chef för Sundsvallsbanken och sedan för Handelsbanken. Blev när han slutade som vd arbetande ordförande i bankens styrelse. Ordförandeskapet lämnade han 1991 och blev då hedersordförande. Han har varit medlem av styrelserna för många företag och forskningsinstitutioner.

ket betyder att han har ungefär samma uppgifter som en svensk vd.

Mina reflektioner i anslutning till artikeln baserar sig på mina rätt omfattande praktiska erfarenheter. Jag blev 1961 för första gången vd för ett börsnoterat företag och kom därefter under många år att få erfarenhet av hur det är att leda ett företag men också att i den egenskapen och som styrelseledamot vara med om att tillsätta ett stort antal vd:ar och ledande tjänstemän och fastställa deras villkor och stundom också avsätta dem. Sedan jag 1991 avgick som styrelseordförande i Handelsbanken har helt naturligt omfattningen av mina uppdrag och insynen i näringslivet minskat, men ännu inte helt upphört.

Den upprörda debatten om vd:ars bonusar och andra förmåner och då särskilt i banker utgår från att de utbetalda beloppen är orimligt höga och särskilt förgelseväckande blir det i de fall där banken för sin överlevnad varit beroende av samhällets stöd. Däremot ifrågasätts sällan föreställningen att vd:ar liksom snickare eller städare kan behöva arbeta på ackord för att göra sitt allra bästa. Man föreställer sig att tanken på en hägrande extra belöning gör dem flitigare, mer omdömesgilla och mer riskbenägna än de annars skulle ha varit. De agerar därmed mer i enlighet med ägarnas önskemål än de skulle ha gjort om de enbart haft en fast lön. Den rörliga ersättningen löser det sk agentproblemet, dvs hur man som ägare ska få vd att agera som man vill.

Författarna går igenom hur man tänker sig att agentproblemet uppträder. Enligt forskningen är det sålunda ett problem att vd:ar har en lägre riskbenägenhet än ägarna och alltså behöver stimuleras att ta större risker. Det ter sig litet överraskande med tanke på att det i debatten hävdas att företagsledarna orsakat finanskrisen genom att de tagit alltför stora risker. Min erfarenhet

är också att vad man som styrelse oroar sig för nog mer är att vd involverar företaget i större risker än man riktigt varit medveten om än för motsatsen.

Mycket av vad som i övrigt sägs om agentproblemet ter sig för en praktiker med svenska erfarenheter som spekulationer som det är svårt att ta riktigt på allvar. Det verkliga problemet är inte att vd är slö och lat utan snarare det omvända. Problemet är i stället inte sällan att vd jobbar för mycket och blir utsliten och inte får tillfälle till eftertanke.

Problemet hur man ska få koll på vd:s golfresor och annat utnyttjande av företaget verkar också mer vara en redovisningsfråga än något som kräver ett omfattande bonusprogram för sin lösning. Ett sådant program verkar inte heller vara lösningen på problemet att en blivande vd lurar en genom att vid anställningsintervjun ljuga om sin förmåga. Det är ett problem jag aldrig upplevt och jag tvivlar på att någon annan gjort det heller.

För mig ter sig alltså agentproblemet som en konstruktion som numera har liten relevans för förhållandena i Sverige. Annorlunda var det när jag kom in i bankväsendet på 1960-talet. Verksamheten kunde då karakteriseras som en av myndigheterna stödd kartell och det fanns otvivelaktigt utrymme för en vd att ta det mycket lugnt. Vi såg heller inte vår uppgift som att vi i första hand skulle tillgodose aktieägarnas intresse. Det primära var i stället företaget och dess överlevnad. Vår uppgift som vd:ar var att avväga olika intressen mot varandra; de anställda, samhället, leverantörerna av råvaran och aktieägarna. Uppstod det överskott borde de användas för att stärka företaget genom att plöjas ner i olika fonder. Aktieägarna, en på den tiden ofta rätt timid skara, borde inte få mer än det nödvändigaste. Situationen har bra beskrivits i James Burnhams bok: *Direktörernas Revolution*. Den kom

1941 i USA och i svensk översättning 1947. Det är också naturligt att det kan uppstå ett agentproblem i amerikanska företag där styrelsen är mer eller mindre intern och aktieägarna upplever sig stå utanför. Samma kan gälla familjeföretag där vissa av familjens medlemmar är engagerade i driften av företaget medan andra står vid sidan. I den typen av företag kan det givetvis bli agentproblem. Men det är inte sådana företag artikeln handlar om.

