



Handelshögskolan  
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

# Sektorsskillnader i aktierelaterade ersättningar

---

- En kvalitativ studie av incitamentsprogram inom  
OMX Large Cap

Seminariearbete på C-nivå i industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

Höstterminen 2009

Handledare: Stefan Sjögren

Johan Brobäck 850308-, Corporate Law and Finance

Martin Karlsson 850123-, Redovisning

## Förord

Vi skulle vilja tacka vår handledare Stefan Sjögren för hans arbete. Stefan har visat ett engagemang som har varit väldigt smittsamt.

Vi vill även rikta ett särskilt tack till Maria Terrvik på PricewaterhouseCoopers för hennes stora hjälp och värdefulla insikt i ämnet vi har valt att behandla. Hon har under uppsatsarbetets gång kommit med många hjälpfulla tips och råd och verkligen underlättat vårt arbete.

Slutligen skulle vi vilja tacka våra familjer för stöd och uppmuntran under uppsatsens gång.

Kuala Lumpur och Göteborg i januari 2010

Johan Brobäck

Martin Karlsson

## Ordlista

<i>ABL</i>	Aktiebolagslagen (2005:551)
<i>Aktiebonusprogram</i>	Ett program där aktier tilldelas utan egen investering efter en intjänandeperiod
<i>Aktierelaterade ersättningar</i>	Egetkapital- eller kontantreglerade ersättningar där storleken av ersättningen är beroende av bolagets aktiekurs
<i>Aktiesparprogram</i>	Ett program där en anställd köper aktier till marknadsvärde och efter intjänandeperioden ger densamme rätt att erhålla ytterligare aktier gratis eller till rabatterat pris
<i>IAS/IFRS</i>	Det av IASB ( <i>International Accounting Standards Board</i> ) utgivna redovisningsregelverk som alla noterade bolag i Sverige tillämpar. IAS utgörs av standarder utgivna innan 2001 och IFRS av standarder utgivna därefter
<i>Incitamentsprogram</i>	Med detta avser vi den totala rörliga ersättning som utbetalas till en anställd. Inom programmet ryms såväl aktierelaterad ersättning, vinstdelningsprogram och bonus.
<i>Köption</i>	En option för en anställd att vid en senare tidpunkt förvärva befintliga aktier till ett på förhand bestämt pris
<i>NASDAQ OMX Large Cap</i>	Lista över de bolag på Stockholmsbörsen som har ett börsvärde över en miljard euro
<i>Personaloption</i>	Ett optionsprogram för en anställd att antingen efter en vestingperiod eller efter att vissa kriterier har uppfyllts köpa aktier till ett förbestämt pris
<i>Syntetisk aktie</i>	Ett aktieprogram där en kontant utbetalning är kopplad till börskursen vid utbetalningstillfället
<i>Syntetisk option</i>	Ett program där innehavaren i framtiden kontant erhåller skillnaden mellan ett aktievärde och ett lösenpris
<i>Teckningsoption</i>	En option för en anställd att vid ett senare tillfälle förvärva nyemitterade aktier
<i>Värdepappersoption</i>	Ett optionsprogram som är fritt överlåtbar, som betalas genom en marknadsmässig premie och där utfallet kapitalinkomstbeskattas

## Tabellförteckning

<b>Tabell 1.</b> Hur egetkapital- och kontantreglerad ersättning redovisas .....	14
<b>Tabell 2.</b> Inledande urval.....	18
<b>Tabell 3.</b> Förutsägelser utifrån teori .....	27

## Figurförteckning

<b>Figur 1.</b> Andel finansbolag med program.....	29
<b>Figur 2.</b> Andel industribolag med program.....	30
<b>Figur 3.</b> Fördelning av program för finansbolag.....	30
<b>Figur 4.</b> Fördelning av program för industribolag.....	31
<b>Figur 5.</b> Prestationsvillkor kopplade till program för finansbolag .....	32
<b>Figur 6.</b> Prestationsvillkor kopplade till program för industribolag.....	32
<b>Figur 7.</b> Programmens omfång för finansbolag .....	33
<b>Figur 8.</b> Programmens omfång för industribolag.....	33

## Sammanfattning

### Kandidatuppsats i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Corporate Finance samt Redovisning, HT 2009

**Författare:** Johan Brobäck och Martin Karlsson

**Handledare:** Stefan Sjögren

**Titel:** Sektorsskillnader i aktierelaterade ersättningar – en kvalitativ studie av incitamentsprogram inom OMX Large Cap

**Nyckelord:** Incitamentsprogram, aktierelaterad ersättning, IFRS 2, asymmetrisk information, principal/agent-teori

**Bakgrund och problem:** Bonus- och incitamentsprogram i publika bolag är alltid debatterade, men i efterdyningarna av den globala lågkonjunkturen som följde finanskrisen 2008 har bonusprogrammen blivit allt mer högljutt kritiserade. Olika regleringsorgan och externa intressenter ropar på starkare regleringar och en begränsning av andelen rörlig ersättning.

Aktierelaterade ersättningar baseras på ett bolags underliggande börsutveckling. Därmed föreligger en koppling mellan utfallet för ett bolags ägare och för dess ledning. I studien kopplas incitamentsprogrammen till principal/agent-teori och annan relevant teori för att förklara förekomsten och utformningen av incitamentsprogram.

**Syfte:** Syftet med studien är att undersöka om det finns skillnader i utformningen av aktierelaterade ersättningar mellan olika sektorer och utifrån teori förklara eventuella skillnader.

**Avgränsningar:** Studien är avgränsad till sektorerna Finans och Industri på OMX Large Cap.

**Metod:** Studien är designad som en kvalitativ fallstudie då syftet är att beskriva och förklara hur aktierelaterade ersättningsprogram är utformade inom olika sektorer på OMX Large Cap. Ansatsen är således både explorativ och jämförande. Urvalet består av ett totalurval på 30 bolag. Utifrån teorin ställs ett antal förutsägelser upp som sedan provas mot det empiriska materialet.

**Resultat och slutsatser:** Slutsatsen som dras är att vissa sektorsskillnader föreligger, främst i form av programmens utformning samt vilken sorts prestationsvillkor som är kopplade till programmen. Gällande förutsägelse ger studien ett visst stöd för att förutsägelse kring programmens utformning är riktiga.

**Förslag till fortsatt forskning:** I studien föreslås dels att kopplingen till beskattning studeras närmare, samt dels att en kvalitativ studie fokuserad på personerna i bolagens styrelser utförs.

## Executive summary

**Bachelor thesis in Business and Administration, School of Business, Economics and Law at the University of Gothenburg, Corporate Finance and Accounting, fall term 2009**

**Authors:** Johan Brobäck and Martin Karlsson

**Tutor:** Stefan Sjögren

**Title:** Sectorial differences in share-based payments – a qualitative study of incentive programs at OMX Large Cap

**Keywords:** Incentive program, share-based payment, IFRS 2, asymmetric information, agency theory

**Background and problem:** There is a continuous debate regarding incentive programs in public companies. Since the global financial crisis and the subsequent recession in 2008, the criticism has reached even higher levels. Various regulatory authorities as well as influential external actors require stronger regulations and limitation of the monetary compensation in publicly held companies.

Share-based payments are based on the development of the market value of the company. This means there is an existing relation between the owners' and the managers' interests. In this thesis share based incentive programs are related to agency theory and other related theory in order to explain why and how incentive programs are used in companies.

**Purpose:** The purpose is to examine whether there exist sectorial differences in the construction of share based incentive programs and, using theory, explain differences.

**Delimitations:** The thesis is delimited to the two sectors Finance and Industrial at the NASDAQ OMX Large Cap.

**Methodology:** The study is designed as a qualitative case study since the purpose of the thesis is to describe and explain how share based incentive programs are constructed within different sectors of the OMX Large Cap. The methodology used is therefore both exploratory as well as comparative. The examined sample is 30 companies. Several predictions will be formulated using the theory and will then be tested against the empirical material.

**Empirical results and conclusions:** The conclusion is that some sectorial differences exist, mainly in form of design, terms and condition of the programmes. The predictions are partly supported by the empirical results.

**Suggestions for further research:** As further research, the connection to taxation is suggested, as well as a qualitative study focusing on the people of the board of directors.

## Innehåll

<b>1. Stormen kring bonusar</b> .....	9
1.1 Bakgrund .....	9
1.2 Problemformulering .....	10
1.2.1 Varför en studie av incitamentsprogram? .....	11
1.2.2 Redovisning av aktierelaterade ersättningar .....	12
1.2.3 IFRS 2 – Aktierelaterade ersättningar .....	12
1.2.4 Aktierelaterade ersättningar i finansiella rapporter .....	13
1.3 Syfte .....	14
1.4 Studiens avgränsningar .....	14
1.5 Disposition .....	15
<b>2. Vägen mot svaren</b> .....	16
2.1 Metodologisk överblick .....	16
2.2 Val av design .....	17
2.3 Urval av bolag .....	18
2.4 Datainsamling .....	18
2.5 Analys av insamlat material .....	19
2.6 Generaliserbarhet .....	20
2.7 Sammanfattning .....	21
<b>3. Forskning och teorier på fältet</b> .....	22
3.1 Informationsasymmetri .....	22
3.2 Lagstiftning på området .....	23
3.3 Principal/agent-teori .....	23
3.4 Incitamentsteori .....	24
<b>4. Förutsägelser från teori</b> .....	27
4.1 Förutsägelser rörande antalet program .....	27
4.2 Förutsägelse rörande programmens utformning .....	27
<b>5. Framställning av insamlat material</b> .....	29
5.1 Empirisk översikt .....	29
5.1.1 Andel bolag med program .....	29
5.1.2 Programmens utformning .....	30

5.1.3 Prestationsvillkor.....	31
5.1.4 Programmens omfång .....	33
5.2 Bolagsspecifik framställning av insamlat material .....	34
5.2.1 Genomgång av finansbolag .....	34
5.2.2 Genomgång av industribolag.....	36
<b>6. Tendenser i det empiriska materialet.....</b>	<b>39</b>
6.1 Analys av sektorsskillnader.....	39
6.1.1 Andel bolag med program .....	39
6.1.2 Programmens utformning.....	39
6.1.3 Prestationsvillkor.....	40
6.1.4 Nyckelpersoner.....	41
6.2 Test av förutsägelser .....	41
6.2.1 Antalet program.....	41
6.2.3 Test av idealtyper.....	42
<b>7. Studiens resultat och slutsatser.....</b>	<b>43</b>
7.1 Slutsatser .....	43
7.1.1 Finns det sektorsskillnader mellan de aktierelaterade incitamentsprogrammets utformning? .....	43
7.1.2 Hur förhåller sig den faktiska utformningen av incitamentsprogram till teori?.....	43
7.2 Kritik till studien.....	44
7.3 Förslag till fortsatt forskning .....	45
<b>Referensförteckning.....</b>	<b>46</b>
<b>Bilaga 1.....</b>	<b>48</b>



## 1. Stormen kring bonusar

*Vi kommer här att presentera ämnesvalet och motivet till att undersöka incitamentsprogram utifrån IFRS 2. Vi kommer inledningsvis att redogöra för bakgrunden till valet av incitamentsprogram som studieobjekt. Vidare kommer vi att presentera ämnets koppling till redovisning. Detta kommer sedan att mynna ut i en problemformulering med efterföljande presentation av syftet. Efter detta kommer studiens forskningsfrågor att presenteras. Avslutningsvis kommer studiens avgränsningar och disposition att presenteras.*

### 1.1 Bakgrund

Frågan kring bonusar och incitamentsprogram har de senaste åren varit hett debatterad. I och med den finanskris som under 2008 drabbade den globala ekonomin återupptogs också frågan kring hur företagsledningarna skall styras. Incitamentssystem ämnar till att likställa ledningens och ägarnas intressen, och bör därmed vara utformade för att med så låga kostnader och så hög nytta för bolaget som möjligt göra detta. Incitamentssystem är alltså att betrakta som ett sätt att hantera informationsasymmetrier mellan ägare och ledning i ett bolag (Bebchuk, 2002). Ett alltför kortsiktigt tänkande förknippat med hög risk har enligt kritiker varit en anledning till den globala ekonomiska kris som vi i dag upplever. Vissa forskare hävdar i linje med detta att det relevanta inte är nivån på den ersättning som företagsledningarna får genom incitamentssystem, utan snarare hur systemen är utformade. De flesta incitamentssystem belönar bra prestationer men har en tendens att inte bestraffa dåliga prestationer (Jensen & Murphy, 1990a). Ett exempel som debatterats flitigt är bankernas incitamentssystem då stater runt om i världen gått in och aktivt hjälpt bankerna med ett flertal stödprogram för att säkra deras överlevnad. På detta sätt har det inte funnits någon nedsida för ledningen där en ökad risk potentiellt ökade den utbetalningsbara bonusen medan eventuella förluster hänförliga till risktagandet lämnades över på samhället (Örn, 2009).

I samband med att frågan lyfts på senare tid har även tankar kring ytterligare regleringar blivit aktuella. Diskussionen som förs i media i dag kring ämnet är ofta av karaktären att bonus och riskfyllt beteende bör regleras och även att bonus inte skall utgå då prestationen uteblivit. Bland annat har frågan lyfts på G20-möten där olika sätt att ingripa diskuterats (Hallgren, 2008). Som en följd av den globala finanskrisen har G20 dessutom tillsammans med EU påskyndat IASB:s arbete med bland annat redovisningen av finansiella instrument enligt IAS 39 (PriceWaterhouseCoopers, 2009a).

Även på europeisk nivå förs debatt om bonusar. Under senhösten 2009 presenterade Storbritanniens finansminister Alistair Darling en tilläggsskatt på bonusar över 25 000 pund. I Frankrike har president Nicolas Sarkozy planer på att genomföra en liknande skatt. Andra stora ekonomier som Tyskland och USA förefaller vara mer tveksamma vad gäller införandet av liknande skattelagstiftning (Nordenskiöld, 2009a).

## 1. Stormen kring bonusar

---

I revisions- och konsultbyrån PricewaterhouseCoopers (i fortsättningen PwC) årliga studie av aktierelaterade incitamentsprogram i noterade bolag (PriceWaterhouseCoopers, 2009b) presenteras resultaten av en genomgång av 384 bolag noterade på NASDAQ OMX Stockholm, NGM-börsen samt First North<sup>1</sup>. Studien tar inte hänsyn till sektorsskillnader utan visar hur utformningen av aktierelaterade incitamentsprogram skiljer sig beroende på vilken börslista bolagen är listade på. Vad gäller Large Cap, där de största bolagen är listade, har ungefär 43 % av bolagen under 2009 föreslagit någon form av aktierelaterat incitamentsprogram, betydligt fler än på Mid Cap (33 %) och Small Cap (19 %).

