

Sammanfattning

I denna uppsats prövas följande hypotes som har sin grund i agentteorin:

Ju högre ägarkoncentration företaget har desto mer information angående VD: s belöningsystem lämnas ut.

Uppsatsen syftar således till att undersöka huruvida det föreligger ett samband mellan aktieägarnas maktställning och företagens transparens, det vill säga mängden och tydligheten av den information företaget ger ut. Enligt vald teoretisk referensram torde information gällande VD:s belöningsystem vara högst relevant för aktieägarna. Vidare har vi valt att endast undersöka den information om VD:s belöningsystem som återfinns i företagens årsredovisningar. För att mäta ägarnas maktställning gentemot företagets ledning undersöker vi företagets ägarkoncentration.

Då det, enligt vår vetenskap, inte finns någon utvecklad mätmetod av årsredovisningars transparens gällande VD:s belöningsystem skapas i denna uppsatt en klassificeringsmall rörande detta område. Således har uppsatsen även ett metodologiskt syfte. Vid skapandet av klassificeringsmallen utgick vi från ett aktieägarperspektiv, det vill säga att vi undersöker den information som enligt vår mening torde vara intressant för aktieägarna.

Undersökningens resultat visade att det inte fanns något samband mellan aktieägarnas maktställning och företagens transparens varmed hypotesen förkastades. Resultatet kan bero på en mängd orsaker:

Information rörande VD:s belöningsystem är inte så relevant för aktieägarna som agentteoretikerna påstår.

Även vid hög ägarkoncentration, det vill säga då aktieägarna har en stark maktposition, råder det enligt vår undersökning inte full transparens. Detta kan bero på att VD initialt har en starkare maktposition än aktieägarna.

1	Inledning	5
1.1	Bakgrund	5
1.2	Problemformulering	8
1.3	Syfte	8
1.4	Syftets avgränsningar	8
1.5	Målgrupp	9
2	Teoretiskt referensram	10
2.1	Belöningsystem	10
2.2	Agentteori	11
2.2.1	Kritik mot Agentteorin	13
2.3	Mått på makt	14
2.3.1	Kritik av ägarkoncentration som mått på makt	17
2.4	Konklusioner av teori samt hypotesbildning	18
3	Metod	20
3.1	Referensramar	20
3.2	Val av perspektiv	20
3.3	Metodansats	20
3.4	Kvantitativ eller kvalitativ undersökning	21
3.5	Utarbetning av klassificeringsmall	22
3.5.1	Årsredovisningen	22
3.5.2	Utgångspunkter	23
3.5.3	Lagstiftningens minimikrav	23
3.5.3.1	Centrala principer	23
3.5.3.2	Centrala lagrum	24
3.5.4	Utformning av klassificeringsvariabler	24
3.5.4.1	Argumentation för klassificeringsvariabler gällande rörlig del av lön	24
3.5.4.2	Argumentation för klassificeringsvariabler gällande optionsprogram	25
3.6	Mått av makt - T1 och T10	26
3.6.1	Utgångspunkter	26
3.6.1.1	T1 och T10	27
3.7	Undersökningens utformning	27
3.7.1	Transparensklassificering	27
3.7.2	Resultat av transparensklassificering	28
3.8	Genomförandet av undersökningen	29
3.8.1	Population	29
3.8.2	Datainsamling	30
3.8.3	Företag som ej omfattas av undersökningen.	31
3.8.4	Undersökningsprocessen	32
3.9	Validitet och reliabilitet	32
3.10	Generaliserbarhet	34
4	Undersökning	36
4.1	Undersökning av rörlig del av lön	36
4.2	Undersökning av optioner	37

4.3	Undersökning av rörlig del av lön samt optioner	38
5	Analys	40
5.1	Analys av undersökningens resultat	40
5.1.1	Analys av rörlig lönedel	40
5.1.2	Analys av optionsprogram	41
5.1.3	Analys rörlig lönedel samt optionsprogram	43
5.2	Analys av hypotesens bärighet	45
5.3	Analys agentteorins bärighet	46
5.4	Tänkbara förklaringar till analysens resultat	46
6	Slutsatser	48
7	Framtida forskningsområden	49
8	Referenser	50
8.1	Litteratur	50
8.2	Artiklar	50
8.3	Elektroniska källor	50
9	Bilagor	52
9.1	Bilaga 1 - exempel på noter	52
9.1.1	Gambro årsredovisning	52
9.1.2	Bure årsredovisning	53
9.2	Bilaga 2 – Transparens rörande rörlig del av lön	54

Inledande anekdot

”...Min stund kom i slutet av sjuttioalet. Jag hade just utnämnts till VD för företaget. Styrelseordföranden, finanschefen och jag hade tid bokad med Tower, Perrin, Foster och Crossby (TPF&C), det finaste av fina konsultföretag. TPF&C är världsauktoriteten på ledningslöner, och ingen fråga väcker ledningens uppmärksamhet så som denna. Avsikten med den årliga sammankomsten: att bestämma våra lönepaket för det kommande året.

Konsulten från TPF&C hälsade oss från kortändan på konferensbordet i styrelserummet. Len som silke, målade han upp bilden. Som hans diagram utvisade, växte ledningslönerna över hela landet, till och med snabbare än TPF&C hade förutspått. Nästa år skulle tillväxten med säkerhet vara än snabbare. Spännvidden inom vår bransch och för våra jobb skulle därför bli ”X”. För att våra löner skulle förbli konkurrenskraftiga, måste vi vara beredda på avsevärda ökning. Aktieoptioner höll på att bli standard och vi borde också ta detta i allvarligt beaktande.

Vi nickade. Den välartikulerade konsulten satte sig, och det var det. Vid det följande skyfflandet av papper, gick det upp för mig att vi just hade givit oss feta löneökningar för nästkommande år. Detaljerna måste naturligtvis godkännas av styrelsens lönekommitté, men det var bara en formsak. TPF&C hade visat oss vad vi borde göra för att följa den allmänna utvecklingen på området – att förbli konkurrenskraftiga som de kallade det.

Detta var i sanning det allra heligaste. De tre högst betalda personerna i företaget, uppeggade av konsulten, hade bestämt sina egna löner. Inte konstigt att de flesta i Fortune 1000 använder sig av TPF&C. Vilket prima system!...”¹

¹ Persson *Incitamentlöner* (1994)

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Det finns idag många exempel på företagschefer som löst ut höga bonusar trots att företaget uppvisat negativa resultat. Detta har under senare tid renderat starkt kritik i media. I *Searching for the spirit of enterprise* skriver Farrell (1993) om en undersökning av Amerikas största bolag, där det avslöjas att om bolagsresultatet förbättrats med 10 procent får ledaren en löneförhöjning med 28 procent. Och om resultatet går ner med 30 procent, får man i genomsnitt fortfarande 6 procent mer i lön. Man kan faktiskt driva ner företags resultat rakt i botten, ett bastant fall på 70 procent, och fortfarande inte känna av det på lönen. ”Det förefaller inte finnas några negativa konsekvenser för denna privilegierade församling.”²

Att ledningens löneutveckling ser ut på detta sätt uppfattas ofta som orättvist då, i vissa fall, anställda avskedas samtidigt som ledningens kompensation ökar. Vidare har ett flertal företag kritiserats för att deras långsiktiga incitamentprogram, ofta olika typer av optionsprogram, inte överensstämmer med aktieägarnas intressen. Enligt aktiebolagslagen skall ledningen i ett börsnoterat företag tjänstgöra för att maximera aktieägarnas intressen. Utan att påstå, att företagsledningar inte arbetar utifrån denna lag kan man argumentera för att aktieägarna inte är en prioriterad intressent med avseende på aktieägarnas risktagande. Aktieägare tar en risk för att få ta del av företagets vinst. Det förhåller sig emellertid så att samtliga av företagets intressenter, exempelvis leverantörer, kreditinstitut och anställda (även ledning) tillhandahåller ersättning före aktieägarna. Således kan man argumentera för att aktieägarna är den intressent grupp som är mest beroende utav företagslednings beslut. Fel beslut leder till dåliga resultat och följaktligen ingen utdelning på investerat kapital.

Mot denna bakgrund är det lätt att förstå aktieägarnas kritiska förhållningssätt mot de allt mer omfattande belöningsystemen. I slutändan kan det ju vara så att anställda och då framförallt företagsledningen, får enorma ersättningar och bonus samtidigt som aktieägarna inte får en penny.

² Persson *Incitamentlöner* (1994)

Under våren 2001 har debatten om belöningssystem kulminerat. Utan tvivel var det upplysningen beträffande Percy Barneviks avtalspension som vara den utlösande faktorn till debattens omfattning i media. En ersättning på nära en miljard kronor bemöttes av allmänheten med stor missaktning. Hur är det möjligt att en koncernchef får en ersättning av denna dignitet? Barnevik besvarade kritiken med att avtalspensionen i själva verket inte skall ses som en pension utan snarare som en prestationsbaserad lön utan ersättningstak. Han tillkännagav dock att transparensen i lönekontraktet varit mycket låg. Aktieägarna hade inte kunnat ta del av avtalspensionens utformning och på så sätt inte kunnat ifrågasätta den i ett tidigare skede.

Detta exempel belyser en mycket intressant aspekt av den omfattande lönedebatten. Gapet mellan den information som VD:n besitter och den information aktieägarna tillhandahåller.

I vår strävan att finna ett aktuellt och intressant ämnesområde till denna uppsats bestämde vi oss för att närmare granska denna debatt. Det visade sig att stora delar av den massmediala debatten grundade sig i subjektiva värderingar om vad som betraktas vara en rättvis ersättning. Framträdande argument var att det inte går att motivera löneskillnader av den dignitet som visade sig i Barneviks fall. Ingen företagsledare kan göra sig förtjänt av en ersättning av den magnituden oavsett hur bra det går för företaget. Vidare argumenterades det ofta att astronomiska summor av bonus inte bidrar till att exekutiven (VD) presterar bättre. Man motiveras inte mer för att man tjänar 100 miljoner istället för 10.

Till en början ställde vi oss frågan vilken logik som låg bakom exekutivens belöningssystem. Vi antog att dennes belöningssystem hade ungefär likartade motiv som för de övriga belöningssystem i organisationen. De vanligaste motiven bakom ett belöningssystem är att det skall bidra till att motivera, attrahera och behålla personal.³

Vi fann dock att det fanns en avsevärd skillnad vid utformningen av VD:s belöningssystem. Samtliga anställda i en organisation har en överordnad chef, förutom exekutiven. Exekutivens belöningssystem utformas i regel genom förhandlingar mellan styrelse och VD. Belöningssystemet designas således utav en del av företaget som inte ingår i den operativa

³ Anthony et al *Management controlsystems* (2000)

verksamheten (styrelsen), medan en anställd nästan uteslutande utarbetar sitt belöningsystem tillsammans med en överordnad chef i den operativa verksamheten.

Denna skiljaktighet torde medföra att logiken bakom belöningsystemen är olika. Mot denna bakgrund började vi söka efter teorier som behandlade exekutivens belöningsystem. Forskning inom detta område har de senaste åren varit mycket påtaglig. Ett hinder, som gör att forskningsprestationerna dock ofta begränsas, är företags obenägenhet att lämna ut denna typ av information. Området blir på så sätt svåråtkomligt. Den flesta vetenskapliga artiklar vi läste utgick från olika typer av kontraktsteorier där agentteorin var vanligast förekommande. Utan att närmare gå in på dessa teorier kan nämnas att de behandlar problematiken som följer när ägandet och ledningen är separerade. Hur kan ägarna styra VD:n så att denne strävar mot samma mål? Utifrån denna fråga behandlar agentteorin vikten av VD: s belöningsystem.

Som nämnts ovan är företag ofta ovilliga att lämna ut information om VD: s belöningsystem. Detta problem uppdagades även för oss. Vi kontaktade ett flertal företag, bland annat Skandia, SAS och ABB men samtliga var ointresserade av att delge information av den karaktär vi sökte.

Detta innebar att vi var tvungna att tänka om, samtidigt som vi var ovilliga att lämna ämnesområdet. Vi resonerade om vad det skulle innebära att istället för att pressa företag på information granska den information som finns tillgänglig. Fokus skulle följaktligen skifta från logiken bakom belöningsystemet till transparensen eller informationstillgängligheten gällande företags belöningsystem till VD.

Efter vi läst följande stycke i Bo Perssons bok *Incitamentlöner* (1994) , insåg vi relevansen av att undersöka denna transparens;

”Den typiska ledarlönen kan sakligt kritiseras av ett antal anledningar. Dit hör dock inte att lönen är för hög. Den första och viktigaste är att grunderna för lönesättningen är dolda eller icke-existerande. Det blir då svårt att svara på varför lönevillkoren ser ut som det gör. För vad betalas ledaren? För det andra frågar man sig hur ledarens lön är komponerad och hur somliga lönekomponenter fungerar incitamentmässigt.”⁴

⁴ Persson *Incitamentlöner* (1994)

Vi ställde oss då frågan huruvida aktieägaren har inflytande över den information som företagen offentliggör rörande VD:ns lönesättning. Då vi inte fann några teorier angående klassificering av transparens uppkom även idén om att skapa en undersökningsmall för mätning av transparens, det vill säga mätning av mängd och tydlighet av information.

1.2 Problemformulering

Denna uppsats ämnar undersöka huruvida aktieägarnas maktposition har betydelse för företagets transparens gällande VD:s kompensation. Enligt vald teoretisk referensram är denna information högst relevant för aktieägarna och de torde göra allt som står i deras makt för att få ta del av denna. Information rörande VD:s kompensation kan spridas på ett antal olika sätt. Vi har valt att endast granska årsredovisningarnas transparens, det vill säga årsredovisningarnas informationsmängd och tydlighet beträffande VD:s belöningsystem.

1.3 Syfte

Denna uppsats har två syften. För det första ämnar vi undersöka relationen mellan årsredovisningarnas transparens gällande VD:s kompensationer och ägarmakt utifrån ett agentteoretiskt perspektiv. För att möjliggöra en undersökning av transparens kommer vi att skapa en klassificeringsmall för transparensen i årsredovisningen gällande VD:s belöningsystem. Skapandet av klassificeringsmall utgör således vårt andra syfte. Detta syfte är rent metodologiskt.

1.4 Syftets avgränsningar

Undersökningen begränsar sig till den information som återfinns i årsredovisningarna. Således är övrig information exkluderad. Exempel på sådan information är information vid informella kontakter, bolagsstämmor, aktieägarutskick och pressmeddelanden.

Vidare begränsar sig undersökningen till transparens rörande VD:s kompensation. Enligt vald teoretisk referensram torde denna information vara högst relevant att undersöka.