Från och med slutet av 1970-talet skedde en stor förändring i Sverige. Kartellen bröts upp. Regleringarna började vittra ner och i amerikansk efterföljd betonades nu att företagets och dess lednings centrala uppgift var att tillgodose kapitalets, dvs aktieägarnas, intresse. Det talades om att aktieägarna borde återerövra makten och kapitalet sättas i högsätet. När det gäller denna förändring spelades ledande roller av sådana som Gabriel Urwitz och Robert Weil. Den allt mer aktiva konkurrensen ledde till strukturförändringar och att på en begränsad tid samtliga provinsbanker kom att gå ihop med andra banker.

Kärnfrågan i sammanhanget är givetvis om det finns grundad anledning att tro att företag med en ledning som har en rörlig ersättning ger ett ekonomiskt resultat som är bättre än företag som arbetar under likartade förhållanden, men där ledningen har fast lön.

Ska man utforma ett system för rörlig ersättning till vd behöver man veta hur mycket hans eller hennes insatser betyder för en viss resultatförbättring. Som framhålls i artikeln är detta svårt för att inte säga omöjligt att fastställa objektivt.

Som praktiker har jag svårt att tro att man genom rörlig lön kan stimulera vd till en bättre prestation än i fallet med fast lön. Bakom detta ligger dels min erfarenhet av vad för sorts människor det gäller och den miljö i vilken de verkar,

dels innebörden av ett statistiskt material som finns tillgängligt.

Vad är det då för människor som utses till vd:ar i större svenska företag? Enligt min erfarenhet rör det sig om personer som innan de når så långt har en lång bana bakom sig under vilken de haft tillfälle att demonstrera sin förmåga att klara svåra uppgifter. De är viljestarka, tävlingsinriktade och har ett starkt "need for achievement" för att använda ett i sammanhanget vanligt uttrycksätt. I deras värld finns ingen 40 timmars arbetsvecka. Det rör sig mer om 55 timmar eller så och helgdagar är inga heliga dagar. De är vidare utsatta för ett starkt tryck från konkurrenter som försöker ta kunder från dem eller på annat sätt komma dem till livs. Deras överlevnad är beroende av att de på sikt kan leverera ett bättre resultat än konkurrenterna. Detta är något som i hög grad ligger i ägarnas intresse.

I ett modernt företag får styrelsen regelbundet rapporter om hur verksamheten går, vilka problem som uppstått och hur läget är för olika utvecklingsprojekt. Fortlöpande har man sedan diskussioner om vilka satsningar som bör göras, vilka andra företag det kan vara klokt att köpa osv. Det är klart att det i efterhand kan visa sig att bolaget har problem som vd inte tillräckligt tydligt rapporterat om eller att man blivit indragen i affärer som man inte fått tillfälle att ta ställning till. Bakom detta ligger att vd tror att bekymren snart går över och att det därför är onödigt att "oroa" styrelsen. Den aktuella affären ter sig för honom som något man absolut inte får missa, men det är ett djärvt beslut och han känner att styrelsen kanske inte ännu är riktigt mogen för det, varför han överskrider sina befogenheter. Här skulle man alltså kunna tala om ett agentproblem. Att komma åt det med hjälp av ett belöningssystem verkar emellertid något bakvänt eftersom vd är helt övertygad

om att vad han i efterhand får uppleva är beröm.

Med tanke på vilken sorts människor det gäller och vilket starkt tryck de utsätts för från konkurrenter och massmedia har jag mycket svårt att föreställa mig att man kan få några positiva effekter genom rörliga ersättningar. Hur har vi då hamnat i den nuvarande situationen?