I studien går att utläsa att ungefär 55 % av alla program på OMX Large Cap utgörs av optionsprogram. Dessa är fördelade på köpoptioner, personaloptioner, teckningsoptioner samt syntetiska optioner. Aktiebonus- och aktiesparprogram utgör strax under 40 % av alla program.

Studien visar att lösenkurserna för optionsprogrammen generellt ligger runt 110-130 % för personaloptioner och något högre för värdepappersoptionsprogram. Löptiden för personaloptionerna ligger vanligen på 3-5 år och för värdepappersoptionerna på 2-5 år. Aktieprogrammen är nästan uteslutande formulerade med tre års löptid.

Prestationsvillkoren för incitamentsprogrammen är av varierande natur. Vinst per aktie samt totalavkastning är de vanligaste prestationsvillkoren med 23 % vardera. Villkor kopplade till rörelseresultat stod för 12 % och räntabilitetsvillkor (räntabilitet på operativt samt sysselsatt kapital) stod för 10 %. Bland övriga villkor finns aktiekurs (4 %), internränta (6 %), omsättning (4 %) och substansvärde (2 %). I de resterande fallen har bolagsstämman överlämnat till styrelsen att besluta om vilka villkor som ska vara tillämpliga.

Agentteori är en lämplig utgångspunkt för att studera och förstå incitament och dess implikationer (Prendergast, 1999). Enligt agentteori innebär förhållandet mellan ledning och ägare att agentkostnader kommer att uppstå i form av övervakningskostnader och kostnader för att skriva kontrakt med agenten. En ytterligare kostnad att ta hänsyn till är att ägarnas nytta inte kommer att maximeras då ledningen har avvikande intressen (Jensen & Meckling, 1976). Det är denna problematik som incitamentsprogram ämnar minimera.

### 1.2 Problemformulering

Vi kommer nedan att problematisera ämnet närmare ur ett redovisningsperspektiv. Första steget blir att motivera valet av incitamentsprogram som studieobjekt. Efter detta övergår vi till att hantera koppla problemet mer ur ett redovisningsperspektiv och varför detta är lämpligt att applicera vid en studie av incitamentsprogram.

---

<sup>1</sup> NGM står för Nordic Growth Market och är en reglerad handelsplats för tillväxtbolag. First North (tidigare "Nya Marknaden") är en oreglerad handelsplats och uppfyller därmed inte de juridiska kraven på en börs.

### 1.2.1 Varför en studie av incitamentsprogram?

Förespråkare för bonussystem brukar ofta argumentera för dess förtjänster vad gäller att effektivisera styrningen av ledningen. Detta för att minska den asymmetriska informationen som föreligger då ledningen i större utsträckning kan tillskansa sig information i verksamheten än ägarna. I enlighet med principal-agentteorin agerar ledningen som agenter och genom den nämnda informationsasymmetrin uppstår det sedermera också agentkostnader. Kostnaderna brukar ofta hänföras till att ledningen fattar beslut som gynnar dem själva men knappast bolag i sin helhet (Jensen, 1994). Klassiska exempel på detta är förmåner som företagasjet och överdriven representation. För att komma tillrätta med denna problematik hävdar förespråkarna av incitamentssystem att dessa medför att ledningens och ägarnas intressen i högre grad sammanfaller. På detta sätt antas också aktievärdet öka vilket i förlängningen ökar ägarnas värde. Diskussionen hamnar därför kring utformningen av system och var dessa är som mest effektiva då kostnaden för systemen vägs mot nyttan av den tilltänkta minskningen av asymmetrisk information och agentkostnader. Även detta resonemang har debatterats bland annat i svensk affärspress (Svensson K. , 2008).

Vid en jämförelse mellan de nordiska länderna framträder vissa skillnader gällande hur vanligt förekommande incitamentsprogram är. I Sverige finns jämförelsevis en starkare tradition gällande incitamentsprogram jämfört med Norge och Danmark. Detta beror delvis på en i Sverige förmånlig beskattning för många incitamentsprogram (Kristofersson, 2010).

Finanssektorn har fått utstå mycket kritik för sin hantering av bonus- och incitamentssystem. Att banker som erbjuds och omfattas av statliga garantiprogram betalar ut bonusar upplevs av många som paradoxalt, och Finansinspektionen vill i ett nytt regelverk verka för långsiktigare bonusar baserade på såväl resultat som risktagande. De nya reglerna för finanssektorn innebär även att beslut om rörlig ersättning måste vara mer transparenta samt att en viss andel av bonusen ska utfalla först efter minst tre år (Nordenskiöld, 2009b). Vissa analytiker har gått så långt som att föreslå att bankerna bör utbetala samtliga bonusar i aktier med ett krav på innehav i minst tre år för att på så sätt uppnå en större långsiktighet och stävja riskfyllt beteende (Malmqvist, 2009). Detta leder oss till frågan om huruvida finansbolagens bonusar är utformade på ett annat sätt än övriga sektorer bonusar. Vad gäller övriga sektorer verkar debatten kretsa kring bonusarnas nivåer där alltför höga nivåer kritiserar, men inom framförallt banksektorn kritiserar själva förekomsten av incitamentssystem.

Det är lätt att konstatera att frågan kring bonusar inte på något sätt är färdigdiskuterad. Vår studie kommer att fokusera på hur utformningen av bonussystem inom olika sektorer faktiskt ser ut snarare än dessa vara eller icke vara. I enlighet med sitt syfte kan incitamentssystem fungera på ett sätt som gör att ledningens agerande hamnar i linje med ägarnas intentioner. Konstruktionen av systemen är dock en komplex företeelse som skall reglera ett komplext agerande i en komplex verksamhet. Det är därför på många sätt svårt

att fånga alla dimensioner av problematiken men det är lätt att sluta sig till att många personer handlar i enlighet med sitt egenintresse. På detta sätt kommer de enligt klassisk ekonomisk teori söka att maximera sin egen nytta och därför identifiera hur de själva skall kunna maximera sina utbetalningar eller sin nytta från systemen.

### 1.2.2 Redovisning av aktierelaterade ersättningar

De senaste årens diskussion kring incitamentssystem som har presenterats ovan har inte gått de reglerande organen förbi. Framförallt riktlinjerna för de aktierelaterade ersättningarna och ersättningar förknippade med egetkapitalinstrument har i den externa redovisningen genomgått revideringar.

Av särskild vikt för vår studie är punkterna kring ett skapande av en europeisk standard för redovisning för på det sättet möjliggöra ett effektivare samarbete mellan de olika tillsynsmyndigheterna. Närbesläktat med detta är också de IFRS- och IAS-standarder som reglerar hur incitamentsprogrammen i publika bolag skall redovisas som har omarbetats och reviderats till förmån för en öppnare redovisning. IAS/IFRS-regelverket antogs av det Europeiska rådet och Europeiska parlamentet under 2002 som den gällande redovisningsstandarden inom EU. Detta genomfördes som ett led i harmoniseringen av EU:s inre marknad. Samtliga noterade europeiska bolag har därför sedan 2005 använt IAS/IFRS i sin koncernredovisning (SOU 2005:53).

Incitamentsprogram för ledningen och även på andra nivåer förekommer i någon form i många noterade bolag. Programmens utformning kan variera och kan bestå såväl av aktierelaterade ersättningar som bonus- och vinstdelningsprogram. Redovisningen av aktierelaterade ersättningar regleras i IFRS 2 och redovisningen av övriga bonusprogram och vinstdelningsprogram regleras i IAS 19. Vi kommer i den fortsatta framställningen inte att ta hänsyn till IAS 19 då den faller utanför studiens avgränsning.

### 1.2.3 IFRS 2 – Aktierelaterade ersättningar

IFRS 2 reglerar hur aktierelaterade ersättningar ska redovisas. Standarden omfattar tre olika ersättningar, (1) aktierelaterade ersättningar som regleras med egetkapitalinstrument, (2) aktierelaterade ersättningar som regleras med kontanter samt (3) transaktioner där endera av parterna har rätt att reglera transaktionen med kontanter eller genom egetkapitalinstrument (IFRS 2, p.2). Tolkningar av IFRS 2 återfinns i IFRIC 8 samt IFRIC 11.

Standarden reglerar ersättning till såväl anställda som yttre aktörer. För den föreliggande studien är det enbart de delar som behandlar ersättningen till de anställda som är av intresse. IFRS 2 omfattar inte de fall av aktierelaterad betalning som faller inom ramen för IFRS 3 Rörelseförvärv. Detta inbegriper utgivandet av aktier för att förvärva ett annat bolags nettotillgångar. IFRS 2 omfattar inte heller aktieutdelningar till anställda (Deloitte, 2004).

Aktierelaterad ersättning är ofta kopplad till att olika villkor måste uppfyllas för att ersättningen ska utfalla. Dessa villkor kan dels vara en vestingperiod inom vilken den

anställda måste vara kvar i bolaget, men ofta är ersättningen även kopplad till olika prestationsvillkor. Dessa kan vara såväl marknadsbaserade som icke marknadsbaserade. Marknadsbaserade mått är till exempel börskurs och icke marknadsbaserade mått är till exempel resultat- och räntabilitetsmått eller vinst per aktie (Deloitte, 2004).

De aktierelaterade incitamentsprogrammen kan delas i tre olika grupper. Dessa är (1) aktieprogram, (2) optionsprogram samt (3) syntetiska program.

- **Aktieprogram**

Aktiebonusprogram är ett program där deltagaren efter en intjänandeperiod tilldelas aktier. Tilldelningen är kopplad till vissa prestationsvillkor och om dessa ej uppnås utfaller inte ersättningen.

Aktiesparprogram är ett program i vilket deltagaren köper aktier till marknadsvärde och efter en vestingperiod får köpa rabatterade aktier eller tilldelas ytterligare aktier (PriceWaterhouseCoopers, 2009b).

- **Optionsprogram**

Optionsprogram kan bestå av antingen värdepappersoptioner eller personaloptioner. Värdepappersoptioner är inte bundna till anställning eller prestationsvillkor. Då sådana krav tillkommer övergår optionen till att vara en personaloption. Värdepappersoptioner ställs ut till marknadsvärde och innebär således ingen kostnad för det utställande bolaget.

En köpoption ger deltagaren rätt att i framtiden köpa befintliga aktier till ett på förhand givet pris. Inga nya aktier utges och således uppstår ingen utspädning.

En teckningsoption ger innehavaren rätt att förvärva nyemitterade aktier (PriceWaterhouseCoopers, 2009b).

- **Syntetiska program**

Syntetiska program är de program där ersättningen i framtiden utbetalas som kontanter. Storleken på ersättningen är baserad på värdet av det underliggande egetkapitalinstrumentet (Ernst & Young, 2005).

### 1.2.4 Aktierelaterade ersättningar i finansiella rapporter

Redovisningen av aktierelaterade ersättningar skiljer sig beroende på om ersättningen regleras med egetkapitalinstrument eller kontanter, men i båda fallen redovisas ersättningen som en personalkostnad. I fallet med reglering genom egetkapitalinstrument kostnadsförs det verkliga värdet vid tilldelningstidpunkten (IFRS 2, p. 11). Efterföljande fluktuationer i verkligt värde påverkar inte redovisningen av personalkostnaden (Ernst & Young, 2005). Värdepappersoptioner som ställs ut till marknadsvärde behöver inte värderas enligt IFRS 2.

Kontantreglerade program kostnadsförs till det belopp som rimligen kommer att utbetalas. Som en följd av detta kommer förändringar i det förväntade utbetalda beloppet att redovisas över resultaträkningen (Ernst & Young, 2005). Den slutliga kostnaden för ett kontantreglerat program kommer således inte att vara given från tilldelningstidpunkten.

## 1. Stormen kring bonusar

Omprovning sker således varje balansdag och de kostnader som rimligen ej kommer att utbetalas återförs (SOU 2008:80).

Det verkliga värdet på ersättningen kan beräknas på olika sätt. För aktier gäller marknadskursen vid tilldelningstidpunkten, alltså då ett avtal om aktierelaterad ersättning har ingåtts. I fallet med de bolag vi studerat är tilldelningstidpunkten då avtalet om aktierelaterad ersättning har godkänts av aktieägarna på årsstämman. Vid värderingen ska även eventuella marknadsvillkor beaktas. Intjäningsvillkor som inte är marknadsvillkor ska därmed lämnas utan hänseende vid värderingen. Marknadsvillkor som till exempel aktiemålkurs och kursutveckling bör således inräknas i värderingen, samtidigt som exempelvis vinst- och omsättningsmål ej ska inräknas (IFRS 2, p. 16-21). Även huruvida den anställde har rätt att erhålla utdelning under intjänandeperioden ska beaktas (IFRS 2, p. B3).

	Egetkapitalreglerat	Kontantreglerat
<b>Kostnadsföring</b>	Ja	Ja
<b>Verkligt värde vid tilldelning</b>	Ja	Ja
<b>Omvärderas löpande</b>	Nej	Ja
<b>Motbokning</b>	Eget kapital	Skuld/avsättning

Tabell 1. Hur egetkapital- och kontantreglerad ersättning redovisas. (Källa: IFRS 2)

IFRS 2 anger även ett antal upplysningskrav. Tonvikten ligger där på att läsaren ska få en förståelse för hur programmen är utformade, dess utfall, hur det verkliga värdet på prestationerna beräknats samt hur de aktierelaterade ersättningarna har påverkat bolagets resultat och finansiella ställning (IFRS 2, p. 44-52).

### 1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att förklara hur aktierelaterade incitamentsprogram inom olika sektorer är utformade. Detta för att kunna analysera sektorspecifika särdrag. För att kunna uppfylla syftet har vi brutit ner det i två forskningsfrågor. Dessa är:

1. Finns det sektorsskillnader mellan de aktierelaterade incitamentsprogrammets utformning?
2. Hur förhåller sig den faktiska utformningen av incitamentsprogram till teori?

### 1.4 Studiens avgränsningar

Urvalet av bolag har skett utifrån *Global industry classification standards (GICS)*<sup>2</sup> sektorindelning. Vi har valt att fokusera oss på sektorerna Finans och Industri. Detta då Finans och framförallt de däri hemmahörande bankbolagen, som synes ovan, har varit i

---

<sup>2</sup> GICS är ett klassificeringssystem framtaget av Morgan Stanley och Standard and Poor's och används bland annat på OMX Nordic. Systemet innehåller tio olika sektorer och underbranscher. Finans innehåller underbranscherna Bank, Försäkring och Fastigheter. Industri innehåller bland annat Försvar, Bygg, Maskiner och Lastbilar.

fokus i debatten. Valet av Industri skedde utifrån att även det är en sektor som till en följd av den världsomspännande konjunkturella nedgången har påverkats stort.

Finans och Industri är de två största sektorerna på OMX Large Cap med totalt 30 bolag. Urvalet omfattar därmed ungefär hälften av alla bolag på OMX Large Cap.

