



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska Institutionen

Kandidatuppsats

VT 2005

Optionsprogram till Företagsledningen

– Hur Reagerar Aktiemarknaden?

**Fredrik Axelsson
Lina Johansson**

**Handledare: Maria Gårdängen
Göran Andersson**

Sammanfattning

Uppsatsens titel:	Optionsprogram till Företagsledningen – Hur Reagerar Aktiemarknaden?
Seminariedatum:	2005-06-02
Ämne/kurs:	FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
Författare:	Fredrik Axelsson Lina Johansson
Handledare:	Maria Gårdängen Göran Andersson
Fem nyckelord:	Effektiva marknadshypotesen, Eventstudie, Företagsledning, Optionsprogram, Principal-agentteorin
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att undersöka aktiemarknadens reaktion vid tillkännagivandet av optionsprogram till företagsledningen i företag noterade på Stockholmsbörsen. Vidare syftar uppsatsen till att undersöka om aktiemarknadens reaktion skiljer sig åt mellan olika tidsperioder, branscher, företag noterade på A- respektive O-listan samt mellan optionsprogram där olika typer av optioner används.
Metod:	Då syftet är att undersöka hur en specifik händelse påverkar aktiemarknaden används en eventstudie, där förväntad avkastning beräknas med hjälp av marknadsmodellen. Undersökningens event definieras som den första pressreleasen angående införandet av ett optionsprogram. En hypotes ställs upp och testas med ett signifikanstest för att undersöka om undersökningens resultat är statistiskt signifikant.
Teoretiskt perspektiv:	Uppsatsens teoretiska referensram utgörs av effektiva marknadshypotesen, principal-agentteorin samt signalhypotesen.
Empiri:	Undersökningen baseras på 38 pressreleaser angående optionsprogram till företagsledningen i företag noterade på Stockholmsbörsens A- eller O-lista, under tidsperioden 1996-01-01 till 2005-04-30.
Slutsatser:	Vår undersökning visar att aktiemarknaden reagerar negativt vid tillkännagivande om optionsprogram till företagsledningen. Såväl tidsperiod, branschtillhörighet, notering på Stockholmsbörsens A- eller O-lista samt typ av option i optionsprogrammet har visat sig påverka aktiemarknadens reaktion.

Abstract

- Title:** Management Stock-Option Programs
– How Does the Stock Market React?
- Seminar date:** 03-06-2005
- Course:** Bachelor thesis in business administration,
10 Swedish Credits (15 ECTS)
- Authors:** Fredrik Axelsson
Lina Johansson
- Advisors:** Maria Gårdängen
Göran Andersson
- Five key words:** Efficient market hypothesis, Event study, Company management,
Stock Option Program, Principal-agent theory
- Purpose:** The purpose of this thesis is to investigate the Swedish stock market's reaction to the announcement of management stock-option program. The purpose of this thesis is further to investigate whether there are any differences in stock market reaction regarding different time series, different branch of industry, companies listed on the A- or O-list at the Swedish stock exchange and differences between types of option within the stock-option program.
- Methodology:** Due to the purpose to investigate how a specific event affects the stock market we use an event study, where the market model is used to calculate the abnormal return. The event is defined as the first press release about the introduction of stock-option program. A hypothesis is tested in order to determine whether the results are statistically significant.
- Theoretical perspectives:** The theoretical frame of reference is based upon the efficient market hypothesis, the principal-agent theory and the signalling hypothesis.
- Empirical foundation:** The thesis is based upon 38 announcements regarding management stock-options programs within Swedish companies, listed at the A- and O-list on the Swedish stock exchange, during the time period 01-01-1996 to 30-04-2005.
- Conclusions:** We have found that the stock market reacts negatively when an announcement of a management stock-option program is made. Time series, branch of industry, differences between listing and types of option within the stock-option program affects the market reaction.

Definitioner

För att underlätta läsning samt tolkning av uppsatsen, definieras samt förklaras några av uppsatsens nyckelord.