Löneförhandlingar med verkställande direktörer är inte ett dugg annorlunda än med andra löntagare. I realiteten är det inte fråga om absoluta nivåer utan om relativa. Löntagaren motiverar sina krav med att andra med vilka han eller hon jämför sig har fått större relativ ökning eller på något annat sätt blivit gynnad.

Det förutsätter att man vet något om villkor och utveckling för andra, som man jämför sig med. I det här sammanhanget alltså i första hand med andra direktörer. När jag 1961 blev chef för Sundsvallsbanken fick jag en fast lön, som låg något under vad min företrädare haft. Jag samarbetade nära med cheferna för övriga provinsbanker, men jag visste ingenting om deras ersättningar och det ansågs ouppfostrat att överhuvud föra sådant på tal.

I det här hänseendet har det sedan länge skett en stor förändring. Genom framför allt mass medias grävande finns det numera detaljerade och väl publicerade uppgifter om direktörers ersättningar. Sedan 1994 har det dessutom införts krav på att börsbolagen ska redovisa i detalj vilka ersättningar i olika former som utgår till ledande tjänstemän. Särskilt höga ersättningar blir återkommande inslag i massmedia och det upprättas rankinglistor, där den med högst ersättning ligger i topp. Det verkar som om många föreställer sig att denna flödande information leder till att direktörerna skäms och blir mer modesta i sina krav. Jag kan intyga att effekten blir den

motsatta. Även mycket välbetalda direktörer har i dag inga svårigheter att finna jämförelseobjekt som ligger ännu högre. Finns de inte i Sverige kan man alltid gå utomlands.

En annan viktig förändring jag upplevt gäller vilka man jämför sig med. Som följd av den stora depressionen och krigstidens kvarlevande regleringar låg aktiehandeln sedan länge i lägervall och verksamheten hade på 1960-talet karaktären av att man expedierade inkomna order. Mot slutet av 1970-talet började emellertid en allt aktivare handel med aktier och andra finansiella instrument att komma i gång. Bakom detta låg en positiv marknadsutveckling samt tillkomsten av VPC-systemet. Genom detta fick mäklarna tillgång till detaljerade uppgifter om vilka ägarna till olika företag var, en kunskap som tidigare bolagens styrelser haft tillgång till, men som varit svår att komma åt för andra. Ledande när det gällde att utnyttja den nya situationen var sådana personer som Erik Penser, Sven Hagströmer och Mats Quiberg.

Enskilda mäklare på de olika fondfirmorna eller på bankernas motsvarande avdelningar hade, om de var skickliga, möjlighet att dra in mycket stora pengar till företaget samtidigt som det klart framgick av redovisningen vad de bidrog med.

Detta skapade en situation där det var svårt att motstå trycket från mäklarna att de skulle få del av de stora vinster som de så tydligt skapade. Samtidigt var det lätt för stjärnorna att flytta till andra firmor och ta med sig de bästa kunderna. Utvecklingen hade kommit i gång tidigare i Amerika och lett till en flora av ersättningsformer, vilka blev förebilder för de svenska motsvarigheterna. I fondfirmorna kunde de dessutom få ut en del av ersättningen i form av andel i firman, på samma sätt som stjärnadvokater kan bli delägare i advokatfirman.

Detta betydde samtidigt att de som hade ansvaret för mäklarnas verksamhet, dvs bankdirektörer och andra administrativa chefer, kunde ha lägre ersättning än stjärnmäklarna. Det har jag sett exempel på. Detsamma kunde gälla höga tjänstemän inom andra delar av rörelsen. Det är sådant som leder till krav på högre ersättning.

Nu är det ju så att det inte är så lockande att framföra sina krav som ett uttryck för ren och skär avundsjuka. Man finner andra motiveringar. Den egna arbetsuppgiften medför mer ansvar, kräver mer utbildning, är stressigare än de uppgifter man jämför sig med. Arbetsvärdering är ju ett uttryck för strävan att finna mer objektiva grunder för löneskillnader än tillgång och efterfrågan på marknaden.