1.5 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig i första hand till studenter med grundläggande kunskaper i företagsekonomi. Vidare är våra förhoppningar att uppsatsen skall ha ett värde för alla som kommer i kontakt med årsredovisningar.

2 Teoretiskt referensram

I detta kapitel presenteras teorier gällande VD:s kompensationer. Teorierna resulterar i uppställandet av en hypotes som senare kommer att testas i undersökningen.

2.1 Belöningsystem

Styrssystem beskrivs av Anthony, Robert & Govindarajan, Vijay (2000), Management Control Systems, som processen som ledningen använder för att influera organisationens delar och individer att implementera organisationens förutbestämda strategi. Denna process består av ett antal aktiviteter såsom planering av organisationens aktiviteter, koordinering av organisationens delar, kommunicerandet av information, utvärdering av information samt att influera individer till att ändra sitt beteende etc. Dessa aktiviteter skapar interaktion och korrelation mellan organisationens delar och individer. Det centrala problemet ligger i att individen och organisationen har olika mål. Om dessas mål sammanfaller kommer organisationen och individen sträva åt samma håll varmed målkongruens uppnås. Således är ett av styrsystemets syften att skapa korrelation mellan individens och organisationens mål varmed organisationens mål uppfylls i takt med individens.

En del av styrsystemet är belöningsystemet, vilket är föremål för denna undersökning. Belöningar kan gestalta sig på många sätt, allt från en klapp på axeln till omfattande bonusprogram. Denna uppsats fokuserar på de monetära belöningsystem vars utformning kan variera kraftigt mellan företagen. Vidare kan de monetära belöningsystemen delas upp i lön, förmåner samt prestationsbaserad lön. Denna undersökning kommer endast att behandla den prestationsbaserade lönedelen. Enligt Anthony har belöningsystem tre huvudsakliga syften;

1. motivera personalen
2. behålla befintlig personal
3. attrahera ny personal

Företaget belönar således sin personal för predestinerat handlande som leder till ett visst resultat. Varianterna av belöningsystem är många; långsiktiga och kortsiktiga; från individuella till organisatoriska och tillvägagångssätten är otaliga.

Denna och liknande teorier om belöningsystem behandlar belöningsystem på alla nivåer i företaget. Dock skiljer sig logiken bakom belöningsystem på ledningsnivå mycket från

belöningsystem i den övriga organisationen varför traditionella teorier om belöningsystem inte är tillräckliga. Vi kommer därför att presentera agentteorin som ofta används för att beskriva logiken bakom belöningsystem på just ledningsnivå. I denna presentation kommer det även att framgå varför dessa belöningsystem är speciella och inte kan beskrivas med sedvanliga belöningsystemteorier.

2.2 Agentteori

Agentteorin behandlar de konsekvenser som följer av att ägandet och ledningen i en organisation är separerade. Dessa parter benämns, i denna teori för principal respektive agent, där principalen (ägarna) tillhandahåller det kapital som agenten (ledningen) förvaltar. Detta förhållande medför ett grundläggande problem då det inte anses vara möjligt att maximera båda parternas välfärd (egennyttan)⁵. Antagandet grundar sig i att alla individer strävar efter att maximera sin egennyttan. Agenten kommer endast att prestera sitt yttersta för organisationen om det sammanfaller med att egennyttan maximeras. Följaktligen skulle agenten minska sin arbetsinsats förutsatt att denne finner faktorer utanför arbetet som medför ökad egennyttan. Principalen, vars intresse är att maximera det investerade kapitalet, är således angelägen om att kunna styra och kontrollera agentens handlande.

Inom agentteori utförs denna kontroll genom kontrakt mellan de båda parterna. Kontraktet utformas för att kunna styra agentens handlande inom ramen för principalens intressen. De modeller som utarbetas inom agentteori är, elementärt beskrivet, en formulering på principalens problem att välja, eller snarare söka finna ”bästa möjliga” kontrakt med agenten. ”Bästa möjliga” definieras utifrån paretooptimalitet vilket innebär att kontraktet inte går att förbättra utan att någon av parternas välfärd, (egennyttan) minskar.⁶

Ett dilemma vid kontraktutformningen, är att konsekvenserna av agentens arbetsinsats inte fullständigt går att separera från konsekvenserna av andra slumpmässiga händelser som även de påverkar företagets produktion eller avkastning (*output*). Man kan ställa sig frågande till om låg *output* är en konsekvens av dåliga prestationer av exekutiven eller ett resultat av ofördelaktiga förändringar i omvärlden.

⁵ Barnea, Amir & Haugen, Robert A. & Senbet, Lemma W. (1985), *Agency problems and financial contracting*

⁶ Ibid

Om det var möjligt, att till fullo mäta agentens arbetsinsats skulle man kunna skriva ett, för agenten, tvingande kontrakt (forcing contract). Då agenten inte uppnår de önskade prestationsnivåerna, kan principalen straffa agenten.

Principalens oförmåga att mäta agentens arbetsinsats medför således problem för kontraktsstrukturen. Vilka typer av incitament skall användas för att styra agenten, då det inte på ett tillförlitligt sätt går att mäta dennes arbetsprestation? Den enda som exakt kan svara på vilken arbetsansträngning och arbetsprestation agenten utträttat, är agenten själv. Detta innebär att agenten, i förhållande till principalen har ett informationsövertag.

Ett kontrakt kommer inte att förändra denna informationsasymmetri, även om principalen ständigt strävar efter så fullständig information som möjligt, utan endast medföra att informationsasymmetri blir irrelevant, då parterna tagit hänsyn till detta vid kontraktutformningen.

Ytterligare ett problem för principalen är det faktum att denne även är risktagaren. Ett kontrakt som endast består av fast lön till agenten, medför att principalen står för all risk. Vid tillfällen då agentens arbetsinsats inte leder till att principalens kapital maximeras, är det endast principalen som går miste om monetära medel. För att motverka detta knyter principalen, en del av agentens ersättning till organisationens resultat eller motsvarande⁷. Denna rörliga del av lönen kommer, enligt agentteorin medföra tre konsekvenser. Det första är att agenten och principalen till en viss del kommer att dela på risken. För det andra kommer agenten att motiveras av lönen och resultera i att agentens produktivitet förbättras. Denna logik ligger till grund för en tredje effekt; de intressekonflikter som föreligger motverkas varmed målkongruens kan uppnås. Agentens mål kommer, på ett bättre sätt att stämma överens med organisationens mål. Det ligger således i principalens intresse att skapa ett kontrakt där agenten bär en del av risken, en del som är beroende av dennes arbetsinsats.

Med en mer verklighetsanknuten förankring, är det i själva verket styrelsen för ett aktiebolag som fungerar som principal då den förhandlar tillsammans med exekutiven beträffande kontraktet. Riskbärarna/principalen utser styrelse som löpande fattar de övergripande besluten inom organisationen. Styrelsen fungerar således som riskbärarnas förlängda arm, den utser och bevakar exekutivens arbete. Agentteorin ser styrelsen som den högsta hierarkiska nivån i

ett företag. Styrelse förväntas dock agera utifrån risktagarnas intressen, det föreligger således inte någon intressekonflikt mellan dessa parter.

Att det är styrelsen och inte riskbärarna/aktieägarna som förhandlar med exekutiven, om dennes kontrakt har givetvis en stor betydelse för vår undersökning. Om det var aktieägarna som utformade kontraktet skulle det förefalla relativt meningslöst att undersöka transparensen gällande exekutivens belöningsystem då de redan skulle besitta denna information.

2.2.1 Kritik mot Agentteorin

Kritik har riktats mot agentteorins tes om att prestationsbaserade lön verkligen leder till prestations förbättringar. Murphy (-85) hävdar att det existerar starka samband mellan ledningens prestationslöner och företagets resultat, *output*. Det finns samtidigt studier som visar på att sambanden mellan ersättning och prestation är icke-existerande eller mycket svaga.⁸ De undersökningar som gjorts på detta område har, i princip, samtliga utförts på den amerikanska marknaden, huruvida sambanden existerar i en annan kulturell kontext är förfarande inte studerat.⁹

Vidare har kritiker ställt sig frågande till agentteorins kontraktssyn. Är det möjligt att nedbringa fenomen, som tillit, normer och tradition? Donaldson (-91) hävdar att kontraktssynens förenkling av verkligheten är att för grov samtidigt som den ensidigt understryker egenintresse när man bör se egenintresse som en kraft bland många som sammantaget inverkar på individernas beteende.

Agentteorin isolerar relationen mellan agent och principal. Emellertid torde det inte endast vara principalens övervakning av agenten som påverkar agentens beteende. Utomstående faktorer som torde påverka agentens beteende är till exempel dennes rykte på arbetsmarknaden och i media.¹⁰

⁷ Kunz et al *Accounting, organizations and society* (nr 27, 2002)

⁸ Pennings *Journal of management studies* (1993-03)

⁹ Ibid

¹⁰ Kärreman *Styrelseledamöters mandat* (1999)

2.3 Mått på makt

Hedlund, Gunnar, Ingemund, Hägg, Hörnell, Erik & Rydén, Bengt utvecklade 1985 en teori för hur man kategoriserar ägandet och ägarnas beteende i företag. De utgår från att det finns två sorters beteenden som ägarna kan använda sig av för att utöva inflytande över företaget. Det första kallas exit och detta utförs genom att helt enkelt köpa och sälja aktier i företaget. Detta beteende kan uppskattas i företag då man mäter frekvensen och storleken på köp och försäljning av aktier. Det andra beteendet, Voice, utövas genom att aktieägaren försöker påverka företagsledningen och/eller styrelsen att arbeta i önskad riktning framförallt genom att delta i bolagsstämma men även genom direkta kontakter med ledningen och styrelse eller genom att kontakta andra ägare.¹¹

Dessa beteenden ger olika signaler till företaget och dess ledning. Exitbeteendet ger ledningen information om hur företagets förväntade avkastning står i paritet med andra placeringsalternativ. Detta gäller framför allt på kort sikt då aktiekurserna är känsliga för kortsiktiga vinstutsikter. Kortsiktiga vinstutsikter påverkas i sin tur snabbt av förändringar i effektiviteten och därmed är exitbeteende ett mått på företagets inre effektivitet.¹² En effekt av exit kan bli att företagets aktiekurs sjunker. Detta påverkar resterande aktieägare på två sätt. För det första blir det svårare att skaffa nytt kapital till företaget via aktiemarknaden då de nya aktierna säljs till ett lägre pris. För det andra innebär en låg aktiekurs att risken ökar för att utomstående aktörer köper stora aktieposter i företaget och därmed tar över delar av makten i företaget. Aktörer som utövar exitbeteende kan således inte implementera egna strategier i företaget utan enbart kontrollera voiceutövarnas strategier.¹³

Voice funktionen utövas framförallt genom att aktieägarna har ansvar för att utse företagets styrelse som i sin tur utser företagets VD. Vidare behöver företaget stöd och kanske även kapital vid investeringar i nya teknologier, marknader eller produkter. Detta gör att voicefunktionen har sin fördel vad det gäller att påverka företagets riktning vid förbättring eller förnyelse av företaget det vill säga företagets yttre effektivitet.

¹¹ Hedlund, Gunnar, Ingemund, Hägg, Hörnell, Erik & Rydén, Bengt (1985), *Näringsliv och samhälle*

¹² Ibid

¹³ Westholm, *Scandinavian Political Studies*(1992)

Båda dessa mekanismer har sina fördelar och det bästa är om företagets aktieägare tillsammans utövar en kombination av dessa beteende då detta skulle ha positiv inverkan både på företagets yttre och inre effektivitet.¹⁴

Att delta i bolagsstämma och där utöva sin rösträtt kräver att aktieägaren samlar in information och tar ställning till frågorna som skall behandlas vid stämman. Detta är kostnaden för att utnyttja sin rösträtt. För att aktieägaren skall ha incitament att utöva sin rösträtt krävs att nyttan av att delta i stämman är högre än kostnaden. Nyttan består av två faktorer, dels sannolikheten att aktieägarens röst har avgörande betydelse vid omröstning vid stämman och dels aktieägarens intresse för utgången av omröstningen.¹⁵

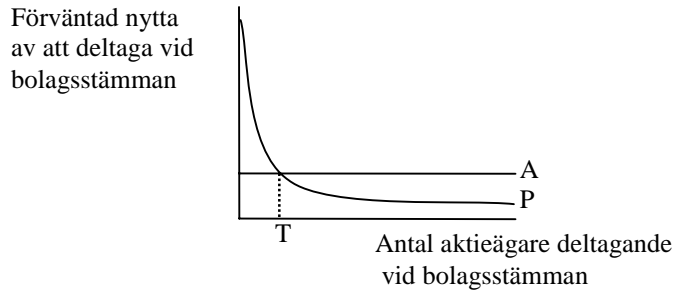
Vid bolagsstämman, som är aktieägarnas huvudsakliga kontrollinstrument, så har alla aktieägare rösträtt. Storleken på en enskild ägares rösträtt beror på storleken på aktieinnehavet och i vissa fall vilken sorts aktier som ägaren innehar vilket innebär att rösträtten inte är jämnt fördelad mellan aktieägarna. Även intresset av utgången av bolagsstämman varierar mellan aktieägarna. Aktieägare med stora andelar av aktiekapitalet har satsat mer pengar i företaget och har således ett större intresse i företaget.¹⁶

Det är en mycket liten sannolikhet att aktieägare med små aktieinnehav lägger avgörande röst vid bolagsstämman då dess relativa rösträtt är mycket liten. Dock beror sannolikheten att lägga avgörande röst på hur många av de andra aktieägarna som deltar vid stämman. På grund av den relativt låga rösträtten som en liten aktieägare innehar minskar sannolikheten att avgöra drastiskt då deltagandet vid stämman ökar. Detta illustreras i diagrammet nedan där P representerar den förväntade nyttan av att delta vid stämman och A den förväntade nyttan av att inte delta.

¹⁴ Hedlund et al *Näringsliv och samhälle* (1985)

¹⁵ Westholm, *Scandinavian Political Studies* (1992)

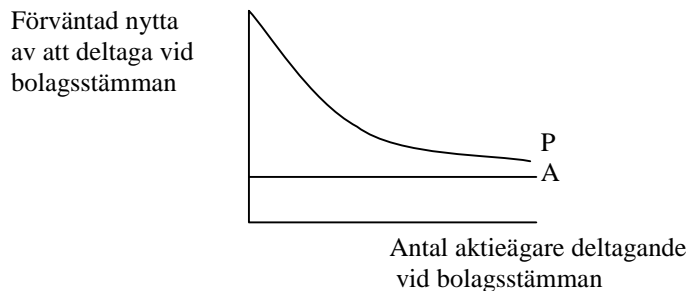
¹⁶ Ibid



Figur 2:1. Förväntade nyttan av att delta vid bolagsstämman för aktieägare med små aktieinnehav.