Vidare har vi valt att studera bolag inom OMX Large Cap. Detta innebär bolag på Stockholmsbörsen med ett konsoliderat börsvärde över en miljard euro. Anledningen till detta är att större bolag rimligen ofta har mer omfattande bonusprogram och ofta är mer framträdande i samhällsdebatten.

Vi har valt att fokusera på svenska bolag då det underlättar informationsinsamlingen. Valet av utländska bolag hade även kunnat medföra försvårande faktorer såsom olika nationella attityder till bonus- och incitamentsystem i form av acceptans av maktdistans och hierarkiskt avstånd.

### 1.5 Disposition

Vi har i det inledande kapitlet gått igenom en bakgrund och problemformulering som har lett fram till studiens syfte. Uppsatsens fortsatta disposition ser ut som följer:

*Kapitel 2 – vägen till svaren.* I detta kapitel går vi igenom de metod- och designval som ligger till grund för studien. Urvalsmetodiken och logiken bakom urvalet kommer att presenteras samt hur insamlingen och analysen av data kommer att genomföras. Kapitlet avslutas med ett avsnitt om studiens generaliserbarhet.

*Kapitel 3 – forskning och teorier på fältet.* Här kommer för studien relevant forskning presenteras. Kapitlet är uppdelat i tre huvudsakliga delar, nämligen teori om informationsasymmetri, principal/agent-teori samt forskning om incitament i organisationer. Vi kommer även att presentera viss lagstiftning på området.

*Kapitel 4 – förutsägelser från teori.* Här presenterar vi våra teorier om hur programmen bör vara utformade utifrån den inledande bakgrunden, problemformuleringen och den presenterade teorin.

*Kapitel 5 – Framställning av insamlat material.* Detta kapitel presenterar insamlad data och lägger grunden för senare analys. Presentationen av data utgår från analysmodellen som tidigare har presenterats.

*Kapitel 6 – tendenser i det empiriska materialet.* Empirin som presenteras i kapitel 5 kommer här att analyseras och eventuella trender och skillnader kommer att identifieras.

*Kapitel 7 – studiens resultat och slutsats.* I detta kapitel kommer vi att presentera våra resultat och studiens slutsats. Vi kommer även att föra en diskussion om studiens generaliserbarhet samt ge förslag på fortsatt forskning som kan komplettera vår studie.



## 2. Vägen mot svaren

Vi kommer här att presentera metoden för hur undersökningen fortlöpt. En kortfattad överblick kring hur studien är beskaffad kommer inledningsvis att presenteras för att efter detta vidare beskriva studiens olika moment. Ytterligare moment som kommer att diskuteras är urval av undersökningsobjekt, informationsinsamling och analysmodell. Avslutningsvis kommer vi också att föra en diskussion kring studiens möjligheter till generalisering utanför de valda objekten.

### 2.1 Metodologisk överblick

Som vi presenterat i inledningen har valt vi att undersöka incitamentsprogram hos svenska bolag på OMX Large Cap. Studien har därför haft karaktären av en fallstudie. Eftersom syftet är att förklara har vi först gjort en beskrivande del för att senare jämföra denna med teori. Vi har valt att göra detta genom att upprätta förutsägelser utifrån vad teorin föreskriver tillsammans med debatten som förts både inom massmedia och inom forskarvärlden. Den beskrivande delen kommer därför att kunna besvara om det finns sektorsskillnader i hur de aktierelaterade incitamentsprogrammen är uppbyggda. Den jämförande delen besvarar istället frågeställningen hur detta förhåller sig till teori på området.

Den första delen av studien är till sin natur beskrivande då frågeställningen är explorativt formulerad. Detta är ett viktigt steg för att vi senare skall kunna relatera materialet till teori. Den valda uppdelningen är gjord för att lättare kunna särskilja de olika moment som blir karaktäristiska för de olika typerna av angreppssätt. Trots att studien till viss del är tudelad är detta val gjort med avsikt att skapa en helhet kring förståelsen för de aktierelaterade incitamentsprogrammen inom de valda bolagen. Vi ser det därför som ett naturligt steg i uppsatsens genomförande.

Inför studiens genomförande studerades litteratur och teorier på området för att kunna skapa en större förståelse kring ämnet och för att kunna orientera oss på det akademiska fältet. Efter den initiala fasen av litteraturstudier samlades information in, vi återkommer nedan till denna fas, parallellt med detta fortsatte litteraturstudierna, dock i mindre omfattning. Efter att informationsinsamlingen genomförts kompletterades den inhämtade teoretiska kunskapen genom ytterligare litteraturstudier för att öka förståelsen för det insamlade materialet. Den här typen av tillvägagångssätt är typiska då en grundläggande kunskap finns kring det tänkta materialet finns men informationsinsamlingen leder till att ytterligare kunskap krävs för att i full utsträckning kunna analysera materialet, detta tillvägagångssätt är också känt inom metodlitteratur som *abduktion* (Patel & Davidson, 2003).

Vi har vidare valt att använda oss av ett kvalitativt angreppssätt för att besvara frågeställningarna i uppsatsen. Det är även tänkbart att ett kvantitativt tillvägagångssätt skulle vara möjligt. Motiveringen till att detta inte valts är att vi ämnar undersöka ett färre



antal objekt för att på det sättet kunna öka djupet. Vi anser detta nödvändigt eftersom det material som kommer ligga till grund för analysen i sig är av kvalitativ art.

### 2.2 Val av design

Valet av design är ett grundläggande metodställningstagande som bör göras innan studien inleds, detta för att försäkra sig om att studien i realiteten bereder möjlighet för att besvara frågeställningarna och därmed också syftet. Vi har med detta som bakgrund valt att använda oss av en fallstudiedesign för att få det djup som vi anser krävs för att studien skall kunna förklara de komplexa processerna som vår problematik innefattar. Eftersom det rör sig om en kvalitativ studie lämpar sig fallstudiedesignen ytterligare då de båda är tätt sammankopplade. Ytterligare ett argument för fallstudien som tillvägagångssätt är att vi inledningsvis kommer att beskriva hur de aktierelaterade incitamentsprogrammen skiljer sig åt för att efter detta koppla detta till teori (de Vaus, 2001).

Som vi tidigare nämnt påverkar valet av design också möjligheten till att dra slutsatser från studien. Det finns inom varje design inbyggda styrkor och svagheter vilka bereder olika möjligheter till slutsatser. Bland flera pekar de Vaus (2001) på de problem som uppkommer då fallstudien väljs som metod. Generellt anförs att fallstudiedesignen bereder en god möjlighet till att kunna förklara det fall som undersöks, den interna validiteten (Svensson & Starrin, 1996). I motsats till det som nyss nämnts leder dock fallstudiedesignen till svårigheter att generalisera slutsatserna utanför det egna fallet (de Vaus, 2001), något som inom metodlitteratur ofta benämns som den externa validiteten (Trost, 2005; Svensson & Starrin, 1996). Vi väljer här att framhålla att trots att dessa styrkor och svagheter föreligger innebär det inte per automatik att en studie som designats som en fallstudie kommer att leda till god intern validitet och mindre god extern validitet. Med hjälp av det urval av undersökta bolag vi kommer presentera nedan och hur urvalet har gjorts kommer bland annat problematiken kring den externa validiteten att försöka minimeras. Med detta sagt vill vi dock framhålla att problematiken som diskuterats ovan inte på något sätt helt går att bortse ifrån.

En annan kritik som framhålls vid fallstudiedesign är problematiken kring forskarberoendet. Denna benämns inom metodlitteraturen ofta som intersubjektiviteten (Kvale, 1996; Svensson & Starrin, 1996). Eftersom studien kommer att baseras på material från bolagsstämmor och årsredovisningar kommer intersubjektiviteten inte att påverkas nämnvärt. Om insamlingen av information istället hade gjorts genom exempelvis intervjuer hade utrymme på ett annat sätt lämnats för påverkan av den som utför insamlingen, ett problem som vi i vår studie därmed inte behöver hantera. Eftersom det använda materialet är reglerat och tämligen standardiserat torde också skillnaderna mellan de bolag och de sektorer i form av vilket material som presenteras vara minimal. På samma sätt har vi för de valda bolagen försökt att samla in allt tillgängligt material vilket också minskar snedvridningen som kan tänkas påverkas av den som genomför studien, både medvetet och omedvetet.

### 2.3 Urval av bolag

Tillvägagångssättet vid urval får generellt en påverkan på hur väl resultatet kommer att kunna generaliseras till andra undersökningsobjekt. Detta är också fallet i vår studie. För att vi skall kunna generalisera våra tänkta resultat även till de bolag som vi inte undersöker har vi blivit tvungna att planera urvalsprocessen aktivt. Eftersom vi valt att avgränsa oss till bolagen på OMX Large Cap kommer också urvalet att ske utifrån dessa bolag. Precis som vid alla undersökningar är tiden en begränsande faktor, detta är ett argument mot ett totalurval där samtliga bolag och sektorerna de är hänförliga till studeras.

Vi valde inledningsvis istället att begränsa oss till fem bolag ifrån finanssektorn och fem från industrisektorn enligt GICS-klassificeringen. Trots att det inte rör sig om någon kvantitativ undersökning valde vi ändå att genomföra ett slumpmässigt urval för att öka intersubjektiviteten och möjligheten till att generalisera till andra bolag. Enligt Esaiasson et al. bör alltid ett slumpmässigt urval övervägas som första alternativ vid en beskrivande studie. Detta eftersom det banar störst möjlighet till extern validitet (Esaiasson, Gilljam, Oscarsson, & Wängnerud, 2007). Eftersom vi valde ut tio stycken bolag av 30 ansåg vi vid tillfället att resultatet borde bli rättvisande och generaliserbart. Genom att skriva upp de 30 bolagen i bokstavsordning uppdelat mellan sektorerna fick vi två listor, den ena med 16 namn och den andra med 14. Efter detta använde vi en slumpgenerator för att sortera bolagen på varje lista. De fem första bolagen från de olika sektorerna som vi slumpade fram utgjorde sedan undersökningsobjekten. Anledningen till att vi valde att inte bara slumpa fram fem bolag utan att istället rangordna dem var för att undvika ett scenario där bolag som vi inte kunde få fram information om kom med. Vi kommer närmare beskriva datainsamlandet under rubriken nedan.

De bolag som slumpades fram presenteras i tabellen nedan.

<b>Finans</b>	<b>Industri</b>
Industrivärden	Saab
Kinnevik	Securitas
Latour	Skanska
Melker Schörling	SKF
SEB	Volvo

Tabell 2. Inledande urval

### 2.4 Datainsamling

Eftersom årsredovisningar är material som bolagen offentliggör och därmed oproblematiske att extrahera valde vi att avvakta insamlandet av dessa. Genom kontakt med PricewaterhouseCoopers lyckades vi komma i kontakt med en av deras medarbetare, Maria Terrvik, som arbetar med corporate finance. På detta sätt har vi fått ta del av PwC:s studie "Aktierelaterade incitamentsprogram i noterade bolag". Då denna studie innefattar ett betydligt större underliggande material har denna främst använts som bakgrund till

området. Det underliggandet materialet i form av kallelser till samt protokoll från bolagsstämmor har vi fått hjälp att samla in av PwC. Vi har utöver detta också samlat in extra material för att få en så heltäckande bild som möjligt. Efter att material insamlats via PwC samlade vi även in årsredovisningsmaterial från de tio bolagen. Detta totala material kom initialt att utgöra det totala undersökningsmaterialet.

### 2.5 Analys av insamlat material

Vid den här typen av studier är det nästintill oundvikligt att inte börja analysera materialet redan vid insamlingen. Direkt vid genomläsning av materialet för att kunna bedöma om materialet är relevant börjar instinktivt analysen. Därför blir av naturliga skäl den klassiska uppdelningen av empiri och analys i vårt fall något diffus. Vi kommer ändå att i den utsträckning det går att skilja dem åt i dispositionen av uppsatsen.

Eftersom vi har ett kvalitativt angreppssätt för att besvara vår frågeställning blir också analysen av kvalitativ art. Det är fullt tänkbart att en kvantitativ analys likväl till viss del skulle kunna besvara våra frågor. Motiveringen till att istället välja en kvalitativ analys är delvis att antalet bolag ändå inte utgör en allt för betungande del. Eftersom vi genom att undersöka tio bolag ändå undersöker en tredjedel av alla bolagen på listan finns möjligheten att djupare analysera materialet än vid ett tillfälle där samtliga listor skall undersökas. Då denna möjlighet föreligger och materialet främst är i form av text snarare än siffror, kallelser och bolagsstämmor kontra årsredovisningsmaterial, kommer vi därför att kunna extrahera en annan sorts information ur materialet genom en kvalitativ analys.

Mer praktiskt har analysen varit en form av kvalitativ textanalys (Esaïsson, Gilljam, Oscarsson, & Wängnerud, 2007) där materialet genomlästs på ett flertal olika sätt. Ett argument för att använda den här typen av analys är då det undersökta materialet inte är fullt standardiserat, i vårt fall innebär det exempelvis att de olika bolagen kan ha olika namn på sina olika delar av de aktierelaterade incitamentsprogrammen. Om vi på ett kvantitativt sett skulle sökt efter nyckelord i olika dokument skulle vi få svårt att uttala oss om vad resultatet av detta verkligen skulle innebära. På samma sätt kan vid en första anblick vissa bolag ha ett mindre utbrett incitamentsprogram uttryckt rent lingvistiskt men vid en närmare granskning av dokumenten kan det möjligtvis förhålla sig på ett annat sätt.

För att lättare hantera den mängd data som insamlades valde vi att konstruera en analysmodell. Vi identifierade de vanligast förekommande dimensionerna av de aktierelaterade incitamentsprogrammen. Efter detta upprättade vi ett excelark där de olika karaktäristikorna tilldelades egna celler. Efter detta genomlästes materialet och information extraherades med analysmodellen som bakgrund. På detta sätt var vi hela tiden tvungna att

## 2. Vägen mot svaren

---

uttolka ur informationen vilken typ av program det rörde sig om och hur detsamma var beskaffat.<sup>3</sup>

Efter detta steg upptäckte vi dessvärre att bilden inte blev komplett med de tio bolagen som slumpats fram. Programmen spretade mycket och det var svårt att se några tendenser överhuvudtaget. Detta gjorde att vi blev nyfikna på om det rörde sig om ett oavsiktligt skevt urval eller om verkligheten inom programmen var så kaotisk som det enligt vårt material verkade. Vi började därför undersöka de övriga bolagen inom sektorerna och insåg snart att materialet behövde kompletteras. Redan från undersökningens start diskuterades om ett totalurval ändå inte var det mest korrekta. Då en tredjedel av bolagen valts ut verkade det initialt inte som nödvändigt men som nämnts blev materialet spretigt. Med detta som bakgrund valde vi att återigen samla in information för de resterande 20 bolagen<sup>4</sup>. Denna information insamlades på samma sätt och analyserades som de första tio bolagen. Då detta gjorts tornade en klarare och mer komplett bild fram varför också framställning av materialet fortsatte att göras.