Det är accepterat på marknaden att ackord kan stimulera löntagare till högre prestationer än timlön. Strävar man efter att få upp direktörlönerna till den nivå som mäklarna etablerat har man här en motivering som kan bli ett stöd i den strävan. Man hänvisar till att direktörer inte är annorlunda än andra människor.

För mig ter sig ersättningssystemen som krångliga och kostsamma vägar att nå fram till marknadsnivån. Diskussionen kring ersättningsmodellerna blir ett försök till eftertänksfullhet.

Som framgår av artikeln är det ont om belägg rörande effekterna av rörliga löner i jämförelse med fasta löner. Detta är naturligt med tanke på att systemet med rörliga löner blivit så utbrett. Det blir då svårt att få tag på något sådant material. Nu förhåller det sig emellertid så lyckligt att det för den relativt homogena branschen affärsbanker finns ett sådant material som avser tiden 1973 till 2008 och alltså sträcker sig över 36 år.

Materialet gäller Handelsbanken och visar år för år bankens lönsamhet i jämförelse med genomsnittet för övriga

banker som arbetar på samma marknad. Till en början betyder det Sverige och därefter undan för undan med tillägg för Norge, Finland, Danmark och till sist England. Materialet visar att under denna långa tid har Handelsbanken varje år haft en högre lönsamhet än genomsnittet för de övriga. Samtidigt har i banken ersättningen till vd och övrig ledning endast bestått av fast lön.

Med tanke på att den rörelse de olika bankerna bedriver är så pass likartad är det naturligt att differensen som regel är måttlig. Under kristider för bankerna som under åren kring 1990 ökar emellertid differensen påtagligt. Detsamma förefaller bli fallet även denna gång.

Att det finns ett material av detta slag beror på att banken under samma tid haft ett resultatandelssystem – Oktogonen. Enligt detta utbetalas varje år till en av de anställda ägd stiftelse en del av den lönsamhetsdifferens som uppstått. I denna avsättning har varje anställd som arbetat full tid en andel. Halvtidare får en halv andel osv. Andelen är densamma oavsett vilken lön och ställning den anställde har. De anställda får ut sin andel när de går i pension. För de flesta betyder det att det kan röra sig om 20 à 30 år innan det blir aktuellt med någon utbetalning. Beloppen kan samtidigt bli högst betydande som effekt av att stiftelsen i väntan på utbetalning placerat medlen på aktiemarknaden. Bakom systemet ligger inte någon föreställning att de anställda skulle arbeta bättre med tanke på att det kanske blir en extra utbetalning i samband med att de går i pension. Bakom detta ligger i stället ett skälighetsresonemang. Har de anställda åstadkommit ett resultat som är bättre än vad konkurrenterna lyckats med är det rimligt att inte bara aktieägarna utan även de anställda får del av ”merresultatet”.

Mot ovanstående bakgrund har jag svårt att komma till någon annan slutsats än att rörliga lönesystem inte har

några positiva effekter och att det är alldeles onödigt för företagen att lägga ner en massa tid och stundom stora konsultkostnader på att konstruera invecklade incitamentssystem. Däremot är det uppenbart och illustrerat i artikeln att sådana system lätt ger snedvridande effekter. De resulterar dessutom ofta i utbetalningar som är högre än styrelsen tänkt sig och som inte sällan ger företaget dålig PR. Det är ett högt pris att betala för att finna motiv för ersättningar av en storlek som man ändå av marknadsmässiga skäl är tvungen att betala ut.

Att åstadkomma en ändring och

övergå till fasta löner kommer emellertid inte att bli lätt. Att gå mot strömmen kräver kraft och självständighet från styrelsernas sida. Det är dessutom styrelser där det ofta sitter ledamöter som för egen del är delaktiga i incitamentssystem i det företag eller den institution där de har sitt dagliga arbete. Man dräper inte gärna en gås som värper guldägg.

REFERENSER

Burnham, J (1947), *Direktörernas revolution*, Natur och Kultur, Stockholm.

Bång, J och D Waldenström (2009), "Rörlig ersättning till vd – vad säger forskningen?", *Ekonomisk Debatt*, årg 37, nr 5, s 41-56.