Vid punkten T där P korsar A är sannolikheten att aktieägaren avgör, inte längre tillräckligt hög för att överväga kostnaden att delta.

Vad det gäller aktieägare med stort aktieinnehav har dessa större sannolikhet att avgöra omröstning vid bolagsstämma. Vidare har en storägare satsat mer kapital i företaget vilket gör att dennes intresse för utgången av omröstningen är större. Detta gör att deras nytta att delta vid bolagsstämman är högre än kostnaden för att delta även då alla andra aktieägare är närvarande vid stämman, se diagrammet nedan.



Figur 2:2. Förväntade nyttan av att delta vid bolagsstämman för aktieägare med stora aktieinnehav.

Det finns här en paretooptimal jämvikt förutsatt att samtliga aktier som innehas av större aktieägare är större än punkten T. Eftersom de stora aktieägarna har störst nytta av att delta samtidigt som de mindre aktieägarna har störst nytta av att avstå från att delta så uppnås denna jämvikt då alla stora aktieägare deltar vid bolagsstämman samtidigt som alla de små aktieägarna avstår.¹⁷

Detta resonemang får stöd av en undersökning utförd 1985 som visar att i genomsnitt deltog endast 1,5 procent av aktieägarna vid bolagsstämmorna i stora svenska koncerner. Samtidigt var 54 procent av rösterna representerade vid dessa bolagsstämmor. Detta visar att sannolikheten är hög att stora aktieägare deltar vid bolagsstämman samtidigt som småägarna avstår.¹⁸

En konsekvens av ovanstående resonemang torde bli att ju mer spritt ägande (dvs. ju mindre aktieinnehav de enskilda aktieägarna innehar) ju mindre kontroll utövar aktieägarna över företaget och därmed innehar företagens ledning mer makt. Detta beror på att ingen av aktieägarna har tillräckligt med incitament för att delta vid bolagsstämman då företaget har ett spritt ägande.¹⁹

2.3.1 Kritik av ägarkoncentration som mått på makt

Westholm anser dock att detta påstående bortser från tre aspekter.²⁰ För det första har även företag med extremt spritt ägande en eller flera ägare som innehar minst ett par procent av aktierna. För det andra är spritt ägande endast förekommande i mycket stora företag. Detta innebär att värdet på aktierna som de största aktieägarna innehar är väldigt stort i absoluta termer vilket i sin tur innebär att ägarna till dessa poster är högst intresserade av omröstningens utgång och att de därmed utövar sin rösträtt. För det tredje är proportionen röster som representeras vid bolagsstämman en direkt funktion av proportionen aktier som innehas av ägare vars individuella innehav når nivån där nyttan av att delta är högre än kostnaden att delta. Denna teori har testats vid bolagsstämmor i 16 stora svenska koncerner och resultatet visar ett starkt linjärt samband mellan antalet röster som representerades och antalet aktier som innehas av stora aktieägare. I detta fall definierades stora aktieägare som aktieägare vars innehav minst motsvarade två procent av rösterna eller kapitalet. Detta innebär att inte bara en aktieägars innehav av det totala antalet aktier är avgörande för dess maktposition i företaget, utan även storleken på de andra aktieägarnas innehav är av betydelse. En aktieägare som innehar tio procent av aktierna i ett företag där resten av

¹⁷ Westholm, *Scandinavian Political Studies* (1992)

¹⁸ Westholm, *Scandinavian Political Studies* (1992)

¹⁹ Ibid

²⁰ Westholm, *Scandinavian Political Studies* (1992)

aktierna innehas av potentiella deltagare vid bolagsstämman (dvs. aktieägare med stora innehav) kan räkna med att inte ha mer än tio procent av rösterna vid bolagsstämman.

Samma aktieägare skulle istället kunna inneha tio procent av aktierna i ett företag där återstoden av aktierna innehas av aktieägare vars innehav är så pass små att det är möjligt att de inte kommer att delta vid bolagsstämman. Då skulle aktieägaren däremot kunna räkna med att ha en betydligt starkare position vid stämman.

Westholm påstår att dessa tre argument visar att maktbalansen mellan företaget ledning och aktieägarna inte förskjuts vid spritt ägande. De största aktieägarna har fortfarande incitament att utöva sitt inflytande trots att de enbart innehar en liten procentsats av det totala antalet aktier, dvs. att voiceinflytandet inte minskar när ägarspridningen ökar.

2.4 Konklusioner av teori samt hypotesbildning

I detta avsnitt kommer vi att sammanfatta teorierna. Därefter följer ett resonemang om hur dessa teorier leder fram till en hypotes.

Agentteoretiska problem uppstår på grund av att det råder intressekonflikt mellan VD och ägare. VD är endast intresserad av att maximera sin egen nytta och därmed överensstämmer inte dennes intresse med ägarnas. För att dra nytta av VD:s beteende skapas ett kontrakt mellan ägare och VD så att målkongruens uppstår mellan de två parterna. På så sätt uppfyller VD ägarnas mål i takt med att denne uppfyller sina egna mål. Detta resonemang återfinns även i vanlig belöningsystemteori. Enligt agentteorin har detta kontrakt även ett annat syfte; att fördela riskerna mellan parterna. En rörlig lönedel till VD innebär att en del av dennes kompensation uteblir om uppsatta mål inte uppfylls och därmed tar även VD en risk. I och med detta resonemang är kunskap om VD:s belöningsystem högst relevant för ägarna. VD torde dock inte vara intresserad av att lämna ut denna information då detta medför att aktieägarna kan granska och kritisera exekutivens arbetsinsats. Således råder det ständigt en intressekonflikt om huruvida denna information skall lämnas ut eller ej. I de fall där denna information lämnas ut beror detta, enligt agentteorin, inte på agentens goda vilja utan på principalens inflytande över denne. Man kan således ställa följande hypotes:

Ju mer makt principalen har gentemot agenten desto mer information angående VD:s belöningsystem lämnas ut.

Denna hypotes kräver dock att maktförhållandet mellan agent och principal uppskattas. Detta kommer vi att göra genom att mäta ägarkoncentrationen, enligt teorin ovan, då låg ägarkoncentration innebär att incitamentet hos aktieägarna att utöva inflytande försvinner. Detta beror på att de har låg sannolikhet att avgöra utfallet av omröstningar samt att deras intresse i företaget är lägre då de investerat mindre kapital. Således innebär hög ägarkoncentration att inflytandet över agenten är större än vid låg ägarkoncentration. Detta leder till följande precisering av hypotesen:

Ju högre ägarkoncentration företaget har desto mer information angående VD: s belöningsystem lämnas ut.

3 Metod

Metodkapitlet syftar till att klargöra uppsatsens grundläggande synsätt och metodansatser. Vidare beskrivs tillvägagångssättet för skapandet av klassificeringsmallen för transparens samt användandet av densamma. Avslutningsvis ämnar vi behandla mer generella frågor såsom undersökningens kvalitet och generaliserbarhet.

3.1 Referensramar

Vi vill understryka att våra bedömningar av ämnet såväl som undersökningen är beroende av de förväntningar, åsikter och värderingar vi har. Vi anser att sant och falskt är socialt betingat och beror på hur man uppfattar verkligheten. Detta innebär att vi följer ett hermeneutiskt synsätt.

Vi anser således att det föreligger ett objektivitetsproblem. Vårt val av objekt och kategorier för att studera transparens hos exekutivens belöningsystem i årsredovisningar präglas av vårt förhållningssätt till ämnet. På så sätt vore det inte orimligt att anta att studien skulle ha varit utformad annorlunda om någon annan utfört den.

3.2 Val av perspektiv

I denna uppsats har vi vid utformandet av klassificeringsmallen och vid operationaliseringen av informationen i årsredovisningarna utgått ifrån ett aktieägarperspektiv. Detta innebär att vi i möjligaste mån har försökt undersöka det som vi anser vara relevant för aktieägarna. I och med detta perspektiv bortser vi från vad som torde vara relevant ur andra intressenters ögon.

3.3 Metodansats

Induktion grundar sig i att forskaren undersöker en företeelse i verkligheten varefter generaliseringar kan göras.²¹ Motsatsen till induktion är deduktion som istället har sin utgångspunkt i teorier vilka blir föremål för prövning mot verkligheten. Denna undersökning har sin utgångspunkt i antagandet om att relationen mellan ägare och ledning, det vill säga principal och agent ligger till grund för den transparens som uppvisas i årsredovisningen. För att undersöka detta förhållande har valt att ställa upp en hypotes som kommer att testas mot verkligheten. Därefter dras slutsatser om teorins genomslagskraft under olika förhållanden. Därmed torde undersökningens ansats vara hypotetiskt deduktiv.

²¹ Thurén, *Vetenskapsteori för nybörjare* (1999)

3.4 *Kvantitativ eller kvalitativ undersökning*

Inom den vetenskapliga forskningen finns det två metodiska angreppssätt för undersökning av en företeelse, kvalitativ och kvantitativ metod.²² Dessa skiljer sig huvudsakligen åt genom användandet av siffror och statistik. Metoderna har naturligtvis olika för- och nackdelar och utesluter inte varandra. Kvalitativa metoder karaktäriseras av en ringa grad av formalisering och syftar främst till att skapa helhetsförståelse för det studerade problemet. Ett centralt tema är närheten till informationskällan för att kunna skapa en korrekt helhetsbild av det studerade fenomenet. Ansatsen gör således inte anspråk på att skapa generaliseringar applicerbara på objekt utanför undersökningen.

Kvantitativa metoder är istället mer formaliserade och strukturerade. I motsats till den kvalitativa metoden präglas denna metod av avstånd till, och urval av, informationskällorna. Denna metod eftersträvar inte att skapa en helhetsförståelse för objektet utan snarare att skapa förståelse utifrån vald frågeställning som i möjligaste mån skall möjliggöra generaliseringar för objekt utanför undersökta population. Den kvantitativa metoden har sin utgångspunkt i kvantitativa data som karaktäriseras av mätbarhet.

Magne Holme et al hävdar vidare att en metod som används i forskningsarbete skall uppnå vissa grundkrav. Dessa kan sammanfattas enligt följande;

- Det skall råda överensstämmelse till den verklighet som studeras.
- Urvalet av information måste vara systematiskt.
- Informationen skall kunna utnyttjas på bästa sätt.
- Resultaten skall redovisas på ett sätt som gör det möjligt för efterkommande att granska och kontrollera hållbarheten.
- Resultaten skall möjliggöra nya kunskaper och insikter om de aktuella förhållandena för att bana väg för fortsatt forskning och förståelse.

Med hänsyn tagen till ovanstående punkter samt att det inte finns någon vedertagen gradering av transparens tvingas vi grunda undersökningen i en kvalitativ metodansats. Detta beror på att vi först ämnar utforma en klassificeringsmall för transparens. Vid användandet av

²² Magne Holme et al *Forskningsmetodik* (2001)

klassificeringsmallen kommer vi att operationalisera mjuk data, det vill säga data som ej är kvantifierbar eller svår att kvantifiera, till hård data (numeriska material). Detta kommer att gestalta sig i att informationen som återges i årsredovisningen gällande VD:s kompensation tolkas och får ett värde i form av grad av transparens. Med klassificeringsmallen som utgångspunkt ämnar vi sedan utföra en kvantitativ underökning av företagen på A-listorna.

3.5 Utarbetning av klassificeringsmall

3.5.1 Årsredovisningen

För att ge läsaren en bild av ett av undersökningens objekt presenteras nedan årsredovisningens syften och funktion.

I en marknadsekonomi förser placerare och kreditinstitut företaget med kapital.²³ Denna transaktion grundar sig naturligtvis i att investeraren genom att investera kapital i företaget får avkastning, i form av utdelning på aktier eller i ränta. Transaktionen sker emellertid inte förbehållslöst utan kräver att investeraren har information som ligger till grund för beslut om krediter och om man skall köpa, behålla eller sälja aktier i företaget. Vidare behövs även information för att kunna avgöra företagets förmåga att skapa framtida utdelning på kapitalet. Analogin av detta resonemang gäller naturligtvis alla parter som har bistått företaget med någon slags resurs, exempelvis leverantörer och anställda. Årsredovisningen utgör ofta den huvudsakliga informationskällan för dessa intressenter.

Årsredovisningen är en årlig offentlig rapport huvudsakligen innehållande ekonomisk och finansiell information. Aktiebolag som är noterade för handel vid börs är enligt lagen skyldiga att upprätta årsredovisning för varje räkenskapsår. Årsredovisningen skall visa bolagets ekonomiska resultat för den gångna perioden samt dess ställning vid slutet av densamma. Därmed redovisas också avkastningen på investerat kapital. Vidare utgör årsredovisningen underlag för kontroll och uppföljning av styrelse och VD. För aktiebolag ligger årsredovisningen exempelvis till grund för bolagsstämmans beslut om

styrelsens och VD:s ansvarsfrihet och kan således sägas vara ett kvitto på ledningens handlande under det gångna året.

²³ Svensson et al *Årsredovisningslagen kommentar och lagtexter*

Årsredovisningen består av två typer av information: 1. obligatorisk information, 2. frivillig information. Den obligatoriska informationen bestäms av de minimikrav som anges i lagen. Den frivilliga informationen utgörs av all annan information utöver de lagstiftade minimikraven. Då denna uppsats undersöker transparensen rörande redovisningen av kompensationssystem till VD i årsredovisningen kommer vi i under rubriken 3.5.4 Lagstiftningens minimikrav presentera de på området gällande minimikraven.

3.5.2 Utgångspunkter

I utformandet av klassificeringsmallen kommer vi att granska informationen ur ett aktieägarperspektiv. Detta innebär att kategorierna för klassificeringsmallen kommer utformas utefter vilken information vi anser torde vara intressant för aktieägarna, det vill säga principerna.

Vid skapandet av klassificeringsmallen lät vi granska informationen gällande VD:s kompensation i 15 slumpvis utvalda årsredovisningar. Detta torde utgöra ett tillräckligt stort urval ur populationen för att ligga till grund för utformningen. Mallen tar vidare sin utgångspunkt i de minimikrav lagstiftaren samt rådgivande nämnder och råd stiftat. Den tar även hänsyn till vad vi upptäckt vara allmänt vedertaget på marknaden. Därmed har vi under resans gång eliminerat variabler som alla företag tagit hänsyn till i sina årsredovisningar. Genom att ta bort variabler rensas så onödiga och resultatstörande faktorer bort. Därmed innefattar undersökningen inte transparens gällande utfästelser om avgångsvederlag eller pensioner gentemot VD då rapporteringen kring detta är synnerligen snarlik. Processen att utveckla klassificeringsmallen och användandet av denna mall, det vill säga själva undersökningen, har iterativa inslag då vi vid operationaliseringen tvingades gå tillbaka och diskutera och kanske förändra klassificeringsmallen.