När analysmodellen fulltecknats med samtliga bolag påbörjades den mer detaljerade framställningen som återfinns under avsnittet "Framställning av insamlat material". Efter detta skedde den djupare analysen av bolagen som slutligen mynnade ut i en prövning av våra uppställda förutsägelser. På detta sätt blev analysen en kombination av kvalitativ textanalys och en idealtypsanalys.

Redan här bör den uppmärksamma läsaren reagera på subjektiviteten i analysen. Vid den här typen av analys är det ofrånkomligt att olika personer som studerar materialet skulle kunna komma fram till olika slutsatser eller förutsägelser. Det finns dessvärre inget sätt att kunna kringgå detta problem. Det går dock att försöka minimera det genom att vara öppen med problematiken, öppet redogöra för hur analysen gjorts och slutligen låta eventuell granskning möjliggöras genom att allt empiriskt material hålls tillgängligt. Vi har löpande valt att referera till materialet som också är officiellt varför det inte bör vara behäftat med några större svårigheter att granska de analyser som gjorts i studien.

### 2.6 Generaliserbarhet

Vi har ovan gjort en genomgång av uppsatsens olika moment. Vi har under varje delmoment mer eller mindre berört problematiken med generaliserbarhet och hur vi gjort för att minimera problemen och därmed öka möjligheten till generaliserbarhet. Vi kommer här att föra en diskussion som tar upp problematiken på ett sammanvägt sätt för studien som helhet.

---

<sup>3</sup> De olika karakteristika i analysmodellen var (1) optionsprogram, (2) syntetiskt program, (3) aktiesparprogram, (4) aktiebonusprogram, (5) program endast riktat till nyckelpersoner, (6) utspädning/nyemission samt (7) prestationsvillkor. De sex första punkterna besvarades med "ja" eller "nej", samtidigt som den sjätte punkten besvarades kvalitativt. I prestationsvillkor angavs inte eventuella målnivåer utan vilken sorts villkor som var bundet till programmet.

<sup>4</sup> Se bilaga 1 för det totala urvalet.

Valet av fallstudie som design har som tidigare nämnts inbyggda problem med extern validitet och intersubjektivitet men en i gengäld starkare intern validitet. För att komma till rätta med bristen på extern validitet valde vi att ha en stor del av den totala populationen som undersökningsobjekt för att senare övergå till att inkludera samtliga bolag. Genom detta förfarande utesluts problematiken med extern generaliserbarhet. Gällande intersubjektiviteten valde vi att studera tryckt material och inte att själva genomföra exempelvis intervjuer där intervjuaren har större möjlighet att påverka utfallet. På samma sätt har urvalet initialt skett slumpmässigt för att senare inkludera samtliga bolag vilket ytterligare ökar intersubjektiviteten. Ytterligare ett argument för att problematiken med intersubjektiviteten lyckats kringgås är att endast officiella dokument studerats där flera av dessa styrs av ramlagstiftning och regleringar vilket leder till en likriktning av materialet.

Det största problemet i vårt fall för att slutgiltigt kunna säga att vårt resultat är giltigt utanför de undersökta objekten är, som också nämnts tidigare, analysmomentet. Denna svaghet är något som vi varit medvetna om och något som vi försökt undvika genom öppenhet och den analysmodell som konstruerats.

### 2.7 Sammanfattning

För att summera avsnittet kortfattat och återknyta till de olika momenten vi beskrivit ovan har det alltså rört sig om en kvalitativ fallstudie där fallet varit de eventuella skillnaderna i incitamentsprogrammets utformning. För att kunna besvara forskningsfrågorna och uppfylla studiens syfte valde vi initialt att göra ett slumpmässigt urval av tio bolag på OMX Large Cap, där fem bolag var från industrisektorn och fem från finanssektorn enligt CIGS-klassificeringen. Efter detta utökades studien till att omfatta alla 30 bolagen inom de båda sektorerna. Materialet som låg till grund för studien var kallelser, protokoll från bolagsstämmor, årsredovisningar och så vidare. Detta material analyserades sedermera genom kvalitativ textanalys kombinerat med en egenskapad analysmodell. Resultatet av detta analyserades ytterligare med utgångspunkt att söka skillnader mellan sektorerna. Avslutningsvis analyserades hur dess skillnader förhöll sig till de förutsägelser vi formulerat för hur vi ansåg att tänkbart borde vara. Detta mynnade sedan ut i en slutsats för att besvara då båda forskningsfrågorna och på det sättet uppfylla syftet på undersökningen. Vi kommer i det följande kapitlet att presentera referensramen i form av tidigare forskning och lagstiftning som ligger till grund för undersökningen.

## 3. Forskning och teorier på fältet

*I detta avsnitt kommer vi gå igenom relevant tidigare forskning. Vi kommer fokusera på förekomsten av och effekterna av asymmetrisk information, principal/agent-teorin samt hur incitament i bolag förväntas styra olika aktörers beteende. Vi presenterar även relevant lagstiftning.*

### 3.1 Informationsasymmetri

Ett övergripande problem vid alla sorters styrning är olika aktörers tillgång till information, även kallat informationsasymmetri. Kortfattat kan nämnas att skillnaden i information leder till en styrproblematik där det för den styrande parten uppstår kostnader för att få den styrda parten att agera i enlighet med den styrande partens önskemål. De vanligaste exemplen som brukar anföras är informationsasymmetrin mellan köpare och säljare. Det är dock ingen väsentlig teoretisk skillnad mellan köpare/säljare och ägare/ledning varför teorin går att tolka analogt.

Enligt Bebchuk (2002) påverkar det informationsövertag som ledningen har gentemot ägarna kontraktsutformningen och prissättningen, i vårt fall blir den analoga tolkningen utformningen av incitamentsprogrammen. Som störst blir problematiken med informationsasymmetrin i onoterade bolag där insynen i den direkta verksamheten försvåras för ägarna, men problematiken kvarstår också till stor del i noterade bolag såsom de vi ska undersöka. Eftersom insynen ofta begränsas till det officiella materialet som bolaget släpper ifrån sig blir skillnaden i information mellan aktieägare och ledning än större. I sin artikel beskriver Bebchuk ett scenario där grundaren till bolaget ofta också utgör en betydande del av ledningen. I vårt fall är det endast ett fåtal av bolagen som har den strukturen men kontentan av det som lyfts fram är att den person som länge verkat inom en organisation känner densamma bättre, vilket även borde gälla för den ledning som har full insyn i bolaget och där oftast ett flertal av personerna i ledningen varit aktiva i bolaget en längre tid.

Eftersom alla de undersökta bolagen är noterade blir inte ägarbilden enhetlig. Flera av bolagen är populära hos småsparare utan något reellt inflytande vid stämmor, istället kontrolleras bolagen av ett fåtal personer eller institutioner med stora innehav. Dessa är oftast mycket kapitalstarka investerare som har ett diversifierat ägande med ett flertal bolag i portföljen. Detta leder till att ägarna till viss del delegerar sitt ägaransvar till styrelsen då de inte själva har möjligheten att i någon större utsträckning sätta sig in i allt för långtgående operationella beslut i verksamheten, något som ytterligare spär på informationsasymmetrin.

De kostnader som är hänförliga till att försöka likrikta ledningens intresse med ägarnas på grund av den asymmetriska informationen kallas agentkostnader. Bebchuk (2002) kopplar dock ihop den asymmetriska informationen med agentkostnaderna genom att den asymmetriska informationen leder till ett ineffektivt ledningsarrangemang. Genom ett antagande om att kassaflödet är positivt korrelerat med den personliga vinningen för

ledningen kommer det inte finnas ett jämviktsläge där investerarna inte erbjuds ett optimalt skydd vilket leder till agentkostnader.

Att beskriva problematiken kring asymmetrisk information och inte nämna det smått klassiska exemplet med marknaden för begagnade bilar är svårt. I kortfattade ordalag handlar exemplet om en marknad för begagnade bilar där köpare och säljare möts för att göra affärer. Skillnaden i information mellan köpare och säljare består i att säljaren är den som brukat bilen och också därför vet mer om hur skicket på bilen är. Om en säljare vill sälja sin bil men på marknaden upptäcker att en motsvarande bil som han själv vill sälja fast i sämre skick är till salu vill han av naturliga skäl ha mer betalt för sin egen bil. Köparen å andra sidan som inte har samma information kan bara anta att alla bilar är av ett genomsnittsskick och därför endast kan bedöma prisbilden och kommer därför att välja den billigare av de två. På detta sätt kommer säljaren inte att vara intresserad att sälja sin bil och endast bilar i sämre skick kommer att säljas, så kallade "lemons" (Akerlof, 1970). Den asymmetriska informationen har således påverkat aktörernas agerande till det negativa.

Teorin inkluderar dock inte att köparen själv kan tillskansa sig information och att säljaren kan tänkas ha ett rykte att tänka på. Tätare kopplat till vårt fall har potentiella aktieägare möjlighet att med hjälp av till exempel finansiella rapporter undersöka bolaget relativt långtgående med den information som finns tillgänglig även om denna inte är fullständig. På motsvarande sätt har ledningen ett ansvar gentemot aktieägarna vilket också kan utkrävas om inte ledningen agerar i dessas intresse.

#### 3.2 Lagstiftning på området

För att reglera hur styrningen skall se ut i svenska bolag har lagstiftning använts på området för att uppnå en harmonisering. Enligt Aktiebolagslagens åttonde kapitel, åttonde paragrafen är det aktieägarna som tillsätter styrelsen i bolaget på bolagsstämman. Det är sedan denna i sin tur som utser verkställande direktör för bolaget (ABL 8 kap § 29). Enligt ABL 8 kap § 5 har även styrelsen skyldighet att upprätta skriftliga riktlinjer för när och hur information om exempelvis bokföring och andra ekonomiska dokument skall rapporteras till styrelsen.

Styrelsen ska upprätta riktlinjer för VD gällande arbetsordning och arbetsfördelning mellan VD och styrelse (ABL 8 kap § 7). Detta är av särskild viktigt i vårt fall då detta påverkar VD:s möjlighet att tillskansa sig egna nyttor i bolaget, dessa benämns också agentkostnader.

#### 3.3 Principal/agent-teori

Principal/agent-teorin bygger på antagandet att en överordnad principal ersätter en underordnad agent för att utföra ett arbete i principalens intresse. Principalen delegerar befogenheter och resurser till agenten som i sin tur är ansvarig för att utföra de tjänster som efterfrågas. Agenten rapporterar sedan sina aktiviteter till principalen som utvärderar det utförda arbetet. Detta innebär att risk överförs från principalen till agenten. Då både

### 3. Forskning och teorier på fältet

---

principalen och agenten är rationella aktörer riskerar således deras mål att vara ickekongruenta (Jensen & Meckling, 1976).

Principal/agent-teorin har sitt ursprung i en långtgående diskussion om hur ett bolag fungerar och vad som påverkar ett bolags ägarstruktur. Teorin förutsätter att det i ett bolag föreligger separering mellan ägande och styrning av bolaget samt att det föreligger en informationsasymmetri mellan dessa två grupper (Jensen & Meckling, 1976).

Teorin ämnar förklara varför bolag och deras anställda inte alltid uppträder rationellt i meningen vinstmaximerande eller maximerande av framtida kassaflöden. Anledningen till detta är enligt teorin att den enskilda agentens mål kommer att avvika från principalens mål (Jensen, 1994). Genom att införa ett system där agenten kompenseras dels för det ökade risktagandet och dels för ökad produktivitet kan dock riskovilliga agenter påtvingas arbetsförhållanden som är suboptimala (Holmstrom & Milgrom, 1991).

Ett principal/agent-förhållande innebär att agentkostnader (*agency costs*) uppstår. Jensen och Meckling (1976) definierar agentkostnader som summan av principalens kostnader för att övervaka agenten, principalens kontraktskostnader samt den välfärdsförlust som inträffar då agentens intresse avviker från principalens intresse. I ett bolag där ledningen även äger bolaget är agentkostnaden noll. Agentkostnaden är således en kostnad ett bolag ådrar sig då den separerar ägande från styrning (Ang, Cole, & Lin, 2000).

I ett bolag med externt ägande där ägarandelarna handlas på en öppen marknad kommer köparna att inkludera agentkostnader i aktiepriset. Då andelen av externt ägande ökar kommer ledningens incitament att genomföra lönsamma aktiviteter minska, detta eftersom en större andel av utfallet kommer att tillfalla andra intressenter. Det innebär att ledningens nytta i form av minskad ansträngning kan leda till att aktiviteter som innebär en minskning av bolagets värde kommer att genomföras (Jensen & Meckling, 1976).

#### 3.4 Incitamentsteori

Jensen och Murphy (1990b) pekar på att det föreligger en intressekonflikt mellan aktieägare och ledning i noterade bolag. Svårigheterna i att utforma kontrakt som minimerar diskrepansen mellan de olika intressenterna ligger således i att principalen, i detta fall aktieägarna, inte har fullständig information. Principalen har ofta inte tillgång till fullständig information om ledningens agerande och i många fall inte heller till vilka valmöjligheter ledningen i bolaget har. För att hantera detta kan ägarna utforma incitamentssystem som ökar ledningens vilja att agera på ett för ägarna fördelaktigt sätt. Prendergast (1999) visar i sin genomgång av tidigare empiriska studier på området att incitamentssystem fungerar för att påverka agents beteende på detta sätt.

Utformningen av incitamentssystem i noterade bolag kan utgå från såväl subjektiva som objektiva mått. Objektiva mått innefattar till exempel vinst- och omsättningsmål och är således lätt kvantifierbara. Objektiva mått har dock nackdelen att det är svårt att finna den



### 3. Forskning och teorier på fältet

---

optimala nivån på de mått som är kopplade till incitamentssystemet. Ytterligare ett problem ligger i att det är agenten som har information om vilket utfall som är såväl realistiskt som önskvärt. Det är således förknippat med kostnader att på förhand definiera program för olika tänkbara utfall. Objektiva program kan även leda till att anställda i för hög utsträckning fokuserar på de faktorer som mäts snarare än de faktorer som innebär att bolaget behåller sin lönsamhet (Baker, Jensen, & Murphy, 1988).

Då objektiva mått är manipulerbara är subjektiva mått ett annat sätt att utforma incitamentssystem. Detta är dock behäftat med andra problem då subjektiva utvärderingar kan leda till konflikt om den som blir bedömd inte instämmer i bedömningen (Baker, Jensen, & Murphy, 1988) samt att det är svårt och förknippat med kostnader för en utomstående att bedöma huruvida bedömningen är skälig (Prendergast, 1999).