REPLIK Rörlig ersättning till vd – svar till Jan Wallander

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

När ekonomen John Lintner på 1950-talet insåg att den rådande teorin om vad som styrde företagets utdelningspolicy inte stämde, gick han ut till ett antal företag och intervjuade deras vd:ar om hur de tänkte när de bestämde utdelningsnivån. Resultatet blev ett klassiskt bidrag till den finansiella forskningslitteraturen (Baskin och Miranti 1997, s 22).

Exemplet Lintner visar tydligt på det ömsesidiga värdet av en aktiv dialog mellan forskarsamhället och personer verksamma i den verklighet som forskningen försöker beskriva. Därför blev vi mycket glada att Jan Wallander, docent och mångårig bankman, i detta nummer av *Ekonomisk Debatt* kommenterar vår artikel ”Rörlig ersättning till

vd – vad säger forskningen?” som publicerades i *Ekonomisk Debatt* nr 5, 2009. Nu är Wallander inte odelat positiv, men vi upplever att udden i hans kritik är riktad mot forskningen på området snarare än mot vår artikel. Vi vill trots det diskutera några av de punkter han tar upp.

Wallander lyfter fram problemen med att överföra forskningsresultat från amerikanska till svenska förhållanden. En skillnad är att det i amerikanska styrelser är vanligare med så kallade *inside directors* vilka utöver sin styrelseplats även har en operativ roll i företaget, exempelvis som vd (CEO). Vi håller med om att amerikanska styrelser typiskt sett står närmare företagets operativa ledning. Att detta i sig skulle göra forskningen om rörliga ersättningar mindre tillämplig i Sverige är dock inte helt säkert. De agentproblem som incitamentslönesystem är ämnade att lösa ligger trots allt mellan styrelsen och den operativa ledningen och ökar rimligen med avståndet däremellan.

Vidare anser Wallander att den inom finansforskningen så populära *agentmodellen* inte utgör någon användbar grund för att förstå verkligheten; för en praktiker som honom ter den sig ”som spekulationer”. Vi har förståelse för denna kritik. Det är svårt att praktiskt mäta agentproblemens storlek, vilket i sin tur gör det svårt att dra slutsatser om rörligheten i de aktuella ersättningsystemen. Dessutom tampas forskningen om rörliga ersättningar med betydande endogenitetsproblem. Men trots att vi alltså inte kan säga exakt *hur stora* dessa problem är finns ganska övertygande belägg för att de faktiskt förekommer i verkligheten, t ex i form av imperiebyggande företagsledare, vilket blev uppenbart under 1980-talet när de finansiella marknaderna avreglerades och det blev möjligt att utmana existerande ägare.

Att den teoretiska forskningen i detta avseende ligger före den empiriska kan naturligtvis vara besvärande, men det är inte någonting vi kunnat påverka i vår översiktsartikel. Och kritiken gällande spekulativa moment i forskningen slår lätt tillbaka på kritikerna. Den alternati-

va hypotes som Wallander lägger fram i sin kommentar är också svårtestad. Därmed inte sagt att dess intuition saknar betydande praktiskt värde, inte minst för de ägare och styrelser som ska fatta beslut om ersättningsystem på basis av oklara fakta.

Sammanfattningsvis tolkar vi Wallanders inlägg som en tydlig signal om att det behövs mer och bättre forskning om incitamentslöners betydelse. Särskilt viktigt är att sådan forskning anpassas till en svensk kontext, med de specifika regelverk, ägartraditioner och datamaterial som finns här. Och utifrån innehållet i Wallanders kritik tror vi även att en aktiv återkoppling till personer som har praktisk erfarenhet av dessa system skulle berika forskningen påtagligt.

REFERENSER

Baskin, J B och P J Miranti (1997), *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, Cambridge MA.

Bång, J och D Waldenström (2009), ”Rörlig ersättning till vd – vad säger forskningen?”, *Ekonomisk Debatt*, årg 37, nr 5, s 41-56.

Wallander, J (2009), ”Några reflektioner om rörlig ersättning till vd”, *Ekonomisk Debatt*, årg 37, nr 7, s 57-62.