3.5.3 Lagstiftningens minimikrav

Minimikraven för rapportering av VD:s belöningsystem finner vi i lagar och normer. Därmed ämnar vi här presentera grundläggande principer och lagrum.

3.5.3.1 Centrala principer

Enligt ÅRL kap.2 §2 skall årsredovisningen upprättas på ett *överskådligt* sätt och i enlighet med *god redovisningssed*. Därmed menas att informationen i årsredovisningen skall vara lättillgänglig, presenteras på ett relevant och systematiskt sätt i former som möjliggör tydlig överblick. *God redovisningssed* definieras enligt förarbetena till ÅRL och BFL

(Bokföringslagen) som en faktiskt förekommande praxis hos en kvalitativt representativ krets av bokföringsskyldiga. En mer korrekt juridisk definition torde vara att god redovisningssed är en rättslig standard som grundar sig i lagar, praxis och rekommendationer vilket innebär en skyldighet att rätta sig efter lagen och de redovisningsprinciper som innefattas av denna²⁴.

ÅRL kap.2 §3 föreskriver att årsredovisningen skall uppvisa en *rättvisande bild* av företaget. Med detta menas att balansräkningen, resultaträkningen, finansieringsanalysen och noterna skall upprättas som en helhet för att skapa en rättvisande bild av företagets ställning och resultat.

3.5.3.2 Centrala lagrum

Av ÅRL kap.5 § 20 framgår att VD:s, styrelseledamöters och motsvarande befattningshavares kompensationer i årsredovisningen skall särskiljas från företagets totala löne- och ersättningskostnader. Vidare framgår att tantiem (det vill säga rörlig lönedel) och liknande ersättningar till ovanstående grupp skall anges särskilt. Av detta kan utläsas att VD:s del av företagets totala kompensation inte behöver särredovisas. Vidare är aktiebolag obligerade att särredovisa kostnader för ovan nämnda grupp och därtill tidigare medlemmars pensionskostnader. Det torde emellertid inte heller här föreligga tvingande regler för särredovisning av VD:s pensionskostnader. Detsamma gäller avtal om avgångsvederlag. För dessa skall däremot de huvudsakliga principerna redovisas.²⁵

3.5.4 Utformning av klassificeringsvariabler

Med ovanstående minimikrav i åtanke har vi försökt finna lämpliga variabler för klassificering av transparens. Då vi tidigt funnit att merparten av undersökningens företag använder sig av dels rörlig lön och dels optionsprogram har vi för tydlighetens skull valt att dela in argumentationen för undersökningens variabler i två avsnitt.

3.5.4.1 Argumentation för klassificeringsvariabler gällande rörlig del av lön

Enligt lag är företagen skyldiga att redovisa gruppen, VD och styrelseledamöter, särskilt från övriga anställda. Vidare krävs att den rörliga lönedel som tillfaller denna grupp särredovisas. Ur ett aktieägarperspektiv torde det vara intressant att veta VD:s totala lön för att förstå dennes incitament att stanna kvar i organisationen. Denna variabel har emellertid, av två olika anledningar exkluderats från klassificeringsmallen. Den främsta orsaken är att variabeln

²⁴ Föreningen Auktoriserade Revisorer, *FARs samlingsvolym* (2000)

²⁵ Svensson et al, *Årsredovisningslagen* (1996)

saknar relevans ur ett agentteoretiskt perspektiv då den inte explicit tillför någon information om VD:s rörliga lönedel. Den andra anledningen är att vi, efter att ha granskat samtliga företag, observerade att samtliga frivilligt redovisat denna information. Detta är ett exempel på den iterativa process som uppsatsskrivandet inneburit.

Då alla företag redovisat VD:s totala ersättning torde nästa steg vara att specificera hur stor VD:s rörliga lönedel är. Genom denna information har aktieägarna möjlighet att förstå hur stor del av lönen som är prestationsbaserad, det vill säga den del, som enligt agentteorin, kan styra agenten mot samma mål som ägarna. Denna variabel kallar vi i undersökningen *Spec. Rörlig*. Även de företag som rapporterat att de inte delat ut rörlig lön, angivet år, uppvisar transparens.

Denna information räcker dock inte för att aktieägarna skall kunna avgöra om den rörliga delen av kontraktet är lämplig för att styra agenten. För detta krävs ytterligare två uppgifter. Den första uppgiften avser vad den rörliga lönen är kopplad till. Vissa företag knyter den rörliga delen av lönen till kassaflödet andra till resultatet eller olika branschindex. Genom denna information kan man som ägare veta vilka mål agenten söker uppnå. Detta torde vara, sett ur principalens intressen, högst relevant. Denna variabel benämns i undersökningen *Kopplat till*. Den andra upplysningen som, enligt vår mening, krävs för att man som ägare skall kunna ställa sig kritisk till exekutivens rörliga löneandel är vid vilken gräns denna lönedel utfaller. Ett exempel på denna typ av upplysning är att man explicit skriver att den variabla lönen utfaller när koncernens vinstmarginal är större än en viss procent. Denna variabel kallar vi i undersökningen: *Utfaller när*. För att en belöning skall vara motiverande krävs det att målet varken är för lätt eller för svårt att uppnå. Således är denna variabel högst betydelsefull för aktieägarnas möjlighet att utvärdera VD:s kompensation.

3.5.4.2 Argumentation för klassificeringsvariabler gällande optionsprogram

Då vi tidigt märkte att informationen kring VD:s optionsprogram skiftade avsevärt i årsredovisningarna torde minikraven enligt lag vara tämligen låga varför vi valt att grunda dessa variabler ur ett strikt aktieägarperspektiv. Variablerna grundar sig således i vad aktieägaren torde vilja veta om optionsprogrammet så att aktieägaren kan bedöma optionsprogrammets betydelse, rimlighetsgrad och konsekvenser.

Genom följande information kan aktieägaren besvara dessa frågor:

- 1) Vilken är lösensumman?
- 2) Vad är löptiden?
- 3) Hur många optioner har tilldelats exekutiven?
- 4) Vet man om optionerna leder till aktieägarspridning?

Om något av kriterierna inte kan besvaras, genom informationen i årsredovisningen, medför det att aktieägarna inte kan utvärdera om optionsprogrammet är rimligt och befogat. Man skulle kunna argumentera för att de tre första av ovanstående kriterier måste uppfyllas för att aktieägaren skall kunna utröna programmets ekonomiska konsekvenser för VD:n. Vi har emellertid valt att dela upp kriterierna och ge dem samma värde för att på så sätt skapa ett bredare spann av transparens. Vi anser även att varje enskild variabel har tillräcklig relevans för att fungera som nyttig och värdefull information för aktieägarna. Vidare torde frågan om optionsprogrammet leder till ägarspridning vara högst relevant då detta resulterar i minskad ägarandel för nuvarande aktieägare. I undersökningen benämns de ovan nämnda kriterierna med; *Lösen*, *Löptid*, *Storlek* och *Spridning*.

3.6 Mått av makt - T1 och T10

3.6.1 Utgångspunkter

För att finna ett lämpligt mått på ägarnas (principalens) maktställning gentemot VD (agenten) har vi sökt hjälp av teorier på området. I teorin finner vi två relevant mått som används för att undersöka ägarnas makt i företaget: ägarkoncentration och ägarstruktur. Hedlund et al har utformat en mall för att undersöka ägarstrukturen.²⁶ Detta tillvägagångssätt kräver att man vet vilka de enskilda ägarna är och de enskilda ägarnas syften med innehavet. Resultatet av en sådan studie torde ge en väl avvägd bild av maktförhållandet i realiteten. Studien skulle dock kräva en stor mängd svårtillgänglig information samt bli väldigt tidskrävande vid undersökning av samtliga företag på A-listorna. Således är vi tvungna att finna ett enklare mått av makt och då är ägarkoncentration vanligt förekommande. Vi fann även tidigt att information kring de tio största ägarnas aktieinnehav fanns återgivet i årsredovisningen. Med tanke på given tidsram och informationens tillgänglighet har vi valt att använda oss av detta mått för att mäta ägarnas maktställning gentemot VD. Det bör poängteras att detta är ett enklare mått av makt vars validitet är omdiskuterad (kommer att diskuteras under rubriken

²⁶ Hedlund et al *Näringsliv och samhälle* (1985)

validitet och reliabilitet i detta kapitel). Ägarkoncentration kan vidare definieras dels utifrån andel röster och dels utifrån andel kapital. Av dessa två mått argumenterar vi för att röstandelar utgör ett bättre mått än kapitalandelar då det är röstandelen som avgör aktieägarens möjlighet att påverka vid bolagsstämman. Därmed påstår vi inte att andelen kapital är irrelevant då kapitalandelen enligt teorin har stor påverkan på aktieägarens intresse av att utöva sitt inflytande.

3.6.1.1 T1 och T10

För att undersöka ägarkoncentrationen i företagen har vi valt att undersöka två faktorer. Dessa kallas för T1 och T10. T1 består av den andel av rösterna som den största aktieägaren i företaget innehar och T10 de tio största ägarnas sammanlagda röstandel. Att undersöka fler än de tio största ägarna torde vara irrelevant då det oftast handlar om så små röstandelar att de inte torde ha inverkan på om principalerna har stark eller svag ställning gentemot agenten. Vidare är information om de tio största ägarnas röstandelar lättillgänglig då dessa andelar finns angivna i företagens årsredovisningar.

Att jämföra företagets transparens med T1 kommer att visa huruvida den mest inflytelserika principalens ställning gentemot agenten har inverkan på transparensen. Då T10 omfattar företagets största ägare och deras röstandel utgör detta en god bild av dessa principals sammanlagda ställning gentemot agenten.

3.7 Undersökningens utformning

3.7.1 Transparensklassificering

För undersökningen har vi skapat ett Excel-ark bestående av ett antal rubriker, horisontellt, och de på A-listan förekommande företagen, vertikalt. Rubrikerna innehåller ett antal frågor vilka besvarats med Ja (1) och Nej (0). Vad det gäller optioner kan svaret även bli (*) då optionsprogram för VD inte existerar. Svaren på frågorna ligger till grund för den uppvisade graden av transparens företagets årsredovisning resulterat i. Vidare har vi nödgats göra en viss uppdelning av undersökningen då det visat sig att ett rättvisande resultat inte kan uppnås utan att särskilja företag med optionsprogram från företag utan optionsprogram. Utan denna uppdelning skulle nämligen företag utan optionsprogram inte kunna uppnå samma grad av

transparens som övriga företag då uträkningen av transparensgraden skulle ske under olika förutsättningar.

Uppdelningen har gestaltat sig i form av att alla företag undersökts i fråga om transparens vid redovisning av rörlig lönedel till VD. Vidare har företag med optionsprogram (d.v.s. alla utom tolv) undersökts i fråga om transparens gällande själva optionsprogrammet. Avslutningsvis har en kombinerad undersökning gjorts där transparens gällande redovisning av rörlig lön samt optionsprogram undersökts. Detta diagram syftar till att ge en helhetsbild av transparensen rörande den rörliga delen av VD:s lön.

3.7.2 Resultat av transparensklassificering

Undersökningarna har resulterat i specificerade grader av transparens för samtliga företag. För att skapa en enhetlig bild mellan de olika undersökningarna har graden av transparens räknats fram genom att dividera antal jakande svar med antalet frågor. Graden av transparens spänner sig således mellan minimum noll (0) och maximum ett (1). Man skulle kunna argumentera för att variabelernas värden i undersökningen skall viktas då de olika variabelerna torde vara av olika stort intresse för aktieägarna. Vi har dock valt att avstå från detta på grund av svårigheten att skapa korrekta vikter av variabelerna, då risken för subjektivitet är överhängande. Då ingen, utifrån vår vetenskap, tidigare utformat en liknande klassificeringsmall har vi ständigt strävat efter att undvika metoder där vår subjektivitet tar en central roll.

Istället har vi valt att ge alla variabler samma vikt varmed företag med lika många jakande svar uppnår samma grad av transparens trots att de inte nödvändigtvis uppvisat transparens på samma frågor.

Klassificeringarna av transparensen belyses av nedanstående utdrag ur undersökningen av rörlig del av lön samt bonus. Graden av transparens visas till höger som ett resultat av klassificeringsvariablerna. Längst till höger återfinns ägarkoncentrationsmått T1 och T10 angivet i procent.

Företag:	Spec. Rörlig	Kopplat till	Utfaller när	Lösen	Löptid	storlek	spridning	Grad av transparens	T1	T10
Scandiaco nsult	1	0	0	0	0	0	1	0,286	15,7	57
Scribona	1	0	0	1	1	0	1	0,571	5,2	29,3

3.8 Genomförandet av undersökningen

I detta avsnitt belyses hur vi genomfört den kvantitativa delen av vår undersökning, det vill säga operationaliseringen av årsredovisningarnas data. Detta sker med hjälp av ovan presenterade klassificeringsmall.

3.8.1 Population

Vi har valt att endast undersöka företag noterade på A-listorna. För att ett företag skall noteras på A-listan krävs det att en mängd krav är uppfyllda vilket gör att det enbart finns en viss sorts bolag noterade på denna lista.²⁷ Grunddragen i dessa krav kommer att beskrivas nedan samt en förklaring till varför vi valt att undersöka just dessa företag.

”Bolaget skall ha minst tre års verifierbar historia, d.v.s. den nuvarande verksamheten skall i sina huvuddrag ha bedrivits i tre år och bolaget skall kunna presentera redovisningshandlingar för dessa år.”

Det finns vissa undantag från detta krav. Då är det oftast frågan om avknoppade dotterbolag eller bolag som nyligen bildats genom samgående. Bolagen har i alla fall en viss erfarenhet av att vara noterad på börsen.

”Bolaget skall ha dokumenterad vinstintjäningsförmåga.”

Det ska inte bara framgå att bolaget genererat vinst utan det ska även ha god vinsttjäningsförmåga relativt branschen i övrigt. I och med detta krav är det relativt framgångsrika företag som är noterade på A-listan.

”Bolaget skall uppfylla börsrämsiga krav beträffande ledning, styrelsens sammansättning, ekonomistyrning och kapacitet för aktiemarknadsinformation.”