Baker (1992) pekar på att noterade bolag särskiljer sig från ickenoterade bolag såtillvida att de har ett klart observerbart mål i form av bolagsvärdet. Även om det då är rimligt att incitamentsprogrammen är kopplade till börsvärdet pekar Baker på att den enskilda individens möjlighet att påverka börsvärdet är så liten att ett sådant bolag ändå i vissa lägen får förlita sig på operationaliseringar av det övergripande målet i form av till exempel försäljningsmål och divisionsmål.

Såväl objektiva som subjektiva mått kan manipuleras för att påverka utfallet av ett incitamentsprogram. I litteraturen kallas detta beteende för "*gaming*". Detta innebär till exempel att en anställd fokuserar på kvantitet snarare än kvalitet i de fall där målet är antalet tillverkade produkter eller att en chef som belönas baserat på redovisad vinst kan tänkas påverka det redovisade resultatet genom att tänka kortsiktigt snarare än långsiktigt (Baker, Jensen, & Murphy, 1988). I de fall där två likvärdiga alternativ föreligger riskerar ett incitamentssystem som belönar en av aktiviteterna att även det leda till snedvridande effekter genom att mer tid och resurser då kommer att läggas på den aktivitet som ger högst avkastning för den enskilda medarbetaren snarare än den aktivitet som är mest gynnsam för bolaget (Prendergast, 1999).

Holmstrom (1982) påpekar att ytterligare ett sätt att utvärdera en agents handlande är genom relativ jämförelse. Agenten jämförs då med likvärdiga aktörer, till exempel konkurrerande ledningar inom motsvarande bransch eller marknad. Således blir incitamentssystemet i högre utsträckning kopplat till faktorer som är påverkansbara för ledningen (Jensen & Murphy, 1990b).

Ytterligare ett val vid utformandet av incitamentssystem är huruvida systemet ska vara baserat på ett redovisat värde eller ett marknadsvärde. Incitamentssystem i vilka ledningen blir belönad baserat på redovisat värde ger inte bara upphov till tidigare nämnda problematik med kortsiktigt tänkande och manipulation av redovisningen, utan även till att långsiktigt lönsamma investeringar riskerar att inte bli gjorda då de positiva effekterna av sådana investeringar kan ligga långt fram i tiden. Detta innebär att investeringar med högt

### 3. Forskning och teorier på fältet

---

nuvärde riskerar att sållas bort till förmån för mer kortsiktigt lönsamma, men i slutänden inte lika lönsamma, projekt (Jensen & Murphy, 1990b).

Lindblom och Sjögren (2009) pekar på att agenter som utvärderas på redovisningsmässiga grunder kan komma att få en missvisande utvärdering. Anledningen till detta är att det redovisade resultatet av en period eller en investering, på grund av svårigheterna att visa en rättvisande bild vad gäller avskrivningarna, inte ger en tillräcklig grund för utvärdering av agentens prestation. Detta leder i sin tur till att investeringar som utvärderas enligt redovisningsmässiga grunder snarare än huruvida de är värdeskapande eller ej kommer att leda till olönsamma beslut. Orsaken till detta är att räntabiliteten under en investerings initiala skede är låg för att, givet konstanta kassaflöden och en konstant avskrivningstakt, öka under den ekonomiska livslängden. En investering som inte kortsiktigt ger en tillfredsställande räntabilitet löper således risken att väljas bort oavsett om den är lönsam på lång sikt eller inte. Likaledes kan kortsiktigt lönsamma investeringar som utvärderas enligt redovisningsmässiga grunder men som inte är lönsamma enligt dess nuvärde eller räntabilitet över den totala livslängden godkännas.

Slutligen pekar vissa forskare på att målinkongruensen i en organisation gör att det är svårt att definiera framgång. Inflytelserika aktörer såväl inom som utanför organisationen kan se andra mått och mål än de rent ekonomiskt lönsamma. Detta inkluderar till exempel att genomföra icke-lönsamma aktiviteter för att upprätthålla en organisations goda rykte. Sådana krav går ej att bortse från (Jensen & Murphy, 1990b).

## 4. Förutsägelser från teori

Vi har i det föregående kapitlet presenterat en genomgång av teori på området. Utifrån vårt urval av bolag och sektorer kommer vi därför ställa upp två idealtyper grundat på teorigenomgången, bakgrunden och vår förhandskunskap.

### 4.1 Förutsägelser rörande antalet program

Det är vår uppfattning att empirin bör visa en minskning av det totala antalet program på grund av den kritik som har riktats mot incitamentsprogram i stort. Minskningen bör vara mer markant i finanssektorn än i industrisektorn. Detta motiveras med att finanssektorn och framförallt bankerna däri har varit utsatt för starka påtryckningar från externa intressenter i form av ägare, regleringsorgan och massmedia. Detta bör leda till att förslagen på årsstämmorna 2009 innehåller färre program än tidigare.

Vad gäller industribolagen är vår förutsägelse att de bör uppvisa en mindre förändring än finansbolagen. Detta motiveras med att industribolagen inte är utsatta för samma påtryckningar som finansbolagen utan snarare lider av minskad omsättning och minskad efterfrågan. Dessa svängningar och den likviditetssituation det leder till är dock något som bolagen i lågkonjunktur bör vara vana vid att hantera. Fokus på långsiktiga lösningar genom incitamentsprogram kopplade till börsutvecklingen på längre sikt bör således lämna antalet program tämligen oförändrat. Det är även för ägarna till viss del gynnsamt med rörlig ersättning i lågkonjunktur då den totala ersättningen rimligen bör sjunka i sämre perioder.

### 4.2 Förutsägelser rörande programmets utformning

Vår förutsägelse rörande hur programmen är utformade tar sig formen av två stycken idealtyper. Våra idealtyper utgår från tre faktorer. Dessa är (1) programmets omfång, det vill säga vem eller vilka programmet är riktade mot, (2) vilken sorts prestationsvillkor som bör vara kopplade till programmet samt (3) vilka subjektiva faktorer som bör tas i åtanke.

	Finans	Industri
Omfång	Nyckelpersoner	Nyckelpersoner Övriga
Prestationsvillkor	Marknadsrelaterade	<b>För nyckelpersoner:</b> Marknadsrelaterade villkor <b>För övriga:</b> Redovisningsrelaterade villkor
Exempel på prestationsvillkor	Avkastning på aktie Börsutveckling	<b>För nyckelpersoner:</b> Avkastning på aktie Börsutveckling <b>För övriga:</b> Omsättningsmål Försäljningsmål
Subjektiva faktorer	Externa krav på insyn Risknivå	Krav på socialt ansvarstagande

Tabell 3. Förutsägelser utifrån teori

#### 4. Förutsägelser från teori

---

Vad gäller finanssektorn är det rimligt att programmen är riktade till nyckelpersoner inom bolaget. Detta då finansbolagens utveckling till stor del beror på de strategiska besluten. Prestationsvillkoren som är kopplade till detta är då marknadsrelaterade, vilket innebär att ett kortsiktigt beteende stävjas och långsiktighet uppmanas. Ett alltför kortsiktigt agerande hade inte gillats av marknaden och därmed återspeglats i aktiekursen. Detta är även i enlighet med Baker (1992) genom att påverkansbarheten i prestationsvillkoren bör vara högre för nyckelpersonerna än för övriga medarbetare. Vi anser även att idealtypen inom finanssektorn bör ta hänsyn till det politiska tryck som finns runt framförallt banksektorn sedan finanskrisen slog igenom med full kraft 2008 i enlighet med Jensen & Murphy (1990b). Det är vår uppfattning att framförallt bankerna inom finanssektorn bör vara öppna med sin redovisning av alla sorters incitamentsprogram. Vad gäller de aktierelaterade incitamentsprogrammen är en rimlig målsättning att uppfylla och överträffa upplysningskraven i IFRS 2. Det är även tänkbart att krav på risknivåer kommer att efterfrågas från ägare och kunder. I bakgrunden presenterades hur dessa tankar redan i dagsläget diskuteras på regleringsnivå. Det är möjligt att sektorn genom att agera proaktivt kan undvika starkare regleringar genom att införa tydligare kopplingar mellan incitamentsprogram och risknivåer.

Vad gäller bolagen i industrisektorn inbegriper idealtypen för nyckelpersoner samma prestationsvillkor som för nyckelpersoner inom finanssektorn. Detta då det strategiska arbetet ska utföras med aktieägarnas långsiktiga värdeutveckling i åtanke. Ett incitamentsprogram för medarbetare längre ner i hierarkin kan implementeras baserat på de lägre chefernas avdelningsmål. Detta innefattar resultat- och omsättningsrelaterade mål. Det kan dock diskuteras huruvida ersättningen för medarbetare på lägre nivå ska vara aktierelaterad då påverkan på aktievärdet i bästa fall är marginellt på den nivån i organisationen, i enlighet med Baker (1992). Industribolagen verkar i en mer heterogen omgivning med verksamhet i ett flertal länder. Detta innebär att hänsyn måste tas till olika nationella beskattningssystem. Tänkbart kan vara att koppla de objektiva måtten till mer subjektiva mått i form av bolagets sociala ansvarstagande, det vill säga omtanke om miljö, medarbetare och arbetsformer. Detta då många intressentgrupper är intresserade av detta samt fler och fler investerare tar hänsyn till etik och moral i sina placeringar.

## 5. Framställning av insamlat material

I detta avsnitt kommer en genomgång av det empiriska utfallet av vår undersökning göras. Vi har utgått från analysmodellen i vilken samtliga bolag inom båda sektorerna har undersökts. Vi kommer att presentera ett antal diagram för att illustrera fördelningen inom varje sektor. Båda sektorerna kommer att presenteras samtidigt under varje rubrik för att underlätta jämförelser mellan de båda. Efter detta följer en bolagsspecifik genomgång.

### 5.1 Empirisk översikt

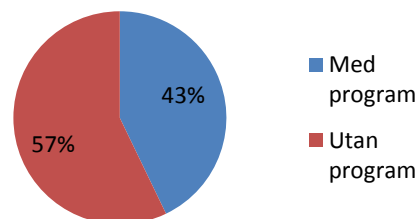
Den presenterade empirin baseras på analysmodellen vi presenterade i kapitel 2. Ur analysmodellen har vi valt att presentera fyra olika dimensioner, dessa är (1) hur stor andel bolag som har program, (2) hur programmen är utformade, (3) vilka prestationsvillkor som förekommer samt (4) huruvida programmen riktar sig till nyckelpersoner eller omfattar fler medarbetare.

#### 5.1.1 Andel bolag med program

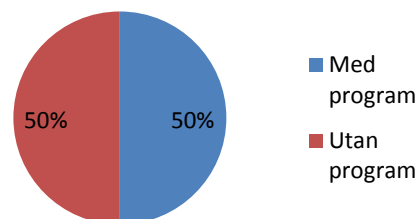
Inledningsvis kommer vi här att presentera hur fördelningen ser ut mellan bolag med aktierelaterade ersättningsprogram och de som inte har något program. Vi kommer genomgående att presentera utfallet för finansbolagen först och därefter för industribolagen, uppdelningen motiveras av den ökade tydligheten som detta medför. Vi kommer även att presentera fördelningen både utifrån årsredovisningarna 2008 samt enligt beslut på bolagsstämmorna 2009.

Hos finansbolagens årsredovisningar för 2008 presenterar 43 % av bolagen aktierelaterade ersättningsprogram. Andelen är något högre i programmen för 2009 och de bolag som har föreslagit program är desamma som 2008 hade program tillsammans med ett bolag som har tillkommit. Antalet program uppgår till tolv stycken i totalt sju bolag. Detta beror på att tre av bolagen har mer än ett program

#### Andel finansbolag med program -08



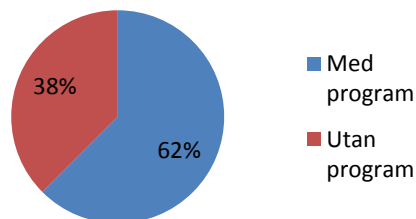
#### Andel finansbolag med program -09



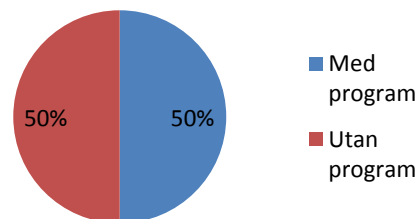
Figur 1. Andel finansbolag med program, 2008 (överst) och 2009 (underst)

Andelen av industribolagen med program enligt årsredovisningarna 2008 uppgår till 62 %. För programmen 2009 gäller att andelen bolag minskade med 13 procentenheter till 50 %. Anledningen till det är både Hexagon och Sandvik valt att inte förnya sina program 2009. I absoluta tal gäller att antalet bolag med program minskat från 10 till 8.

### Andel industribolag med program -08



### Andel industribolag med program -09

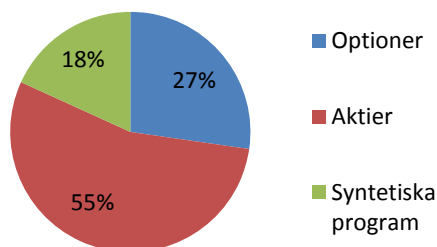


Figur 2. Andel industribolag med program, 2008 (vänster) och 2009 (höger)

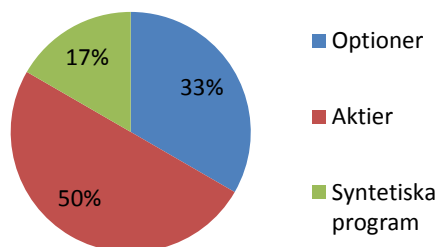
#### 5.1.2 Programmens utformning

Hos bolagen med program har vi valt att närmare studera fördelningen av de olika programmen. Programmen har, i linje med uppsatsens tidigare presentation, delats in i tre olika typer, dessa är (1) optionsprogram, (2) aktieprogram samt (3) syntetiska program. Vi har valt att klassificera såväl personal- som värdepappersoptioner som optionsprogram samt både syntetiska aktier och syntetiska optioner som syntetiska program. Fördelningen av program hos finansbolagen har varit relativt konstant med enbart mindre skiftningar, beroende på att de flesta bolag som 2008 redovisade aktierelaterade ersättningsprogram har valt att till 2009 inte förändra programmens utformning. De bolag som hade aktieprogram under 2008 har alltså även föreslagit detta under 2009. Ett optionsprogram har tillkommit vilket leder till att andelen optionsprogram ökar något.