- Företagsledning:** Innefattar såväl chefer, högre befattningshavare, ledande befattningshavare, koncernledning, företagsledning, nyckelpersoner, VD, personaldirektör, styrelseordförande som styrelseledamöter
- Noterat bolag:** Innebär att företaget var noterat på Stockholmsbörsens A- eller O-lista när de, i en pressrelease, tillkännagav att de eventuellt skulle införa ett optionsprogram till företagsledningen
- Optionsprogram:** Innefattar aktierelaterade optionsprogram som utgörs av köpoptioner, teckningsoptioner, konvertibler samt syntetiska optioner
- Population:** Undersökningens population utgörs av samtliga för oss kända optionsprogram under åren 1996-01-01 till 2005-04-30, totalt 343 stycken
- Tillkännagivande:** Första pressreleasen angående ett eventuellt införande av optionsprogram till företagsledningen
- Undersökningsgrupp:** Undersökningens undersökningsgrupp utgörs av de pressreleaser som avser optionsprogram riktade till företagsledningen, definierats som rena samt där Ticker-namn samt aktiedata finns tillgängligt för företaget, totalt 38 stycken

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	7
1.1 BAKGRUND	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION	8
1.3 SYFTE	9
1.4 MÅLGRUPP	9
1.5 AVGRÄNSNINGAR	10
1.6 DISPOSITION	10
1.7 SAMMANFATTNING	11
2. METOD	12
2.1 FORSKNINGSANSATS OCH METODSYNSÄTT	12
2.2 LITTERATURSÖKNING	12
2.3 UNDERSÖKNINGSANSATS	12
2.4 METODPROBLEM	13
2.4.1 <i>Reliabilitet</i>	13
2.4.2 <i>Validitet</i>	13
2.5 SAMMANFATTNING	14
3. UNDERSÖKNINGSMETOD	15
3.1 BAKGRUND	15
3.2 GENOMFÖRANDE AV EVENTSTUDIE	15
3.2.1 <i>Steg 1 - Definition av event, eventdag samt eventfönster</i>	16
3.2.2 <i>Steg 2 - Urvalskriterier</i>	16
3.2.3 <i>Steg 3 - Beräkning av verklig avkastning</i>	19
3.2.4 <i>Steg 4 - Beräkning av normal avkastning</i>	20
3.2.5 <i>Steg 5 - Beräkning av avvikande avkastning samt signifikanstest</i>	21
3.3 SAMMANFATTNING	22
4. OPTIONER OCH OPTIONSPROGRAM	23
4.1 BAKGRUND	23
4.2 GRUNDTYPER AV OPTIONSPROGRAM	23
4.2.1 <i>Köptioner</i>	23
4.2.2 <i>Teckningsoptioner</i>	24
4.2.3 <i>Konvertibler</i>	24
4.2.4 <i>Syntetiska optioner</i>	24
4.2.5 <i>Sammanfattning</i>	25
4.3 MOTIV TILL OPTIONSPROGRAM	25
4.4 SAMMANFATTNING	26
5. TEORI	27
5.1 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTEBEN	27
5.1.1 <i>Nivåer av effektivitet</i>	27
5.2 PRINCIPAL-AGENTTEORIN	28
5.2.1 <i>Konfliktkällor</i>	28
5.3 SIGNALHYPOTEBEN	29
5.4 TIDIGARE STUDIER	29
5.4.1 <i>Internationellt</i>	29
5.4.2 <i>Sverige</i>	30
5.5 SAMMANFATTNING	30
6. RESULTATPRESENTATION OCH ANALYS	31
6.1 SAMTLIGA PRESSRELEASER	31
6.1.1 <i>Resultatpresentation</i>	31
6.1.2 <i>Analys</i>	32
6.2 SUBGRUPPER	34
6.2.1 <i>Årsfördelning</i>	34