Kraven på ledning och styrelse syftar till att ge hög kvalitet i ledningsarbetet. Bland annat granskas personerna i ledningen för de inte ska kunna minska förtroendet för bolaget på aktiemarknaden. Vidare ställs krav på oberoende styrelseledamöter för att i viss mån säkerställa styrelsens kontrollerande funktion över företagsledningen och likabehandlingen av

²⁷ www.stockholmsborsen.se (2002-05-10)

aktieägarna. Med oberoende menas dels oberoende från huvudaktieägarna och dels oberoende från företagets verksamhet. Bolagets ekonomi- och rapporteringssystem skall vara av hög klass då denna information ska kunna ge ledningen beslutsunderlag och även ligga till grund för offentliga rapporter. Vidare ställs krav på bolagets organisatoriska förmåga att tillgodose aktiemarknadens informationsbehov.

”Bolaget skall ha minst 2000 aktieägare som vardera äger aktier motsvarande minst en handelspost. En handelspost är det antal aktier som motsvarar ett halvt basbelopp.”

”Bolaget skall ha minst 25 procent av aktierna och minst 10 procent av rösterna i allmän ägo. Med allmän ägo avses någon som direkt eller indirekt äger mindre än 10 procent av aktiekapitalet eller rösterna.”

Detta syftar till att säkerställa likviditeten i aktien och innebär att bolagen på A-listan har en viss grad av ägarspridning. Vidare krävs att bolaget har ett börsvärde på minst 300 Mkr vid noteringen. Sammantaget kan man säga att företagen är relativt stora, lönsamma, professionella samt har en viss ägarspridning.

Det kanske viktigaste argumentet för att välja företagen på A-listorna som undersökningsobjekt är att dessa utgör den huvudsakliga arbetsmarknaden för professionella företagsledare. På så vis skiljer sig dessa företag gentemot många företag som figurerar på övriga listor där företagen ofta är familjeföretag med största ägaren som VD. Därmed uppstår inte agentprincipalproblem inom denna kategori av företag. A-listorna torde således innehålla de företag där agentprincipalproblematiken är som tydligast, varför vi anser dessa utgöra den mest relevanta kategorin av företag att undersöka utifrån vald frågeställning.

3.8.2 Datainsamling

Som informationskälla till denna undersökning har vi använt oss av respektive företags årsredovisning. Dessa har vi huvudsakligen funnit på www.bolagsfakta.se samt de enskilda företagens hemsidor. Årsredovisningarna har laddats hem i PDF-format som läses med programmet Acrobat Reader. Ett företags årsredovisning, Investors, lyckades vi inte finna på Internet varför vi använde oss av ett tryckt exemplar som vi lånade på Lunds Ekonomiska Kursbiblioteket.

3.8.3 Företag som ej omfattas av undersökningen.

Följande företag omfattas inte av undersökningen på grund av nedanstående anledningar: ABB, Akzo Nobel, Autoliv, SCA, Nordea, Pharmacia, Astra Zeneca, Syngenta, Sapa AB, Höganäs AB, SCA och Nokia.

Den primära anledningen till ovanstående företag inte omfattas av undersökningen är att de inte använder sig av svenska redovisningsprinciper. Dessa grundar sig istället på US GAAP eller UK GAAP och är skrivna på engelska. Undersökningens övriga årsredovisningar följer antingen Internationella redovisningsprinciper (IAS) som antagits av International Accounting Standards Board eller är upprättade enligt svenska redovisningsprinciper.

Argumentet för att ej ta med ovan nämnda företag i undersökningen är att resultatet skulle bli missvisande. Tillämpningen av olika redovisningsprinciper skiljer sig inte bara vid värderings och periodiseringsfrågor utan även vad beträffar informations- och transparenskrav inom ramen för exekutivens belöningsystem. Ett tydligt exempel på detta är amerikanska årsredovisningar (som följer US GAAP) inte nödvändigtvis behöver klargöra exekutivens ersättningar i årsredovisningen utan kan redovisa dessa via separata dokument bifogade till aktieägaren.

Vidare har Elekta inte ingått i undersökningen då företaget inte uppfyllt de krav vi ställt på ägarstrukturen. Elektas VD äger själva samtliga A-aktier varför agentprincipalproblematiken inte aktualiseras. I Elektas fall, sett till röstandelar, är principalen likställd med agenten. På grund av bristfällig information rörande ägarstrukturen kommer inte heller Handelsbanken omfattas av undersökningen. Handelsbanken har i sin årsredovisning, samt vid kontakt med huvudkontoret, valt att endast redovisa de tio största svenska ägarna. Enligt årsredovisningen har företaget ett stort utländskt ägande.

Slutligen har vi inte lyckats finna Norsk Hydros årsredovisning, detta beror på att företaget inte haft redovisningen på webben samt att företaget inte skickat redovisningen i tid till oss. Detta torde dock ej ha någon nämnvärd påverkan på studiens resultat.

Totalt har 15 företag exkluderats. Det innebär att 53 av A-listans 68 företag ingått i studien, med andra ord 78% av företagen.

3.8.4 Undersökningsprocessen

Inledningsvis delade vi upp årsredovisningarna emellan oss för att arbeta effektivare då vi utförde undersökningen. Vid en genomgång visade det sig dock att vi sinsemellan tolkat informationen i årsredovisningen på olika sätt. Detta medförde att vi var tvungna att gå igenom årsredovisningarna tillsammans alla tre för att på så sätt få en så konsekvent underökning som möjligt. Återigen vill vi poängtera att vi under operationaliseringen kommit till insikt om att vissa klassificeringsvariabler saknat relevans. Detta har resulterat i att vi nödsakats gå tillbaka till klassificeringsmallen för att utveckla variablerna.

Vid uträkandet av ägarkoncentrationen har vi använt oss av den uppräknings av de tio största ägarna som återfinns i årsredovisningen. För att hitta all information rörande VD:s belöningsystem har vi använt oss av den inbyggda sökfunktionen i Acrobat Reader. För att säkerställa att all information hittas har vi nyttjat ett antal sökord vid undersökningen av varje enskild årsredovisning. Dessa är: lön, bonus, tantiem samt option. På så vis innefattas alla ord och begrepp som innehåller dessa ord. Därmed har vi gjort vad som står i vår makt för att finna den relevanta informationen i årsredovisningarna. Vad det gäller Investor genomfördes informationssökningen manuellt i den tryckta årsredovisningen. För att se exempel på hur informationen i noterna kan se ut, se bilaga 1.

Huvudsakligen har information rörande VD:s kompensation återfunnits i noterna till resultaträkningen. I vissa fall redovisas ytterligare information i andra delar av årsredovisningen så som i förvaltningsberättelsen.

3.9 Validitet och reliabilitet

Validitetsbegreppet syftar till att förklara hur väl undersökningen lyckas mäta vad den defacto utger sig för att mäta. Reliabilitet handlar i sin tur om hur exakt mätningarna utförs. Ett raljerande exempel är det som tas upp av Thuren; På 1800-talet mättes individers skallstorlek för att avgöra hur intelligent personen ifråga var. Mätningen var säkerligen mycket exakt, då storleken mättes med millimeters noggrannhet, varmed reliabiliteten var hög. Däremot vet vi

idag att intelligens inte har något med skullstorlek att göra varför vi kan konstatera att undersökningarna saknade validitet.²⁸

Undersökningen ämnar undersöka transparensens korrelation med ägarnas makt. Här finner vi således två objekt som torde vara intressanta att dryfta utifrån validitets- och reliabilitetsbegreppet. Låt oss så inleda med validiteten vad gäller mätningen av aktieägarnas makt.

Aktieägarnas makt gentemot VD är svår att mäta då den kan tänkas bero på en mängd olika faktorer. För att få ett så precist mått på makt som möjligt torde det vara relevant att undersöka de olika aktieägarnas varierande aktieinnehavssyfte, ägarnas informella kontakter med varandra samt bolagets ledning och styrelse, ägarnas andelar av bolagets totala kapital och avslutningsvis ägarnas andelar av rösterna. Då detta är allt för komplext och tidskrävande nödsakas vi skapa en förenklad bild av makten i företagen. Därför ämnar vi undersöka makten utifrån ägarkoncentration som man kan mäta på två olika sätt, för det första utifrån andel kapital och för det andra utifrån andel röster. Det mest relevanta torde vara att mäta ägarkoncentration utifrån röstandelar eftersom detta är ägarnas viktigaste instrument att utöva sin makt. Således mäter vi makt med ägarkoncentration i form av röstandelar. På grund av ovan nämnda förenkling kan undersökningens validitet ifrågasättas. Med tanke på ställda tidsramar och informationstillgängligheten anser vi oss emellertid ha eftersträvat att upprätthålla så hög validitet som möjligt.

Mätningens reliabilitet torde vara mycket hög då tydlig information om röstandelar lämnas explicit i uppspaltat format i varje årsredovisning.

Vad gäller mätning av transparens har vi gjort valet att undersöka VD:s rörliga lönedel samt eventuella optionsprogram. Därmed utesluter vi pensionsutfästelser och avgångsvederlag ur undersökningen. Detta finner vi rimligt då redovisningen av dessa ter sig mycket formaliserad och likartad i samtliga årsredovisningar. För att undersöka företagets transparens skulle man även kunna undersöka all övrig information som företaget offentliggör om VD:s belöningsystem. Detta torde ge en mer komplett bild av företagets transparens. Således finns ett övergripande validitetsproblem då vi inte undersöker allt som finns att undersöka rörande transparens.

²⁸ Torsten Turen *Vetenskapsteori för nybörjare*

Vårt val undersökningsobjekt grundar sig i det agentteoretiska resonemanget i kapitel två som leder fram till hypotesen om att transparensen i årsredovisningen gällande VD:s rörliga kompensation är avhängd ägarkoncentration. I och med denna formulering lämnas litet utrymme för validitetsproblem med utgångspunkt i uppställd hypotes, problemformulering och syfte.

Reliabiliteten handlar som ovan nämnts om mätningarna gjorts korrekt eller ej. Man kan fråga sig huruvida någon annan vid en mätning skulle uppnå samma resultat. För att mäta transparensen skapade vi en klassificering av mängden och kvaliteten av den information som redovisas rörande kompensationssystemen i årsredovisningen. Kvalitativ data kvantifieras. Vi har vid utformandet av klassificeringsmallen nödsakats göra en mängd val, exempelvis vilka variabler som skall ingå i mallen och huruvida dessa variabler ska viktas eller ej. Således finns det ett eventuellt reliabilitetsproblem vid användandet av mallen.

Vidare kan reliabiliteten ifrågasättas ifråga om användandet av klassificeringsmallen. Den huvudsakliga frågan man kan ställa sig är hur vi tolkat informationen i årsredovisningarna, det vill säga operationaliseringen av informationen i årsredovisningarna. Vad som är rätt eller fel tolkning av information torde vara svårt att sia om. Det är dock väsentligt att informationen tolkas på ett konsekvent sätt vilket vi eftersträvat genom att genomföra operationaliseringen gemensamt.

3.10 Generaliserbarhet

Urvalet består av 78 % av individerna i den relevanta populationen. Resterande 22 % har av olika anledningar eliminerats ur undersökningen (se kap.1.7.3). Merparten av de 22 % är exkluderade på grund av att de tillämpar redovisningsprinciper som väsentligt skiljer sig från svensk standard. Kraven på informationen om VD:s belöningsystem är således olika varför undersökningens slutsatser inte går att generalisera mot den utelämnade delen av populationen. Det bör även poängteras att generaliseringar till företag som inte befinner sig på A-listan endast kan göras förutsatt att ägare och företagsledning är separerade. Detta beror på att agentprincipal-förhållandet inte nödvändigtvis är applicerbart på företag noterade på andra listor eller företag som inte är börsnoterade då dessa företags ägarförhållande ofta ser annorlunda ut.

Generalisering mot teorin innebär att man efter prövning av hypotesen kan dra slutsatser om teorins riktighet. Då denna studie endast behandlar en begränsad del av den information företagen ger ut är en generalisering mot teorin starkt begränsad. Då undersökningen dels begränsar sig till informationen i årsredovisningen, dels endast behandlar en liten del av agentteorin samt likställer ägarkoncentration med makt, gör vi inte anspråk på att verifiera eller falsifiera agentteorin i sin helhet. Våra slutsatser kommer att begränsas inom ramen för ställd hypotes.

4 Undersökning

I detta kapitel presenteras den undersökning som gjorts i syfte att verifiera eller förkasta uppställd hypotes.. Resultatet presenteras i tabellform.