### Programfördelning, finansbolag -08

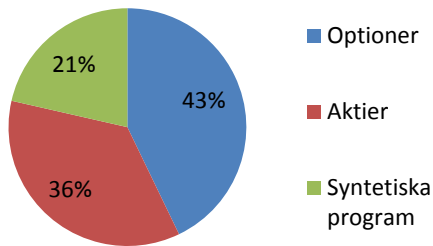


### Programfördelning, finansbolag -09

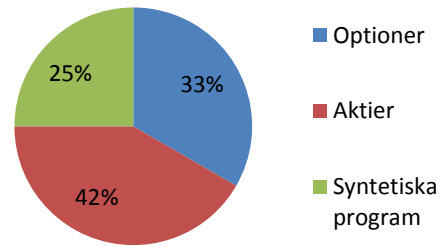


Figur 3. Fördelning av program för finansbolag, 2008 (vänster) och 2009 (höger)

### Programfördelning, industribolag -08



### Programfördelning, industribolag -09



Figur 4. Fördelning av program för industribolag, 2008 (vänster) och 2009 (höger)

Hos industribolagen är optioner samt aktierrelaterade program de vanligast förekommande programstrukturerna under 2008. Andelen optionsprogram minskar till 2009 till fördel för aktieprogram. Detta är hänförbart till att både Hexagon och Sandvik som valde att inte förnya sina program båda bland annat använde sig av en optionsstruktur. Procentuellt sett blir skillnaden relativt stor av denna anledning, övriga bolag har i princip inte gjort några förändringar i strukturen inom programmen.

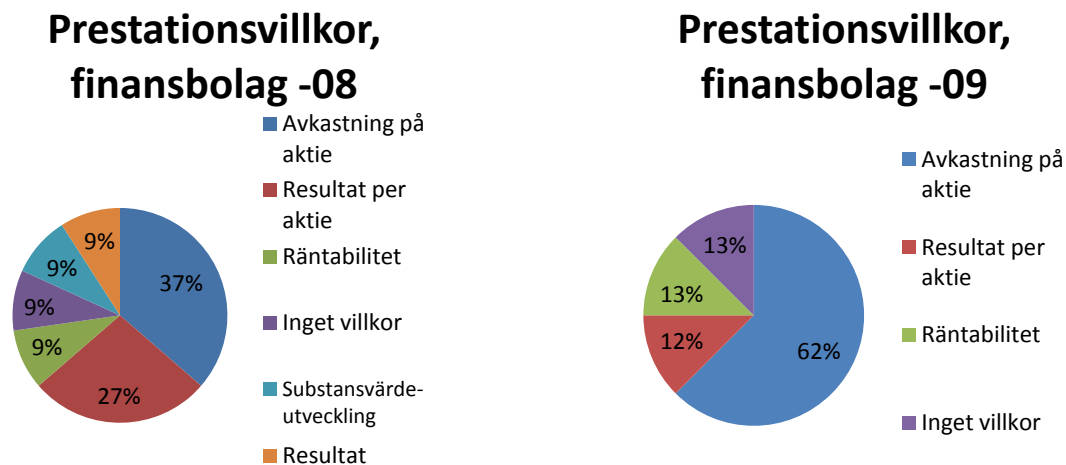
#### 5.1.3 Prestationsvillkor

Vad gäller de prestationsvillkor som är kopplade till de aktierelaterade ersättningarna är villkoren för 2008 fördelade på sex typer. Dessa är (1) avkastning på aktie, (2) resultat per aktie, (3) räntabilitetsrelaterade villkor, (4) resultat, (5) substansvärdeutveckling samt (6) omsättningstillväxt.

De flesta programmen inom finansbolagen är kopplade till prestationsvillkor. Detta är fallet i samtliga bolag förutom ett. Vad gäller optionsprogram så består flertalet av dessa av värdepappersprogram. Dessa är fritt överlåtbara och erbjuds till marknadsvärde och har därmed karaktären av ett förmånsprogram. I ett av fallen angavs inget prestationsvillkor i vår data överhuvudtaget, detta presenteras under "inget villkor".

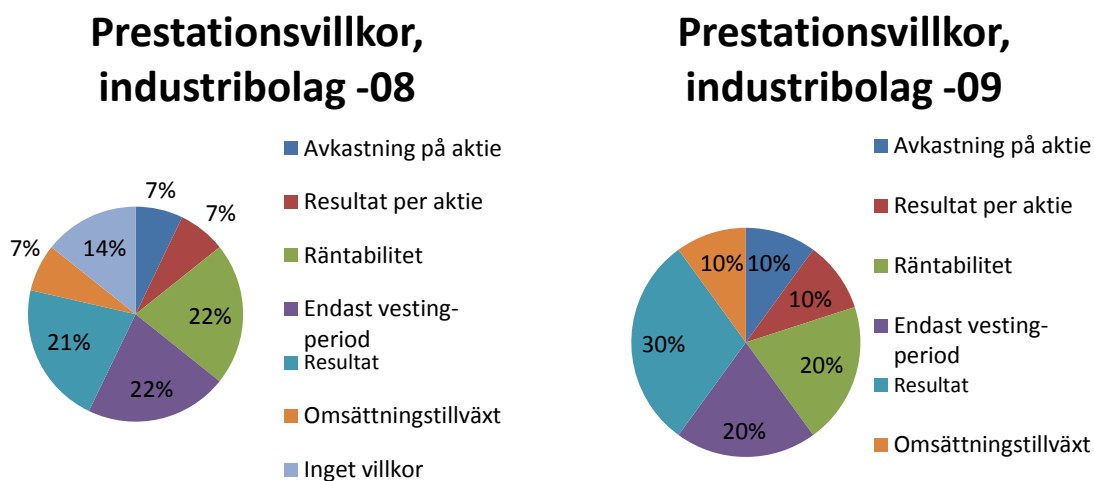
De huvudsakliga villkoren för programmen inom finansbolagen är avkastning på aktie samt resultat per aktie som tillsammans utgör över hälften av villkoren. Övriga villkor framgår av figurerna nedan.

Förslagen för 2009 års system visar en minskning av antalet olika villkor. Avkastning på aktie är det dominerande villkoret följt av program med räntabilitetsvillkor och resultat per aktie som villkor. Andelen räntabilitetsrelaterade mått är i absoluta tal konstant.



Figur 5. Prestationsvillkor kopplade till program för finansbolag, 2008 (vänster) och 2009 (höger)

För industribolagen är det 2008 vestingperiod, räntabilitetsvillkor samt resultat som är de vanligast förekommande villkoren för programmen. Inom sektorn kommer därefter program utan villkor. Inget av programmen inom industrisektorn använder sig utav ett mätkriterium där substansvärdets utveckling används, såsom i fallet med finanssektorn. Istället återfinns istället omsättningstillväxt som ett villkor. I förslagen till 2009 dominerar resultat som villkor. Den markanta skillnaden mellan sektorerna vad gäller villkoret vestingperiod kan förklaras med att antalet optionsprogram inom industribolagen är högre.



Figur 6. Prestationsvillkor kopplade till program för industribolag, 2008 (vänster) och 2009 (höger)

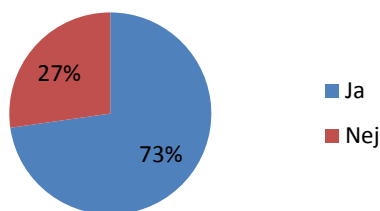


### 5.1.4 Programmens omfattning

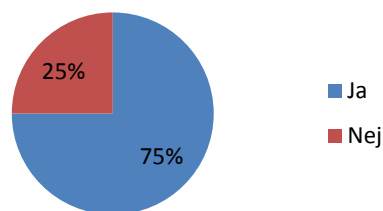
Programmets omfattning kan vara av två olika typer. Dels kan programmen vara riktade till nyckelpersoner i bolaget och dels mer generellt till ett större omfång anställda. Med nyckelpersoner avses i de flesta bolag styrelse, ledning, verkställande direktör och andra seniora chefer. I de fall då det existerar flera olika program inom samma bolag, till exempel ett för nyckelpersoner och ett för övriga anställda har detta beaktats. Det kan därför återfinnas fler program än antalet bolag med program. Vi anser det dock viktigt att ta med samtliga program varför också diagrammen grundar sig på detta.

Majoriteten av programmen inom finanssektorn är riktade mot nyckelpersoner och det föreligger enbart en marginell förändring av antalet program riktade enbart till nyckelpersoner till förslagen för 2009 års incitamentsprogram.

#### Nyckelpersoner, finansbolag -08



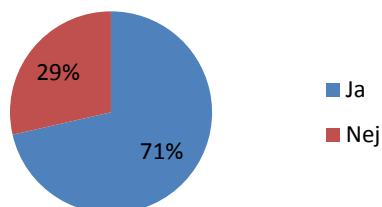
#### Nyckelpersoner, finansbolag -09



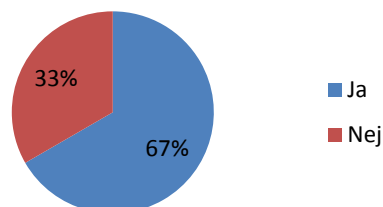
Figur 7. Programmets omfattning för finansbolag, 2008 (vänster) och 2009 (höger)

Inom industrisektorn är 71 % av programmen endast riktade mot nyckelpersoner under 2008 för att under 2009 krympa till 67 %. Denna trend är hänförlig till att vissa bolag inte valde att förnya sina program riktade till nyckelpersoner.

#### Nyckelpersoner, industribolag -08



#### Nyckelpersoner, industribolag -09



Figur 8. Programmets omfattning för industribolag, 2008 (vänster) och 2009 (höger)

## 5.2 Bolagsspecifik framställning av insamlat material

Vi kommer här att djupare återge det empiriska underlaget för att på så sätt fördjupa underlaget till den kommande analysen. Till skillnad från översikten kommer vi här att behandla bolagen enskilt och utgå från både den redovisade informationen i årsredovisningarna och de föreslagna programmen.

### 5.2.1 Genomgång av finansbolag

Fyra av bolagen inom finanssektorn på OMX Large Cap är de fyra storbankerna, Nordea, SEB, SHB och Swedbank. Hos dessa har Nordea och SEB aktierelaterade incitamentsprogram. SHB har ett vinstdelningsprogram som kallas Oktogonen där en tredjedel av merresultatet, detta får dock maximalt uppgå till 15 % av utdelningen till aktieägarna, avsätts i en stiftelse. Dessa pengar används sedan primärt för att investera i HSB-aktier och utbetalning sker när medarbetaren fyllt 60 år. Detta klassas dock inte enligt som ett aktierelaterat incitamentsprogram. Swedbank har varken under 2008 haft något aktierelaterat incitamentsprogram och har inte heller föreslagit något för 2009.

För att återgå till Nordea och SEB som har program så skiljer sig dessa åt. Nordea har ett aktiesparprogram där ett aktivt innehav är ett krav. Vidare är programmet endast för nyckelpersoner och är begränsat med ett tak för storleken på programmet, vilket också är fallet hos alla undersökta program. Programmet leder inte till utspädning då Nordea köpt aktier som de sedan ger ut. Prestationsvillkoret för att programmet ska utfalla är att tudelat där både resultat per aktie och totalavkastning på aktien ingår. I stora drag är programmets struktur densamma 2008 som för 2009.

SEB å sin sida har också ett aktiesparprogram med detta skiljer sig från Nordea på det sättet att det inte är villkorat och att det vänder sig till samtliga anställda, där ungefär en tredjedel av de anställda anslutit sig. SEB har ytterligare två aktierelaterade incitamentsprogram som endast vänder sig till nyckelpersoner. Det ena av programmen är ett personaloptionsprogram där kravet är vinst per aktie och totalavkastning på aktien i förhållande till konkurrenter. Det andra programmet är ett aktiebonusprogram där kravet är en nominell ökning av vinst per aktie. Hos SEB är skillnaden mellan 2008 och 2009 endast att prestationsvillkoren för nyckelpersonerna förändras. För optionsprogrammet gäller istället 2009 att totalavkastningen sätts i relation till konkurrenter och till den långa riskfria räntan. För aktiebonusprogrammet ändras kravet till omfatta totalavkastning i förhållande till lång riskfri ränta.

Vid sidan av de fyra bankerna finns det även fyra fastighetsbolag med på OMX Large Cap. Lundbergs är primärt ett investmentbolag, de har dock ett betydande fastighetsbestånd men detta ägs av moderbolaget (investmentbolaget). Därmed kommer Lundbergs att presenteras längre ner tillsammans med de andra investmentbolagen. De tre bolagen som är inriktade mot fastigheter av de undersökta bolagen är Castellum, Fabege och Hufvudstaden. Inget av dessa tre bolag har för tillfället något aktierelaterat incitamentsprogram och hade inte heller

## 5. Framställning av insamlat material

---

detta under 2008. Fabege har ett vinstandelsprogram som ej är aktierelaterat och som därför inte behandlas av denna uppsats.

Den största delen av bolagen inom finanssektorn är investmentbolag. Av de sju bolagen har tre inga program under 2008, dessa var Latour, Lundbergs och Melker Schörling. Under 2009 var det endast Latour som införde program medan de andra två fortsatt inte har några aktierelaterade incitamentsprogram. Latours program för 2009 är ett köptionsprogram endast för nyckelpersoner. Programmet är ett värdepappersprogram och har således ingen koppling till varken vestingperiod eller prestationsvillkor.

De Investmentbolag som både hade program under 2008 och har program i dagsläget är Industrivärden, Investor, Kinnevik och Ratos. Gemensamt för alla fyra bolag är att inget av dem använder sig av aktiebonussystem. Industrivärden har endast ett program i form av ett köptionsprogram som riktar sig till alla anställda. Optionerna får förvärfvas av de anställda med en löptid på tre år. Industrivärden subventionerar de anställdas förvärv med 75 % av köpebeloppet och aktierna har garanterats med en aktieswap, på detta sätt leder inte heller programmet till någon utspädning. Under 2009 ser programmet likadant som under 2008, som precis beskrivits, förutom att information om utspädning inte kan utläsas. Hur stor andel av aktierna som säkrats genom aktieswopen som tecknats är oklart men detta påverkar inte programmets utformning.

Det andra bolaget som också har ett aktiesparprogram utestående är Kinnevik. Här rör det sig dock om ett aktiesparprogram endast för nyckelpersoner inom bolaget. Då det rör sig om ett aktiesparprogram krävs också ett aktivt förvärv som också leder till utspädning. Som alla andra identifierade program finns det ett tak på programmet, i detta fall i form av hur många aktier som ges ut efter intjänande perioden. Prestationsvillkoren för att programmet skall aktualiseras är avkastning på aktien, den årliga avkastningen på det operativa kapitalet och att EBITDA-marginalen<sup>5</sup> uppnår på förhand satta mål. Enda skillnaden från 2008 är att under 2009 har kravet på EBITDA-marginalen slopats, bortsett från detta är programmet identiskt.