4.1 Undersökning av rörlig del av lön

Företag:	Spec.Rörlig	Kopplat till	Utfaller när	Grad av trans	T1	T10
Assa Abloy	1	0	0	0,33	25,2	62,1
Atlas Copco	1	0	0	0,33	21,4	40,4
Elektrolux	1	0	0	0,33	22,4	37,8
Ericsson	0	0	0	0	38,7	89,1
FS-banken	1	0	0	0,33	20,8	47,7
Gambro	1	0	0	0,33	26,3	57,2
Holmen	1	0	0	0,33	52	83,3
Industrivärden	1	0	0	0,33	9,9	52,3
Investor	1	0	0	0,33	38	69,7
Kinnevik	1	0	0	0,33	34,7	77,7
Nobel Biocare	1	0	0	0,33	12,7	42,2
OM	1	0	0	0,33	17,1	56,6
Sandvik	1	1	0	0,66	8	37,6
Scania	1	1	0	0,66	34	92,3
SEB	1	0	0	0,33	19,2	44,3
Securitas	1	1	0	0,66	7	40
Skandia	1	0	0	0,33	4,5	33,1
Skanska	1	1	0	0,66	30,8	58,2
SKF	1	0	0	0,33	25,4	52,3
SSAB	1	0	0	0,33	12	52,4
Stora Enso	1	0	0	0,33	24	69,2
Swedish Match	1	0	0	0,33	13,7	39
Telia	1	1	0	0,66	70,6	82,3
WM- data	1	0	0	0,33	30,2	79,4
Volvo	1	1	0	0,66	20	44,9
Allgon	1	0	0	0,33	13,7	52,3
Avesta Polarit	0	0	0	0	55,3	84,4
Axfood	0	1	0	0,33	45,5	62
Beijer	1	0	0	0,33	61,7	89,1
Bergman & Be	0	0	0	0	18,8	67
Bilia	0	1	0	0,33	40,1	79,4
Bure Equity	1	1	0	0,66	16,2	50,9
Cardo	1	0	0	0,33	33,5	69,2
Consilium	1	0	0	0,33	72,1	84,7
Esselte	1	1	0	0,66	32,2	62,8
Finnveden	0	0	0	0	25	59,7
Getinge	1	0	0	0,33	46,4	64,9
Gunnebo	1	0	0	0,33	24,4	55,9
Haldex	1	0	0	0,33	11,3	51,2
Hexagon	1	0	0	0,33	49,2	75,6
Hufvudstaden	1	0	0	0,33	87,6	95,7

JM	1	0	0	0,33	20,2	58,8
Lindex	0	0	0	0	11,9	46,2
NCC	1	0	0	0,33	49,5	87,6
Sardus	0	0	0	0	34,3	66,6
SAS	1	0	0	0,33	21,4	71,8
Scandiaconsult	1	0	0	0,33	15,7	57
Scribona	1	0	0	0,33	5,2	29,3
Seco Tools	1	0	0	0,33	89,5	97,7
Tietoenator	0	0	0	0	4,8	16,7
Ticket	1	0	0	0,33	6,3	26,1
Trelleborg	1	0	0	0,33	61,75	74,57
TV4	1	1	0	0,66	23,4	92,6
Ångpannef	1	0	0	0,33	47,5	80,2

4.2 Undersökning av optioner

Företag:	Lösen	Löptid	storlek	spridning	Grad av trans	T1	T10
Assa Abloy	*	*	*	*			
Atlas Copco	*	*	*	*			
Elektrolux	1	1	1	1	1	22,4	37,8
Ericsson	1	1	0	1	0,75	38,7	89,1
FS-banken	1	1	0	1	0,75	20,8	47,7
Gambro	1	1	1	1	1	26,3	57,2
Holmen	0	0	0	1	0,25	52	83,3
Industrivärden	1	1	1	1	1	9,9	52,3
Investor	1	1	1	0	0,75	38	69,7
Kinnevik	0	0	0	0	0	34,7	77,7
Nobel Biocare	1	1	0	1	0,75	12,7	42,2
OM	1	1	0	1	0,75	17,1	56,6
Sandvik	1	1	1	1	1	8	37,6
Scania	1	1	1	1	1	34	92,3
SEB	1	1	1	1	1	19,2	44,3
Securitas	*	*	*	*			
Skandia	0	0	1	1	0,5	4,5	33,1
Skanska	1	1	1	1	1	30,8	58,2
SKF	1	1	0	1	0,75	25,4	52,3
SSAB	*	*	*	*			
Stora Enso	*	*	*	*			
Swedish Match	1	1	0	1	0,75	13,7	39
Telia	1	1	0	1	0,75	70,6	82,3
WM- data	1	1	0	1	0,75	30,2	79,4
Volvo	1	1	1	1	1	20	44,9
Allgon	0	0	0	1	0,25	13,7	52,3
Avesta Polarit	*	*	*	*			
Axfood	1	1	1	1	1	45,5	62
Beijer	0	0	1	1	0,5	61,7	89,1
Bergman & Be	1	1	0	1	0,75	18,8	67
Bilia	0	0	1	1	0,5	40,1	79,4
Bure Equity	1	1	1	1	1	16,2	50,9

Cardo	1	1	1	1	1	33,5	69,2
Consilium	*	*	*	*			
Esselte	*	*	*	*			
Finnveden	1	1	1	1	1	25	59,7
Getinge	0	1	1	0	0,5	46,4	64,9
Gunnebo	0	0	0	0	0	24,4	55,9
Haldex	1	1	0	1	0,75	11,3	51,2
Hexagon	0	0	0	1	0,25	49,2	75,6
Hufvudstaden	0	0	1	0	0,25	87,6	95,7
JM	1	1	0	1	0,75	20,2	58,8
Lindex	0	1	0	0	0,25	11,9	46,2
NCC	1	1	1	0	0,75	49,5	87,6
Sardus	*	*	*	*			
SAS	*	*	*	*			
Scandiaconsult	0	0	0	1	0,25	15,7	57
Scribona	1	1	0	1	0,75	5,2	29,3
Seco Tools	*	*	*	*			
Tietoenator	1	1	0	1	0,75	4,8	16,7
Ticket	1	1	1	1	1	6,3	26,1
Trelleborg	1	1	1	1	1	61,75	74,57
TV4	1	1	0	1	0,75	23,4	92,6
Ångpannef	*	*	*	*			

4.3 Undersökning av rörlig del av lön samt optioner

Företag:	Spec.Rörlig	Kopplat till	Utfaller när	Lösen	Löptid	storlek	spridning	Grad av trans.	T1	T10
Assa Abloy	1	0	0	*	*	*	*			
Atlas Copco	1	0	0	*	*	*	*			
Elektrolux	1	0	0	1	1	1	1	0,714	22,4	37,8
Ericsson	0	0	0	1	1	0	1	0,429	38,7	89,1
FS-banken	1	0	0	1	1	0	1	0,571	20,8	47,7
Gambro	1	0	0	1	1	1	1	0,714	26,3	57,2
Holmen	1	0	0	0	0	0	1	0,286	52	83,3
Industrivärden	1	0	0	1	1	1	1	0,714	9,9	52,3
Investor	1	0	0	1	1	1	0	0,714	38	69,7
Kinnevik	1	0	0	0	0	0	0	0,143	34,7	77,7
Nobel Biocare	1	0	0	1	1	0	1	0,571	12,7	42,2
OM	1	0	0	1	1	0	1	0,571	17,1	56,6
Sandvik	1	1	0	1	1	1	1	0,857	8	37,6
Scania	1	1	0	1	1	1	1	0,857	34	92,3
SEB	1	0	0	1	1	1	1	0,714	19,2	44,3
Securitas	1	1	0	*	*	*	*			
Skandia	1	0	0	0	0	1	1	0,429	4,5	33,1
Skanska	1	1	0	1	1	1	1	0,857	30,8	58,2
SKF	1	0	0	1	1	0	1	0,571	25,4	52,3
SSAB	1	0	0	*	*	*	*			
Stora Enso	1	0	0	*	*	*	*			
Swedish Match	1	0	0	1	1	0	1	0,571	13,7	39

Telia	1	1	0	1	1	0	1	0,714	70,6	82,3
WM- data	1	0	0	1	1	0	1	0,571	30,2	79,4
Volvo	1	1	0	1	1	1	1	0,857	20	44,9
Allgon	1	0	0	0	0	0	1	0,286	13,7	52,3
Avesta Polarit	0	0	0	*	*	*	*			
Axfood	0	1	0	1	1	1	1	0,714	45,5	62
Beijer	1	0	0	0	0	1	1	0,429	61,7	89,1
Bergman & Be	0	0	0	1	1	0	1	0,429	18,8	67
Bilia	0	1	0	0	0	1	1	0,429	40,1	79,4
Bure Equity	1	1	0	1	1	1	1	0,857	16,2	50,9
Cardo	1	0	0	1	1	1	1	0,714	33,5	69,2
Consilium	1	0	0	*	*	*	*			
Esselte	1	1	0	*	*	*	*			
Finnveden	0	0	0	1	1	1	1	0,571	25	59,7
Getinge	1	0	0	0	1	1	0	0,429	46,4	64,9
Gunnebo	1	0	0	0	0	0	0	0,143	24,4	55,9
Haldex	1	0	0	1	1	0	1	0,571	11,3	51,2
Hexagon	1	0	0	0	0	0	1	0,286	49,2	75,6
Hufvudstaden	1	0	0	0	0	1	0	0,286	87,6	95,7
JM	1	0	0	1	1	0	1	0,571	20,2	58,8
Lindex	0	0	0	0	1	0	0	0,143	11,9	46,2
NCC	1	0	0	1	1	1	0	0,571	49,5	87,6
Sardus	0	0	0	*	*	*	*			
SAS	1	0	0	*	*	*	*			
Scandiaconsult	1	0	0	0	0	0	1	0,286	15,7	57
Scribona	1	0	0	1	1	0	1	0,571	5,2	29,3
Seco Tools	1	0	0	*	*	*	*			
Tietoenator	0	0	0	1	1	0	1	0,429	4,8	16,7
Ticket	1	0	0	1	1	1	1	0,714	6,3	26,1
Trelleborg	1	0	0	1	1	1	1	0,714	61,75	74,6
TV4	1	1	0	1	1	0	1	0,714	23,4	92,6
Ångpannef	1	0	0	*	*	*	*			

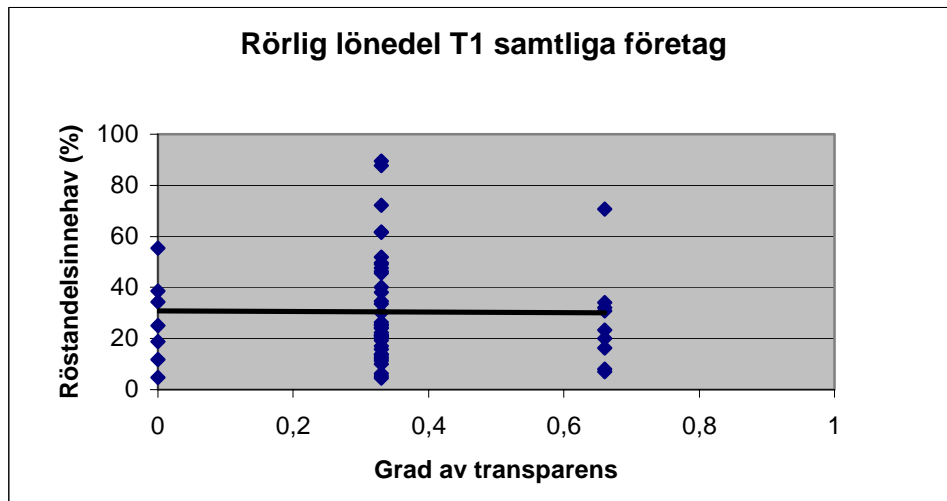
5 Analys

I detta kapitel ämnar vi analysera resultatet av undersökningen. Detta kommer vi att göra genom att plottra resultatet i diagram för att om möjligt finna samband och se trender. Vidare kommer uppställd hypotes och agentteori diskuteras utifrån undersökningens resultat. I kapitlets sista del kommer vi att diskutera möjliga alternativa förklaringar till den information företagen väljer att ge ut i årsredovisningen.

5.1 Analys av undersökningens resultat

5.1.1 Analys av rörlig lönedel

Nedan presenteras resultatet av undersökningen av VD:s rörliga lönedel. Vi inleder med att visa resultatet av kategori T1.

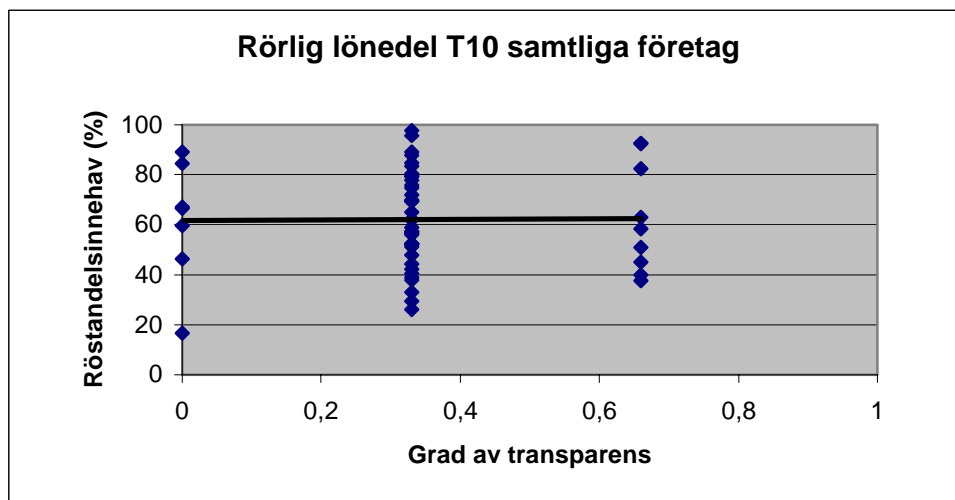


Grad av transparens	0	0,33	0,66	1
Frekvens	7	38	9	0

Antal företag	54	Medelvärde:	0,342222	Korrelation	-0,01246
---------------	----	-------------	----------	-------------	----------

Diagrammet åskådliggör att inga företag uppvisar vad vi betecknar som full transparens. Detta beror på att det inte i någon årsredovisning redovisades för hur graden av måluppfyllelse påverkar storleken på VD:s rörliga lönedel. Vidare kan vi konstatera att den stora massan befinner sig i transparensklassen 0,33. Det är endast ett fåtal företag som befinner sig i andra klasser och således går det inte att finna ett samband mellan ägarkoncentration och transparens i detta diagram.

Om vi istället utvärderar resultatet utifrån de tio största ägarna ser diagrammet ut som följer.



Grad av transparens	0	0,33	0,66	1
Frekvens	7	38	9	0

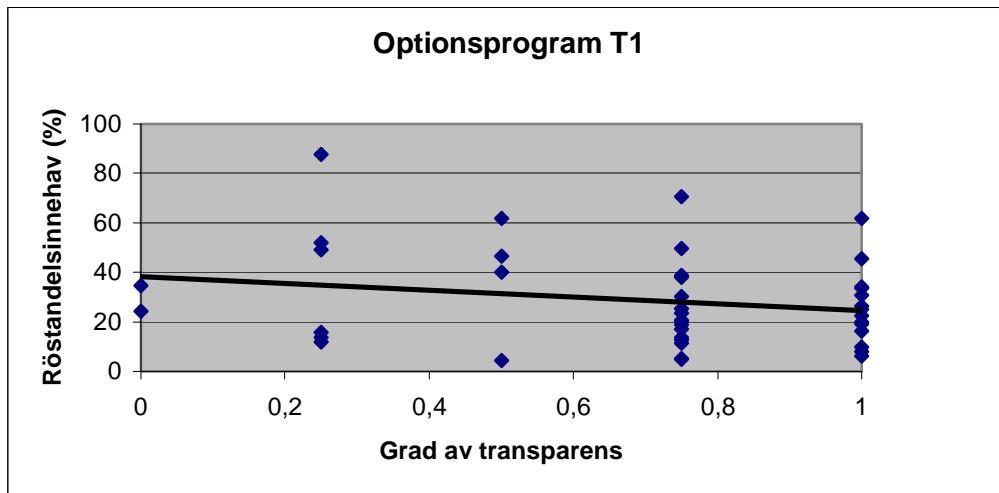
Antal företag	0	Medelvärde:	0,342222	Korrelation:	0,013718
---------------	---	-------------	----------	--------------	----------

Här finner vi endast att alla klasser förflyttats uppåt och att trendlinjen fortsatt är horisontal. Därmed kan konstateras att enbart en analys av VD:s rörliga lönedel inte tyder på något samband mellan ägarkoncentration och transparens.