Även Investors program är väldigt lika över tidsperioden. Till skillnad från de redan nämnda investmentbolagen har Investor flera program uppdelat på både nyckelpersoner och övriga medarbetare. För samtliga medarbetare finns ett långsiktigt aktiesparprogram som kräver ett aktivt förvärv. Prestationskravet för programmet är kopplat till avkastningen på investoraktien. Utöver detta finns ytterligare ett aktiesparprogram som endast vänder sig till nyckelpersoner i bolaget. Detta program är behäftat med ytterligare ett prestationsvillkor, nämligen substansvärdeutveckling. Utöver dessa två program finns även ett program med syntetiska aktier för styrelse och där återfinns inte prestationskrav alls för att dessa skall aktualiseras. Skillnaden från 2008 är att bolaget 2009 valt att tydligare koppla aktieägarnas

---

<sup>5</sup> EBITDA betyder Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, vilket motsvarar rörelseresultat.

långsiktiga utveckling till incitamentsprogrammet och har därför valt att plocka bort substansvärdeutveckling från prestationsvillkoren.

Det sista bolaget bland investmentbolagen är Ratos som har två program uppdelat på ett köptionsprogram och ett program med syntetiska optioner. Båda programmen berör endast nyckelpersoner och köptionsprogrammet är inte kopplat till några prestationsvillkor.

### 5.2.2 Genomgång av industribolag

Då bolag inom industri inte tillåts att på samma sätt delas upp som finansbolagen kommer vi här först att presentera de bolag som inte har något program för att därefter presentera de bolag som har program i bokstavsordning. De bolag som inte har något program är Alfa Laval, NCC, Scania, Seco Tools, Securitas och Trelleborg.

ABB har ett optionsprogram där samtliga medarbetare erbjuds delta, där är också prestationsvillkoret endast att anställningen fortsätter under en bestämd tid, vanligtvis under tre år, den så kallade vestingperioden. Vidare finns det ytterligare ett program för nyckelpersoner. Detta program är i form av ett aktiebonusprogram där prestationsvillkoret är att ABB:s aktievärde ökar jämfört med på förhand bestämda referenspunkter. Det går inte att utläsa vad som använts som referens under perioden men då vi inte intresserar oss för ifall programmen utfaller eller inte och inte heller storleken på dem är det inte av vikt för undersökningen. Under 2009 har inga förändringar av programmet gjorts utan båda programmen fortlöper som innan. Avslutningsvis är båda programmen belagda med tak och leder till utspädning av aktievärde. ABB har även ett syntetiskt program riktat mot nyckelpersoner.

Assa Abloy har 2008, på samma sätt som ABB, ett optionsprogram för samtliga medarbetare som inte är behäftat med något prestationsvillkor. Programmet kräver inte något aktivt förvärv av aktier. Programmet är vidare ett långsiktigt program som leder till utspädning. Enligt Assa Abloys egna beräkningar kommer maximalt utspädningen uppgå till 3,9 % om optionsprogrammet fulltecknas. En nivå som ligger något över de flesta andra programmens nivåer i övriga bolag.

Atlas Copco har som de två ovanstående ett optionsprogram i form av personaloptioner men till skillnad från ABB och Assa Abloy riktar sig Atlas Copcos program endast till nyckelpersoner. Incitamentsprogrammet omfattar även syntetiska personaloptioner för nyckelpersonerna men även syntetiska aktier som en del av styrelsearvodet. För att optionerna skall utgå krävs inget aktivt förvärv och programmet är belagt med ett tak. Som en följd av programmet uppstår det utspädning. Prestationsvillkoren skiljer sig dock från de tidigare nämnda bolagen. För att programmet skall aktualiseras används två villkor som

## 5. Framställning av insamlat material

---

måste vara uppfyllda. Den ena är ett resultatmått som internt kallas EVA<sup>6</sup>. Den andra parametern är ökning av aktievärdet. Programmets utformning är detsamma över både 2008 och 2009.

Även Hexagon har ett långsiktigt aktierelaterat incitamentsprogram som exklusivt vänder sig till nyckelpersoner. Detta är i form av ett optionsprogram utan andra krav än en vestingperiod. Programmet är också villkorat med ett tak. Det som skiljer Hexagon från de andra bolagen är att incitamentsprogrammet inte förnyades under 2009.

Lindab har också ett optionsprogram som är uppbyggt på samma sätt som Hexagons. De vänder sig med andra ord endast till nyckelpersoner och med det enda krav att vestingperioden skall fullföljas. Till skillnad från Hexagon förnyades dock programmet under 2009 utan någon förändring av villkoren.

SAAB ett av de två bolag inom industrisektorn som använder sig av aktiesparprogram. SAAB har ett tudelat program, en del för alla medarbetare och ett endast för nyckelpersoner. Delarna är delvis konstruerade på samma sätt, det som är exklusivt för nyckelpersoner är dock förmånligare. Båda kräver ett aktivt förvärv av aktier som skall behållas över hela vestingperioden. Efter perioden tilldelas fler aktier kostnadsfritt. Andelen aktier som tilldelas är på förhand bestämd, däremot gäller att för nyckelpersoner tilldelas en större andel aktier. Programmen leder inte till någon utspädning då SAAB förvärvat aktier för ändamålet via den fria aktiemarknaden istället för emittera nya. Prestationsvillkoren är också desamma för de båda delarna av programmet, nämligen att den nominella ökningen av vinst per aktie måste vara minst 5 %. Detta mål är, precis som programmet i sin helhet, detsamma både 2008 och 2009. Den enda skillnad som kunnat noteras är att kretsen av nyckelpersoner utvidgats något men denna krets är fortfarande snäv och det finns inget som pekar på att klassificeringen inte längre är aktuell.

Sandvik är ytterligare ett av de bolag inom industrisektorn som under 2008 hade ett optionsprogram som inte kräver ett aktivt förvärv. Programmet riktar sig endast till nyckelpersoner och är av långsiktig karaktär. Det leder inte till utspädning då aktierna redan förvärvats av bolaget för att täcka eventuell inlösen av optioner. Prestationsvillkoret för att programmet skall bli aktuellt är att avkastning på det sysselsatta kapitalet överstiger en på förhand bestämd nivå. Sandvik är det andra bolaget av de undersökta som valt att inte förnya sitt program under 2009.

Skanska är det andra bolaget som använder sig av ett aktiesparprogram. Skillnaden gentemot SAAB är att detta programvänder sig till samtliga medarbetare. Även detta program kräver ett aktivt förvärv av aktier för att programmet skall aktualiseras för den

---

<sup>6</sup> EVA står för Economic Value Added. Den för bolaget exakta konstruktionen av detta mått går inte att utläsa närmare, men generellt defineras EVA som rörelseresultat efter skatt med avdrag för kapitalkostnaden för det totala kapitalet.

## 5. Framställning av insamlad material

---

enskilde medarbetaren. Istället för att köpa aktier på marknaden så som SAAB emitterar istället Skanska nya aktier vilket därmed leder till utspädning. Prestationsvillkoret för programmet var både 2008 och 2009 att slå finansiellt uppsatta mål. För 2008 var dessa att öka EBIT-marginal<sup>7</sup> till över 4,5 %. För 2009 har inte de exakta siffrorna gått att utläsa men bortsett från detta är programmet identiskt.

SKF har å sin sida ett aktiebonusprogram som är kombinerat med syntetiska aktier. Båda delarna är endast för nyckelpersoner i bolaget. Programmet har inget krav på aktivt förvärv och leder inte heller till utspädning. Anledningen är att aktierna som ges ut som bonus redan ägs av SKF och det syntetiska programmet genererar kontanta utbetalningar som endast är relaterad till aktiekursen på det sättet att denna avgör storleken på utbetalningen. Det finns dock tak på hur stor denna del kan bli, på samma sätt gäller för aktiebonusen. De prestationsvillkor som finns för programmet är att en EBIT-marginal på 12 % skall uppnås, en omsättningstillväxt på 6-8 % och att räntabiliteten på sysselsatt kapital skall uppgå till 24 %. För 2009 har samma system använts men de specifika nivåerna har inte specificerats i det officiella materialet. Som vi tidigare nämnt påverkar inte detta uppbyggnaden av programmet då det är samma prestationsvillkor.

Volvo har på samma sätt som SKF ett aktiebonusprogram exklusivt för nyckelpersoner. Till skillnad mot SKF har Volvo inte någon syntetisk del. Bortsett från det gäller som i fallet SKF att inget aktivt förvärv krävs, att det finns ett tak på programmet och att programmet inte leder till utspädning. Prestationsvillkoren för att Volvos incitamentsprogram skall utfalla är att avkastningen på det egna kapitalet överstiger 12 %. Programmets tak nås då avkastningen överstiger 15 %, där emellan sker en proportionerlig stegring av utbetalningarna. Både programmets utformning och nivåerna är desamma över den undersökta perioden.

---

<sup>7</sup> EBIT står för Earnings before interest and taxes, det vill säga resultat före finansiella poster och skatt.

## 6. Tendenser i det empiriska materialet

*Vi kommer här med utgångspunkt i det insamlade materialet att undersöka om tendenser föreligger. Detta görs för att kunna dra slutsatsen om det finns sektorsskillnader mellan de aktierelaterade incitamentsprogrammets utformning. Efter detta gjorts kommer vi att relatera materialet till de förutsägelser vi formulerat. Detta steg ämnar svara på den andra forskningsfrågan hur den faktiska utformningen förhåller sig till teorierna kring incitamentsprogram*

### 6.1 Analys av sektorsskillnader

Vi kommer här att analysera det insamlade materialet med utgångspunkt i de fyra rubrikerna i den empiriska översikten. Det totala insamlade materialet kommer dock att ligga till grund för analysen. Valet av att utgå ifrån de tidigare formulerade rubrikerna motiveras av att denna indelning i stort omfattar de olika aspekterna för att utifrån vår analysmodell kunna avgöra om skillnad föreligger eller inte.

#### 6.1.1 Andel bolag med program

Andelen finansbolag som har program har ökat till stämmorna 2009. Detta kan förklaras med att stämmorna hölls vid en period då den offentliga debatten runt bonusar och ersättningar låg i stiltje. Det är även tänkbart att ägarna i bolagen ställer sig bakom programförslagen då de anses ligga i linje med ägarnas intressen. Det finns dock vissa särdrag bland de olika branscherna inom sektorn. Vad gäller de tre fastighetsbolagen (Castellum, Fabege och Hufvudstaden) arbetar inget av bolagen med aktierelaterade incitamentsprogram samtidigt som ungefär hälften av bank- och investmentbolagen har program.

Bolagen inom industrisektorn har uppvisat den omvända trenden. Andelen bolag med program har minskat till stämmorna 2009. Detta är hänförligt till att Hexagon och Sandvik inte förnyade sina program. Någon anledning till detta anges inte i vår data. Industrisektorn uppvisar således under 2008 en viss överrepresentation jämfört med snittet för hela OMX Large Cap samtidigt som 2009 visar på en skiftning i riktning mot genomsnittet.

#### 6.1.2 Programmets utformning

Programmen inom finanssektorn består till större delen av aktieprogram. Det går att se en ökning av andelen optionsprogram till 2009, beroende på att Latour införde ett köptionsprogram. Det innebär att av fyra optionsprogram för 2009 så består tre av värdepappersoptionsprogram, det är enbart SEB som särskiljer sig med ett personaloptionsprogram.

Industribolagens utformning uppvisar såväl en större andel optionsprogram som syntetiska program. Detta kan hänföras till en flertal olika faktorer som faller utanför studiens syfte, men en faktor att ta hänsyn till är att industribolagen ofta har verksamhet i fler olika länder än finansbolagen och att bolagen därmed måste ta hänsyn till att beskattningssystemet kan se olika ut i olika länder. Istället för att införa nya program valde både Hexagon och Sandvik

att inte förnya sina program. Eftersom båda bolagen under 2008 hade optionsprogram ökade andelen aktieprogram relativt, det vill säga tvärtemot utvecklingen i finanssektorn.

De syntetiska programmen inom båda sektorerna är uteslutande riktade till nyckelpersoner, både för 2008 samt 2009. Det verkar således vara ett generellt drag snarare än ett särdrag för någon särskild sektor. Anledningen till att andelen syntetiska program är relativt liten kan tänkas bero på hur beskattning sker av syntetiska optioner. Beskattningen på dessa är i Sverige ofördelaktig för den anställde likaledes uppstår problem med värderingen av desamma då detta behöver göras en gång per kvartal för att beräkna de sociala avgifterna. Det är tänkbart att de bolag som i högre grad har anställda utomlands skulle kunna använda sig av denna konstruktion då skattereglerna utomlands för den här typen av ersättningar inte är utformade på samma sätt. Med hänsyn till vårt underlag och den lilla skillnad det rör sig om anser vi inte att det är möjligt att dra några slutsatser kring ifall det verkligen förhåller sig såhär på grund av skillnaden i reglering.

Till skillnad från de syntetiska optionerna används även en konstruktion med syntetiska aktier. Dessa beskattas inte på samma sätt och därför mer fördelaktiga. Primärt är detta precis som de syntetiska optionerna en betalningsstruktur som används för att arvoda styrelser och inte chefer och anställda inom den operativa verksamheten.

### 6.1.3 Prestationsvillkor

Vad gäller prestationsvillkor är det viktigt att göra skillnad mellan värdepappersoptioner och personaloptioner. Värdepappersoptionen ställs ut utan vestingkrav eller prestationsvillkor och kan vara såväl en köp- som en teckningsoption, beroende på om optionen gäller för befintliga eller nyemitterade aktier. Om optionen villkoras med prestationsvillkor övergår den till att vara en personaloption som ska värderas enligt IFRS 2. Det innebär att prestationsvillkoren ska medräknas i värderingen.

Finansbolagen använder övervägande avkastning på aktie som prestationsvillkor. Då detta är ett marknadsmått innebär det att en övervägande majoritet av programmen för 2009 är direkt kopplade till aktieägarnas intresse. För 2009 gäller även att andelen redovisningsrelaterade villkor uppgår till ungefär en fjärdedel av alla program.

Optionsprogrammen för finanssektorn är inte i något av fallen kopplade till vestingperiod. Detta då de främst är värdepappersprogram. SEB särskiljer sig här, men deras program är snarare villkorat av vinst per aktie (2008) och avkastning på aktie (2009).

Industribolagen uppvisar en betydligt större fragmentering i sina prestationsvillkor. Att de olika villkoren skiljer sig mellan de olika sektorerna är till viss del hänförligt till att industri uppvisar en större andel optionsprogram där framförallt vestingperiod återfinns som ett villkor. Utöver vestingperiod dominerar redovisningsrelaterade prestationsvillkor såsom räntabilitet och resultat såsom EBIT och EBITDA. De marknadsrelaterade villkoren står för en betydligt mindre andel än vad som är fallet för finansbolagen.