I båda ovanstående diagram är trendlinjen horisontell varmed korrelationen torde cirkulera kring noll. Detta innebär att sambandet mellan ägarkoncentration och transparens gällande den rörliga delen av VD: s lön obefintligt.

5.1.2 Analys av optionsprogram

I detta avsnitt analyseras transparensen av företagens eventuella optionsprogram. Då det inte är alla företag som har optionsprogram är tolv företag exkluderade ur denna analys. Nedan följer analysen av den största ägarens röstandel och dess eventuella samband med transparensen.

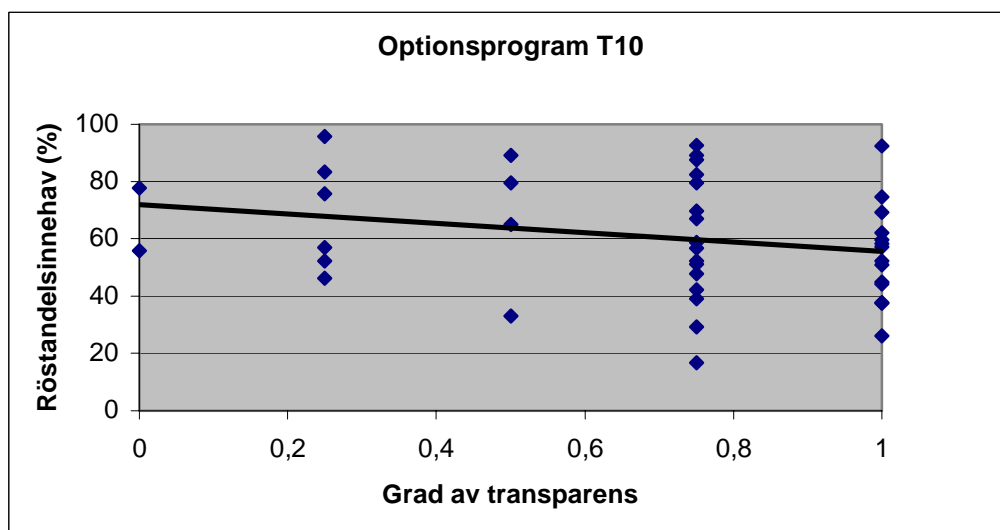


Grad av transparens	0	0,25	0,5	0,75	1
Frekvens	2	6	4	16	14

Antal företag	42	Korrelation	-0,21581	Medelvärde:	0,702381
---------------	----	-------------	----------	-------------	----------

Diagrammet visar att de flesta företag har hög transparens när det gäller optionsprogram. Det är endast en liten andel av populationen som har en transparens under 0,75 enligt vår skala. Således finner vi här samma mönster som i föregående undersökning av den rörliga lönedelen nämligen att det är svårt att finna ett samband mellan ägarkoncentration och transparens eftersom företag med vitt skild ägarkoncentration befinner sig inom samma klasser. Diagrammet och korrelationen visar dock en svagt lutande trendlinje vilket implicerar att transparensen minskar när ägarkoncentrationen ökar. Vid en uträkning av korrelationen visar sig sambandet vara alltför svagt för att vara statistiskt påvisbart.

I digrammet nedan visas transparensen gällande optionsprogram i förhållande till de tio största ägarnas röstandelar (T10).



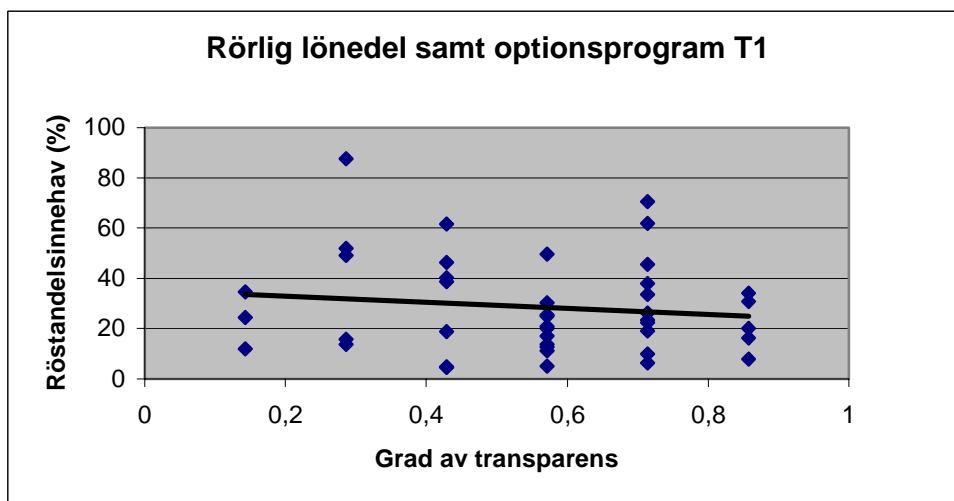
Grad av transparens	0	0,25	0,5	0,75	1
Frekvens	2	6	4	16	14

Antal företag	42	Korrelation	-0,24266	Medelvärde:	0,702381
---------------	----	-------------	----------	-------------	----------

Skillnaden i detta diagram jämfört med T1 är att företagen uppvisar en större spridning vad det gäller ägarkoncentration och att ägarkoncentrationen förflyttat trendlinjen uppåt. Även i detta diagram ser vi att trendlinjen lutar svagt neråt vilket återigen tyder på att transparensen är högre vid låg ägarkoncentration. Dock är den statistiska korrelationen mycket låg.

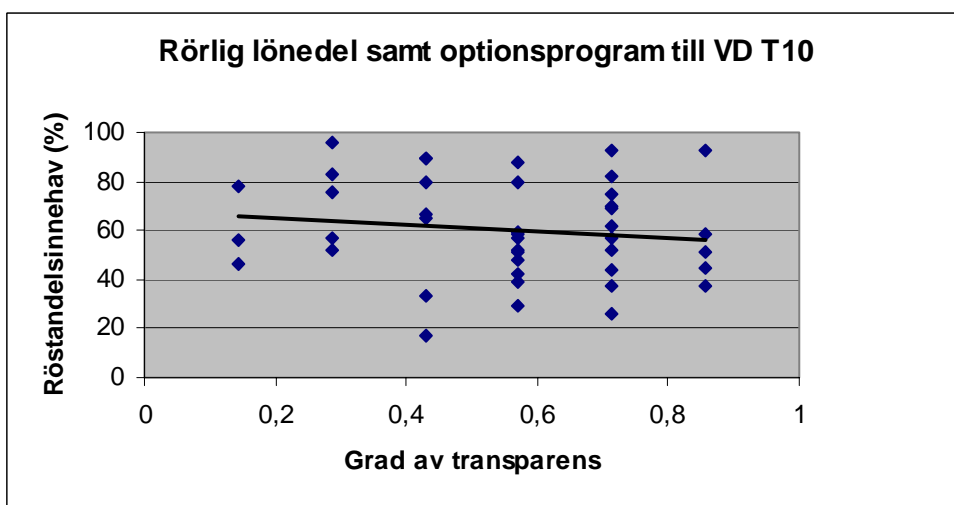
5.1.3 Analys rörlig lönedel samt optionsprogram

Nedanstående diagram visar en helhetsbild av de fyra ovanstående diagrammen. Här analyseras såväl transparens gällande den rörliga delen av lönen, som optionsprogram. Även i denna analys exkluderas därmed tolv företag då dessa inte har optionsprogram för VD. Resultatet visar att inget företag uppnår fullständig transparens (1) eftersom inget av företagen visar vid vilken måluppfyllelse den rörliga delen av lönen faller ut. Vid en uträkning av korrelationen påvisas att trendlinjen endast visualiserar ett svagt negativt samband. Sambandet är emellertid alltför svagt för att vara statistiskt påvisbart.



Grad av transparens	0	0,143	0,286	0,429	0,571	0,714	0,857	1
Frekvens	0	3	5	7	11	11	5	0

Antal företag	42	Medelvärde:	0,554333	Korrelation	-0,12976
---------------	----	-------------	----------	-------------	----------



Grad av transparens	0	0,143	0,286	0,429	0,571	0,714	0,857	1
Frekvens	0	3	5	7	11	11	5	0

Antal företag	42	Medelvärde:	0,554333	Korrelation	-0,14343
---------------	----	-------------	----------	-------------	----------

5.2 *Analys av hypotesens bärighet*

Enligt vår hypotes torde resultatet påvisa att ju större ägarkoncentration desto högre grad av transparens. Trendlinjen skulle följaktligen ha ett utgångsläge i närheten av origo med riktning snett uppåt, alltså åt högre värden på både X- och Y-axeln. För att tilldela trendlinjen ett värde eller för att kunna påstå att det existerar ett statistiskt samband bör korrelationen befinna sig på värden över 0,3 respektive under $-0,3$.²⁹ I studien har det diagram med störst korrelation ett värde på $-0,24$ (Optionsprogram till VD T10). Värdet befinner sig i spannet mellan 0,3 och $-0,3$, följaktligen är den statistiska bevisningen mycket vag. Man skulle kunna tänka sig att resultatet innefattar ett fåtal extremvärden, som inom ramen för undersökning skulle kunna exkluderas. Om man tar bort de tre värden som i diagrammet (optionsprogram till VD T10) befinner sig längst ifrån trendlinjen finner man emellertid att korrelationen endast förbättras mycket lite, från cirka $-0,24$ till $-0,26$. Således torde en exkludering av extremvärden vara av ringa värde.

I ett flertal diagram har trendlinjen negativ lutning vilket implicerar att låg ägarkoncentration innebär en högre grad av transparens i årsredovisningen än vad en hög ägarkoncentration gör. Detta leder till att vår hypotes förkastas och att motsatt samband eventuellt existerar. Emellertid är det orimligt att göra denna typ av slutsats då korrelationen är alltför nära noll. En mer korrekt slutsats är att det inte existerar något distinkt samband mellan ägarkoncentration och graden av och att vi därför avfärdar studiens hypotes.

Ett av de kanske tydligaste exemplen på att det inte finns några tydliga samband är att Tietoator, med en ägarkoncentration för T10 på 16,7 % har samma grad av transparens som TV4, där ägarkoncentration för T10 är 92,6 %. Detta illustrerar att hög eller låg ägarkoncentration inte påverkar graden av transparens. Detta är bara ett av många exempel som belyser att sambandet mellan ägarkoncentration och grad av transparens är mycket vagt.

²⁹ Körner et al, *Praktisk statistik* (1996)

5.3 *Analys agentteorins bärighet*

Innebär ovanstående slutsats om hypotesens förkastande ett ifrågasättande av agentteorin?

Enligt agentteorin torde det existera ett samband mellan hur mycket information som ges ut, beträffande exekutivens belöningsystem, och principalens inflytande över exekutiven. Principalens inflytande har vi genom vårt antagande likställts med storleken på aktieägarens/ägarnas (T1/T10) röstandel. Resonemanget resulterar i att ju större röstandel aktieägaren/ägarna har desto större möjlighet att påverka exekutiven och följaktligen desto större makt besitter principalen i förhållande till agenten.

Studiens resultat framlägger bevis för att det inte existerar några samband mellan graden av transparens i årsredovisningen och principalens inflytande på agenten. Enligt agentteorin anses VD:s belöningsystem vara högst relevant information, varför principalen, som handlar utifrån att maximera sin egen nytta, torde agera på ett sätt som medför att denne tillhandahåller denna informationen. Då principalen, enligt undersökningen, inte agerar på detta sätt vore det inte orimligt att anta att denne inte anser informationen vara relevant. Därmed tyder studien på att agentteorins betoning av principalens intresse för VD:s kompensation är överdriven.

Resultatet visar att informationsmängden i årsredovisningarna genomgående är mycket begränsad. Då inget företag visar på full transparens torde principalens initiala inflytande på agenten vara lågt. Detta ger sig till känna genom att inget företag, oavsett hög eller låg ägarkoncentration, visat full transparens. Detta får till konsekvens att principalens möjlighet att ifrågasätta VD:s rörliga lönedel är begränsad. Resonemanget belyses i tabell X (se bilaga 2) där vi delat upp företagen i två klasser, företag som uppfyller samtliga kriterier och företag som inte uppfyller samtliga kriterier.

5.4 *Tänkbara förklaringar till analysens resultat*

Då transparensen rörande kompensationer i årsredovisningarna inte kan kopplas till företagets ägarkoncentration diskuterar vi nedan alternativa förklaringar till informationen företagen väljer att ge ut i årsredovisningen.

Ett rimligt antagande är att de flesta bolag på A-listorna konsulterar en liten skara av revisionsbyråer. Dessa torde ha väl utarbetade rutiner för framställande av årsredovisningar och på grund av sitt kunskapsövertag gällande revision ha stort inflytande över utformandet

av årsredovisningarna. Detta skulle kunna vara en bidragande orsak till att årsredovisningarna är likartade och att agentprincipalproblematiken inte får full genomslagskraft.

Ytterligare en tänkbar orsak är att konkurrenssituationen kan tänkas variera betydligt mellan olika branscher. Av denna anledning kan förekomsten av frivillig information i årsredovisningen variera avsevärt mellan företagen på A-listorna.

Vidare kan behovet av informera sina intressenter variera mellan företag av olika ålder, storlek och kapitalstruktur. Exempelvis torde ett ungt företag med en outvecklad produkt ha stort behov av att informera aktiemarknaden om vart pengarna tar vägen.

Det kan finnas organisatoriska aspekter som påverkar transparensen i årsredovisningen. Exempelvis kan höga belöningar till VD uppfattas som anstötligt av personalen varför företaget väljer att inte offentliggöra denna information. Vidare kan compensationerna väcka anstöt i samhällsdebatten vilket i sin tur leder till onödig badwill för företaget.

Enligt lag ska alla aktieägare likabehandlas. En tänkbar verklighet är att stora och betydelsefulla ägare har bättre tillgång till information än mindre ägare då det ofta förekommer informella kontakter mellan storägare, styrelse och ledning, och att lagen således inte efterlevs. Det är även relativt vanligt att stora ägare väljer egna representanter i styrelsen. Därmed är det möjligt att företagets största aktieägare redan erhållit önskvärd information om VD:s belöningsystem. Förutsatt att ovan nämnda scenario är en verklighet bestäms graden av transparens således inte av ägarkoncentrationen utan snarare informella kontakter.

6 Slutsatser

Resultatet av undersökningen tyder på att transparensen gällande VD:s belöningsystem i årsredovisningen inte är avhängt aktieägarnas maktställning. Utifrån detta resultat kan man dra slutsatser om hypotes, teori och metodvalet för undersökningen.

Studiens resultat innebär att hypotesen förkastas. Detta leder till att man utifrån studien kan dra två olika slutsatser angående agentteorin:

1. Principalen anser att information om VD:s belöningsystem inte är av större vikt.
2. Principalens initiala ställning gentemot agenten är så svag att inte ens företag med hög ägarkoncentrationen, det vill säga företag där principalen har stort inflytande, lyckas uppnå hög transparens.

Resonerar vi istället utifrån ställningstagandet att agentteorin är oklanderlig torde slutsatsen vara att undersökningens metodval brister. Undersökningen torde kunna kritiseras på grund av tre huvudsakliga argument. För det första kan ägarkoncentration vara ett felaktigt mått på makt. Kritiker hävdar att det istället är röstandelarna i förhållande till de övriga aktieägarna som avgör huruvida ägaren utövar sitt inflytande eller ej. Således är ägarkoncentration inget mått på det inflytande som utövas över VD, varför ett av hypotesens grundantaganden är felaktigt. För det andra torde det vara möjligt att kritisera utformningen av undersökningen, det vill säga utformningen av klassificeringsmallen. Det främsta argumentet för detta torde vara avsaknaden av viktning då en aktieägare troligtvis skulle värdera klassificeringsvariablerna olika. För det tredje kan man kritisera de begränsningar som gjorts i form av valet av vilken information som granskas. Studien är begränsad till undersökning av VD:s kompensation i årsredovisningen. Därmed bortses från all annan information som återfinns i årsredovisningen samt all övrig information företaget lämnat ut i aktieägarutskick, bolagsstämmor, pressmeddelanden etc. Således går det inte att utesluta att hypotesen skulle visa sig vara korrekt vid en undersökning av all information som utgått från företaget beträffande VD:s kompensation.

7 Framtida forskningsområden

Utifrån vår vetskap är företagets transparens ett relativt ungt forskningsområde. Det har i och med dagens debatt om VD:s kompensationer blivit aktuellt då det ofta är oklart vad VD belönas för. Fortsatt forskning inom detta område skulle kunna beröra:

En utveckling av vår klassificeringsmall då man till exempel skulle kunna införa viktning av variablerna eller utveckla mallen till att även innefatta VD:s avgångsvederlag och pensioner. Ett annat förslag är att inte bara undersöka transparensen utifrån årsredovisningen utan även inkludera övrig information så som pressmeddelanden och aktieägarutskick. En sådan undersökning torde ge en mer heltäckande bild av företagets transparens.

Enligt agentteorin torde principalen förespråka att VD har så stor andel rörlig lön som möjligt då detta jämnar ut risktagandet parterna emellan och styr agenten hårdare mot aktieägarnas mål. En intressant undersökning skulle således kunna utröna huruvida principalens maktställning har något inflytande på storleken av VD:s rörliga lönedel. Denna lönedel skulle, enligt agentteorin, vara större ju starkare ställning principalen har.

8 Referenser

8.1 Litteratur

Anthony, Robert N. & Govindarajan, Vijay (2000), *Management Control Systems Tenth edition*, McGraw-Hill Irwin.

Barnea, Amir & Haugen, Robert A. & Senbet, Lemma W.(1985), *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall, New Jersey.

Föreningen för auktoriserade revisorer, *FARs samlingsvolym 2000*, FAR Förlag AB, Stockholm.

Hedlund, Gunnar, Ingemund, Hägg, Hörnell, Erik & Rydén , Bengt (1985), *Näringsliv och samhälle*, SNS förlag, Stockholm.

Kärreman, Matts (1999), *Styrelseledamöters mandat*, Lund Business Press, Lund

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (1996) *Praktisk statistik*, Studentlitteratur, Lund

Magne Holme, Idar & Krohn Solvang, Bernt (2001), *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur.

Persson, Bo (1994), *Incitamentlöner*, SNS Förlag, Stockholm.

Svensson, Bo & Edenhammar, Hans (1996), *Årsredovisningslagen*, Tholin & Larssons förlag, Göteborg.

Thurén, Torsten (1999), *Vetenskapsteori för nybörjare*, Liber AB, Stockholm.

Westholm, Anders, *Scandinavian Political Studies* (Vol. 15 – No. 3, 1992), Nordic Political Science Association.

8.2 Artiklar

Pennings, Johannes M. (1993), *Executive reward systems: a cross-national comparison*, Journal of management studies.

Firth, M. & Tam, M. & Tang, M. (1999), *The determinants of top management pay*, Omega The International Journal of Management Science.

Kunz, Alexis H. & Pfaff, Dieter (2002), *Agency theory, performance ecaluation, and the hypothetical construct of intrinsic motivation*, Accounting, Organizations and Society.

8.3 Elektroniska källor

www.stockholmsborsen.se

www.bolagsfakta.se

www.abb.se

www.electrolux.com

www.ericsson.com

www.foreningssparbanken.se

www.gambro.com

www.investorab.com

www.kinnevik.se

www.nobelbiocare.se

www.nokia.com

www.nordea.com

www.sandvik.com

www.sca.com

www.scania.com
www.skanska.se
www.storaenso.com
www.wmdata.se
www.akzonobel.se
www.allgon.se
www.avestapolarit.com
www.axfood.se
www.bb.se
www.bilia.se
www.consilium.se
www.elekta.com
www.finnveden.se
www.haldex.com
www.hoganas.com
www.scribona.com
www.syngenta.com
www.ticket.se
www.tietoenator.com
www.tv4.se
www.af.se

9 Bilagor

9.1 Bilaga 1 - exempel på noter

I denna bilaga återfinns utdrag ur två årsredovisningar för att exemplifiera hur informationen i årsredovisningarna ofta sett ut.

9.1.1 Gambro årsredovisning

Not 2. Medelantal anställda, löner, andra ersättningar och sociala kostnader

Vid årets slut vara antalet anställda 20 371 (18294). Av medelantalet anställda var 64 procent (64) kvinnor. Enligt bolagsstämans beslut har under 2001 till de medlemmar av styrelsen som icke är anställda i Gambro utgått ett fast arvode på totalt 3 775 000 SEK. Av detta har till ordförande Claes Dahlbäck utbetalts 1 000 000 SEK och till vice ordförande Håkan Mogren 500 000 SEK. Till övriga av bolagsstämans utsedda styrelseledamöter har utbetalats vardera 325 000 SEK.

Till verkställande direktören Sören Mellstig har under 2001 utbetalats ersättning om 5 422 080 SEK vari ingår bonus om 795 260 SEK och bilförmån. Verkställande direktörens pensionsförmåner är följande: Pensionsåldern är 60 år. En premiebaserad plan. Pensionskostnaden för Gambro AB utgörs av pensionspremie uppgående till 35 procent av den fasta lönen så länge verkställande direktören kvarstår som anställd i företaget. Kommande pension baseras på dels det kapital och tillhörande avkastning som bildats genom årspremier enligt ovan under återstående tjänstgöringstid, dels till och med år 2000 intjänad pensionsrätt. Utöver en uppsägningstid på 6 månader äger Mellstig, vid uppsägning från bolagets sida, rätt till avgångsersättning motsvarande 24 månaders ersättning (fast årslön). Avgångsersättningen ska reduceras med belopp svarande mot all ersättning Mellstig intjänar på grund av anställning eller uppdrag. För Gambros övriga koncernledning gäller en uppsägningstid på 6 månader och därutöver avgångsersättning motsvarande 18 månaders ersättning. För befattningshavare över 55 år tillkommer ytterligare avgångsvederlag motsvarande 6 månaders ersättning. Pensionsförmånderna är reglerade i en pensionsplan med pensionsålder 65 år.

Optioner till ledande befattningshavare

1998 erbjöds ledande befattningshavare att teckna köpoptioner som utställdes av tredje part. 34 personer tilldelades 712 895 köpoptioner som prissattes på marknadsmässiga villkor enligt Black-Scholes formel per den 20 februari 1998. priset per option var 45,16 SEK. Erbjudandet löper under fem år och lösenpriset är 147,89 SEK.

Styrelsen beslutade 1999 att införa ett nytt kompensationssystem för ledande befattningshavare genom utgivande av personaloptioner. Avsikten med dessa program är dels att koppla ledningens kompensation till aktieägarnas framtida värdetillväxt dels genom att stimulera ledande befattningshavare inom Gambro till en långsiktig investering i Gambros aktier. Personaloptioner har utgetts under 1999, 2000 och 2001.

Dessa program ger ej upphov till någon utspädning eftersom de har värdesäkrats genom aktieswappar på marknaden. I värdesäkringarna har även de sociala avgifterna inkluderats. Optionerna i dessa tre utgivna programmen har prissatts enligt Black-Scholes formel på marknadsmässiga villkor. Lösenpriset fastställdes till 110 procent av aktiekursen på tilldelningsdagen.

Ett "SAR-program" (Stock Appreciation Right) infördes under 2001 för nyckelpersoner i USA. Programmet är värdesäkrat genom en aktieswap.

9.1.2 Bure årsredovisning

Not 31. Förmåner till ledande befattningshavare

Kostnaden för lön och ersättningar till verkställande direktören Peter Sandberg, har uppgått till 2,6 MSEK inklusive bonus på 0,9 MSEK. Uppgiften avser tiden från Bures bolagsstämma 2001. Peter Sandberg har rätt till pension från 60 års ålder, vilket löfte täcks genom en pensionsförsäkringspremie om ett fast årligt belopp på 450 000 SEK samt en årlig premie motsvarande 32,5 procent av vid var tid utgående fast lön. Ersättning till tidigare VD, Roger Holtback, har under året utgått med 1,3 MSEK. För styrelsens ordförande har arvode utgått med 0,3 MSEK.

Övrig personal i moderbolaget och koncernen har marknadsmässiga anställningsvillkor och inga avtal avseende avgångsvederlag eller uppsägningslöner uppgående till mer än två årslöner finns. Under året har funnits ett bonusprogram för Bures moderbolagsledning baserat på bland annat moderbolagets tillväxt av eget kapital, substansvärde och realiserade investeringar över viss avkastningsnivå.

Styrelsen har beslutat införa ett nytt incitamentssystem för år 2002 som syftar till att attrahera, utveckla och behålla de bästa medarbetarna i branschen samt skapa grund för gemensamma värderingar.

Systemet ska ha direktkoppling till aktieägarvärde, skapat som en funktion av avkastning och tid samt av Bureaktiens utveckling.

Systemet bygger på att en pool skapas för ledning, investeringspersonal samt administrativ nyckelpersonal. Poolen kan tillföras medel om exiterade investeringars resultat överstiger en årlig avkastning om minst 12 procent (för indirekta investeringar minst 15) efter avdrag för realiserade investeringar med en avkastning understigande 12 procent samt nedskrivningar. Förvaltningskostnadernas storlek påverkar även utfallet.

Bonus utbetalas till hälften kontant och till hälften till en stiftelse, som köper aktier i Bure för placering i minst tre år.

Bonus kan maximalt utbetalas med fyra årslöner beroende på befattning, vilket ska ses mot bakgrund av att Bures affär innebär att en investering normalt värdeutvecklas över flera år innan exit kan ske.

Bonusutbetalning kan dessutom aldrig överstiga 10 procent av moderbolagets resultat före skatt.

Not 32. Syntetiska optioner

1997 utfärdades 1 540 000 syntetiska optioner som tecknades av ledande befattningshavare i koncernen och moderbolagets personal. Per 31 dec 2001 var 217 500 optioner utestående.

Lösenpriset är 10,50 SEK med slutdag den 15 mars 2002. Omvärderingen av optionerna har medfört en resultateffekt 2001 på 3,8 MSEK i moderbolaget. Denna intäkt ingår som kostnadsreduktion bland moderbolagets personalkostnader.

Bure införde under 2001 ett personaloptionsprogram för moderbolagets medarbetare. Programmet omfattar sammanlagt 750 000 optioner, motsvarande cirka 0,7 procent av bolagets utestående aktier. Verkställande direktören har tilldelats 80 000 optioner, övriga ledande befattningshavare har tilldelats 50 000 optioner per person och övriga medarbetare 1 500 – 30 000 optioner. Löptiden för optionerna uppgår till 5 år med möjlighet att utnyttja optionerna efter utgången av en inledande 3 års inläsningsperiod. Lösenpriset har fastställts till 36 SEK. För att säkerställa leverans av aktier och för täckande av sociala avgifter i anledning av programmet har bolaget träffat avtal med en svensk bank om ett sk aktiederivatarrangemang. Genom arrangemanget säkras vidare att bolaget inte drabbas av kostnader för personaloptionsprogrammet. Bure kan drabbas av en kostnad för programmet om Burekursen understiger 32 SEK.

9.2 Bilaga 2 – Transparens rörande rörlig del av lön

Företag:	Spec.Rörlig	Kopplat till	Utfaller när
Assa Abloy	1	0	0
Atlas Copco	1	0	0
Elektrolux	1	0	0
Ericsson	0	0	0
FS-banken	1	0	0
Gambro	1	0	0
Holmen	1	0	0
Industrivärlden	1	0	0
Investor	1	0	0
Kinnevik	1	0	0
Nobel Biocare	1	0	0
OM	1	0	0
Sandvik	1	1	0
Scania	1	1	0
SEB	1	0	0
Securitas	1	1	0
Skandia	1	0	0
Skanska	1	1	0
SKF	1	0	0
SSAB	1	0	0
Stora Enso	1	0	0
Swedish Match	1	0	0
Telia	1	1	0
WM- data	1	0	0
Volvo	1	1	0
Allgon	1	0	0
Avesta Polarit	0	0	0
Axfood	0	1	0
Beijer	1	0	0
Bergman & Be	0	0	0
Bilia	0	1	0
Bure Equity	1	1	0
Cardo	1	0	0
Consilium	1	0	0
Esselte	1	1	0
Finnveden	0	0	0
Getinge	1	0	0
Gunnebo	1	0	0
Haldex	1	0	0
Hexagon	1	0	0
Hufvudst	1	0	0
JM	1	0	0
Lindex	0	0	0
NCC	1	0	0
Sardus	0	0	0
SAS	1	0	0
Scandiaconsult	1	0	0
Scribona	1	0	0
Seco Tools	1	0	0
Tietoenator	0	0	0
Ticket	1	0	0
Trelleborg	1	0	0
TV4	1	1	0
Ångpannef	1	0	0
Frekvens av företag som uppfyller delkriterierna:	45	11	0
Antal företag som uppfyller samtliga kriterier			0