#### 6.1.4 Nyckelpersoner

Vad gäller omfånget på programmen så uppvisar finansbolagen en lite större andel program riktade enbart mot nyckelpersoner än industribolagen. Mer intressant är att samtliga finansbolag med program förutom ett hade minst ett program riktat enbart till nyckelpersoner, för industribolagen var motsvarande siffror 2008 sju bolag av tio samt 2009 fem bolag av åtta. Det innebär att industribolagen i absoluta tal tenderar att ha mer omfattande program än finansbolagen.

Omfånget på programmen kan bero på ett flertal olika faktorer. Många bolag inom finanssektorn, framförallt investmentbolagen, är mindre sett till antalet anställda. Detta leder till att antalet mellanchefer och personer i chefsposition som ändå inte definieras som nyckelpersoner är högre i industribolagen. Industribolagen har i många fall dotterbolag i många olika länder och därmed kan program mot chefer på olika nivåer trots detta klassas som inte enbart riktade mot nyckelpersoner.

#### 6.2 Test av förutsägelser

Vi uppställde i kapitel fyra ett antal olika förutsägelser angående utvecklingen av antalet program samt idealtyper för hur programmen inom de olika sektorerna kan tänkas vara utformade. Vi kommer här gå igenom förutsägelseerna för att se om vi i vårt material kan finna något stöd för dem.

##### 6.2.1 Antalet program

Den första förutsägelsen (4.1) rörde det totala antalet program. Vår förutsägelse där var:

- Det totala antalet program kommer att minska. Minskningen kommer att vara mest markant inom finanssektorn.

Vi kan i vår empiri se att andelen finansbolag med program inte har sjunkit utan ökat då ett företag har startat upp ett nytt program. Även vad gäller det totala antalet program ser vi samma trend. Antalet program har ökat från elva till tolv.

Industribolagen uppvisar den motsatta trenden. I den sektorn minskar andelen bolag med program till 2009 hänförbart till att två bolag väljer att inte förnya sina program. Antalet program har gått från 14 stycken till tolv.

Förutsägelsen rörande antalet program har därmed inget stöd i materialet utöver att en marginell minskning kan utläsas i antalet program samt att den sektorsspecifika utvecklingen vi förutsåg inte går att utläsa. Snarare går att utläsa ur materialet att antalet program inte har uppvisat någon minskning alls inom finanssektorn utan att en minskning snarare går att utläsa i industrisektorn.

### 6.2.3 Test av idealtyper

För att testa våra idealtyper upprepar vi de tre olika faktorerna och går därefter igenom dem en efter en för att testa dem mot det empiriska underlaget och analysen i punkterna 6.1.1–6.1.4.

- **Programmets omfång**

Vår förutsägelse var att finansbolagens program kommer att vara riktade mot nyckelpersoner samt att industribolagens program även omfattar andra medarbetare i form av till exempel avdelningschefer och andra personer i chefposition som dock ej räknas som nyckelpersoner.

Vad gäller finansbolagen finns det ett stöd i empirin att en högre andel av programmen är riktade enbart till nyckelpersoner.

I fallet med industribolagen återfinns även där ett visst stöd för att programmen inte enbart omfattar nyckelpersoner. Någon entydig tendens i linje med förutsägelsen står dock ej att finna.

- **Prestationsvillkor**

Vår förutsägelse var att finansbolagens program kommer att vara baserade på marknadsrelaterade villkor samt att industribolagen kommer att ha såväl marknads- som redovisningsrelaterade mått.

Vad gäller finansbolagen finns det ett stöd i empirin för att de i högre utsträckning använder sig av marknadsrelaterade mått i sina program.

Vad gäller industribolagen ser vi i empirin att villkoren uppvisar en betydligt mer fragmenterad bild, vilket kan tolkas som att industrisektorn i högre utsträckning än finanssektorn använder redovisningsbaserade mått som till exempel räntabilitets- och resultatmått.

- **Subjektiva faktorer**

Vår förutsägelse rörande subjektiva faktorer kopplade till programmen var att finanssektorn bör ta hänsyn till externa krav på insyn samt risknivå. Industribolagen skulle i högre utsträckning koppla incitamentsprogram till socialt ansvarstagande.

Det har inte gått att utläsa ur det föreliggande materialet att de aktierelaterade incitamentsprogrammen på något sätt skulle vara kopplade till sådana faktorer.

## 7. Studiens resultat och slutsatser

Här presenteras studiens resultat och slutsatser. De två forskningsfrågorna kommer att besvaras för att uppfylla studiens syfte. Vi kommer även att presentera kritik till studien samt ge förslag på fortsatt forskning.

### 7.1 Slutsatser

I inledningen presenterade vi syftet med studien, detta var att förklara hur aktierelaterade incitamentsprogram inom olika sektorer är utformade för att sedan kunna analysera sektor-specifika särdrag. Anledningen till detta var att finanssektorn och de däri hemmahörande bankbolagen stått i fokus under debatten. Studien utformades sedan för att besvara två forskningsfrågor, nämligen huruvida det föreligger sektorsskillnader och hur utformningen av program förhåller sig till teori. Studien är således både beskrivande och jämförande. Här besvaras först de två forskningsfrågorna.

#### 7.1.1 Finns det sektorsskillnader mellan de aktierelaterade incitamentsprogrammets utformning?

För att besvara denna frågeställning analyserade vi sektorsskillnader utifrån fyra faktorer. Dessa var (1) andelen bolag med program, (2) programmets utformning, (3) prestationsvillkor samt (4) programmets omfattning. De främsta skillnaderna mellan sektorernas aktierelaterade program stod att finna i programmets utformning och deras prestationsvillkor, samt vissa mindre skillnader gällande programmets omfattning.

Industribolagen uppvisade en större andel optionsprogram samtidigt som finansbolagen till större delen bestod av aktieprogram. Industribolagen uppvisade dock en viss skiftning mot att i högre grad använda aktieprogram under 2009.

Vad gäller prestationsvillkoren som är kopplade till programmen kunde vi utläsa en större andel marknadsrelaterade villkor för finansbolagen. Industribolagen uppvisade ett större antal prestationsvillkor där redovisningsrelaterade villkor dominerade.

Det finns således sektorsskillnader mellan finans- och industrisektorn i form av programmets utformning och vilka prestationsvillkor som är kopplade till programmen. Tänkbara förklarande faktorer till detta kan vara att bolagen verkar inom olika länder med differentierade beskattningssystem samt bolagens storlek och ägarstruktur.

#### 7.1.2 Hur förhåller sig den faktiska utformningen av incitamentsprogram till teori?

För att besvara denna forskningsfråga använde vi oss av två förutsägelser, den ena rörande antalet program och den andra rörande programmets utformning baserat på tre olika faktorer. Vi baserade förutsägelseerna på den presenterade teorin samt det inledande bakgrundskapet.

Gällande antalet program fann vi inget stöd för vår förutsägelse att antalet program skulle minska och att den största minskningen skulle ske inom finanssektorn. Vi såg snarare en ökning av antalet program inom finanssektorn. Däremot minskade antalet program inom industrisektorn.

Gällande programmens utformning så fann vi i empirin stöd för våra förutsägelser om såväl programmens omfång som deras prestationsvillkor inom båda sektorerna. Vi fann inget empiriskt stöd för att subjektiva faktorer såsom risk, insyn och socialt ansvarstagande påverkar programmen.

Vi kan därmed styrka en viss koppling till teorin såtillvida att våra operationaliseringar av densamma i form av programmens omfång och prestationsvillkor fann stöd i det insamlade materialet. Vi har i förutsägelsena valt att inte ta hänsyn till programmens utformning i form av aktie- eller optionsprogram då vi inte funnit något stöd i teorierna för sådana förutsägelser.

### 7.2 Kritik till studien

Vad gäller urvalet har vi valt två sektorer på OMX Large Cap baserat på att de är framträdande i debatten och att de är två av de största sektorerna. Urvalet kan kritiseras baserat på att sektorsindelningen inte nödvändigtvis fångar upp homogena bolag. Finanssektorn innehåller till exempel bank-, investment- och fastighetsbolag. Vad gäller industribolagen så innehåller även den sektorn bolag som verkar inom olika branscher och med olika förutsättningar. Det är möjligt att det föreligger stora skillnader på branschnivå som inte fångas upp på sektornivå, till exempel det faktum att inget av fastighetsbolagen inom finanssektorn inte har några aktierelaterade program. Vi anser ändå sektorsindelningen vara relevant då den är vedertagen och därigenom bland annat används för börslistorna i svensk affärspress.

Vi har även valt att inte ta hänsyn till olika andra faktorer såsom ägarstruktur, bolagens primära marknader samt olika beskattningsmässiga hänsyn då vissa bolag har verksamhet i utlandet och andra inte. Det är fullt tänkbart att dessa faktorer skulle kunna förklara varför programmen är utformade på ett visst sätt. Då den beskrivande delen av studien testar ett antal förutsägelser är inte förutsägelsernas verifierbarhet i fokus utan snarare huruvida vi lyckas styrka dem eller ej. Det går även att utifrån teorin uppställa andra förutsägelser som sedan tolkas mot det insamlade materialet, ett problem som är inneboende vid kvalitativ testning av förutsägelser. Vi anser att våra förutsägelser är byggda på en rimlig avvägning av den föreliggande teorin samt bakgrunden.

Gällande metodvalet går det att kritisera hur hög extern validitet den valda metoden har. Vi inser att det inom den valda designen blir svårt att fullt ut generalisera till samtliga sektorer inom OMX Large Cap, men då urvalet är relativt stort och undersöks ur ett flertal olika perspektiv anser vi att denna problematik har minimerats. Vi har även försökt undvika

problem med intersubjektivitet genom att uteslutande använda material som är offentligt och lätt tillgängligt för granskning.

### 7.3 Förslag till fortsatt forskning

Vi har under studiens gång stött på många intressanta stickspår som dock fallit utanför vår avgränsning. Vi tror att vår studie kan ses som en förstudie till djupare såväl kvalitativa som kvantitativa studier på området.

Värt att studera är hur beskattningen i de områden där ett bolag har sin verksamhet påverkar utformningen av programmen. Det är tänkbart att olika utformningar kan vara skattemässigt fördelaktiga i olika länder.

Vi tror även att det kan vara fruktbart med en kvalitativ studie över hur den faktiska sammansättningen av styrelser påverkar utformningen av programmen. Oftast är det styrelsens förslag till program som godtas, och beroende på styrelsens utformning kan det föreligga skillnader mellan programmets utformning hänförliga till styrelsemedlemmarnas preferenser, förkunskaper och/eller bakgrund.

## Referensförteckning

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84 (3), pp. 488-500.

Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, vol. 55 (1), pp. 81-106.

Baker, G. P. (1992). Incentive Contracts and Performance Measurement. *Journal of Political Economy*, vol. 100 (3), pp. 598-614.

Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance*, vol. 43 (3), pp. 593-616.

Bebchuk, L. (2002). *Asymmetric Information and the Choice of Corporate Governance Arrangements*. Harvard Law School: Discussion Paper No. 398 12/2002.

de Vaus, D. (2001). *Research Design in Social Research*. London: Sage Publications Ltd.

Deloitte. (2004). *Share-based Payment. A Guide to IFRS 2*.

Ernst & Young. (2005). *Implementeringen av IFRS 2005*. Skriftserie IFRS.

Esaiasson, P., Gilljam, M., Oscarsson, H., & Wängnerud, L. (2007). *Metodpraktikan: konsten att studera samhälle, individ och marknad* (3:e upplagan). Stockholm: Norstedts Juridik.

Hallgren, M. (2008). EU för fram fem finansiella förslag. *Svenska Dagbladet*, 14 november .

Holmstrom, B. (1982). Moral Hazard in Teams. *The Bell Journal of Economics*, vol. 13 (2), pp. 324-340.

Holmstrom, B., & Milgrom, P. (1991). Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design. *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 7, pp. 24-52.

IFRS 2. *International Financial Reporting Standard 2: Share-based Payment*.

Jensen, M. C. (1994). Self-interest, Altruism, Incentives & Agency Theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7 (2).

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3 (4), pp. 305-360.

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990a). CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review* (3), pp. 138-153.

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990b). Performance Pay and Top-Management Incentives. *The Journal of Political Economy*, vol. 98 (2), pp. 225-264.

- Kristofersson, A. (2010). Tätt mellan morötterna i svenska börsbolag. *Balans*, nr 1 .
- Kvale, S. (1996). *InterViews*. Thousands Oaks: Sage Publications, Inc. .
- Lindblom, T., & Sjögren, S. (2009). Increasing goal congruence in project evaluation by introducing a strict market depreciation schedule. *International journal of production economics*, vol. 121 (2), pp. 519-532.
- Malmqvist, P. (2009). Odell & Borgs kritik av bankanställda är orättvis. *Dagens Nyheter*, 18 oktober .
- Nordenskiöld, T. (2009a). Europa nära bonusskatt. *Dagens Industri*, 12 december .
- Nordenskiöld, T. (2009b). Tre års inlåsning av bonusar. *Dagens Industri*, 12 december .
- Patel, R., & Davidson, B. (2003). *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Prendergast, C. (1999). The Provision of Incentives in Firms. *Journal of American Literature*, vol 37 (1), pp. 7-63.
- PriceWaterhouseCoopers. (2009a). *Accounting update*. Nyhetsbrev, juni.
- PriceWaterhouseCoopers. (2009b). *Aktierelaterade incitamentsprogram i noterade bolag - studie 2009*.
- SOU 2005:53. (2005). *Beskattning när tillgångar värderas till verkligt värde*. Stockholm: Finansdepartementet.
- SOU 2008:80. (2008). *Beskattningstidpunkten för näringsverksamhet*. Stockholm: Finansdepartementet.
- Svensson, K. (2008). Han kräver utvärdering av bonusprogrammen. *Dagens Industri*, 26 maj .
- Svensson, P.-G., & Starrin, B. (1996). *Kvalitativa studier i teori och praktik*. Lund: Studentlitteratur.
- Trost, J. (2005). *Kvalitativa intervjuer*. Lund: Studentlitteratur.
- Örn, G. (2009). Banker måste vara farliga. *Dagens Industri*, 12 november .

## Bilaga 1

Studiens urval av bolag, det vill säga sektorerna Finans och Industri på OMX Large Cap per den 5 november 2009.

<b>Finans</b>	<b>Industri</b>
Castellum	ABB
Fabege	Alfa Laval
Hufvudstaden	Assa Abloy
Industrivärden	Atlas Copco
Investor	Hexagon
Kinnevik	Lindab
Latour	NCC
Lundbergs	SAAB
Melker Schörling	Sandvik
Nordea Bank	Scania
Ratos	Seco Tools
Swedbank	Securitas
Handelsbanken	Skanska
SEB	SKF
	Trelleborg
	Volvo