6.2.2 Branschfördelning.....	35
6.2.3 Listnotering.....	36
6.2.4 Optionstyp	37
7 SLUTSATS.....	39
7.1 DISKUSSION OCH SLUTSATS	39
7.2. FÖRSLAG PÅ FORTSATT FORSKNING	40
8. REFERENSLISTA	41
BILAGA 1. Företagsdata för eventstudien	46
BILAGA 2. Sammanställning av P-värde, AAR samt CAAR	47
Diagram 3.1 Anledning till bortfall	17
Diagram 3.2 Årsfördelning Pressreleaser	18
Diagram 3.3 Branschfördelning Pressreleaser	18
Diagram 3.4 Listnotering Pressreleaser	18
Diagram 6.1 AAR - Samtliga Pressreleaser	32
Diagram 6.2 CAAR - Samtliga Pressreleaser	32
Diagram 6.3 AAR – Årsfördelning	35
Diagram 6.4 CAAR – Årsfördelning	35
Diagram 6.5 AAR – Branschfördelning	37
Diagram 6.6 CAAR – Branschfördelning	37
Diagram 6.7 AAR – Listnotering	38
Diagram 6.8 CAAR – Listnotering	38
Diagram 6.9 AAR – Optionstyp	39
Diagram 6.10 CAAR – Optionstyp	39
Figur 3.1 Eventstudiens tillvägagångssätt	15
Figur 3.2 Tidslinje för eventfönstret	16
Figur 3.3 Tidslinje för kontrollperiod och eventfönster	20
Tabell 4.1 Jämförelse av egenskaper	25
Tabell B1.1 Företagsdata för eventstudien	46
Tabell B2.1 Sammanställning Samtliga Pressreleaser	47
Tabell B2.2 Sammanställning År 1996-2001	47
Tabell B2.3 Sammanställning År 2002-2005	47
Tabell B2.4 Sammanställning Överrepresenterade	48
Tabell B2.5 Sammanställning Underrepresenterade	48
Tabell B2.6 Sammanställning A-listan	48
Tabell B2.7 Sammanställning O-listan	48
Tabell B2.8 Sammanställning Köpoptioner	49
Tabell B2.9 Sammanställning Övriga	49

1. Inledning

Kapitlet inleds med bakgrunden till uppsatsens ämnesområde varefter problemdiskussion, som mynnar ut i uppsatsens forskningsfrågor samt syfte, följer. Vidare redogörs för uppsatsens avgränsningar samt disposition och avslutningsvis ges en sammanfattning av kapitlet.

1.1 Bakgrund

I teorin är företagets aktieägare de personer som kontrollerar och har makten över företaget. Förr var detta något som avspeglades även i praktiken då företagsledningen vanligtvis också var företagets ägare. I dagsläget skiljer sig dock teorin från verkligheten, eftersom många av dagens stora företag kännetecknas av ett spritt och orelaterat ägande där en stor del av makten flyttats från ägarna till företagsledningen. (Arnold, 2002, s 16) Maktskiftet är dock inget nytt fenomen utan tog fart under 1900-talets första hälft och har sedan dess varit ett omdiskuterat ämne. Redan år 1932 tog Berle & Means upp ämnet, i sin banbrytande publikation *Modern Corporate and Private Property*, vilken fick till följd att flera kända ekonomer och sociologer började ifrågasätta föreställningen om att företag är vinstmaximerande. (Chandler & Daems, 1980, s 1)

Separationen av ägande och makt har lett till en oro kring att företagsledningen inte alltid agerar utifrån ägarnas intressen, det så kallade principal-agentproblemet¹. För att komma till rätta med problemet har det blivit allt vanligare att företag inför olika typer av incitamentsprogram i syfte att få företagsledningen att agera i ägarnas intresse. (Arnold, 2002, s 16) Dock finns det även andra motiv till införande av incitamentsprogram, till exempel att locka, motivera samt bibehålla anställda (Hansson, 2001).

Incitamentsprogram finns i många olika former, varav några av de vanligaste är vinstandelsstiftelser, personalkonvertibler, bonussystem samt olika pensionslösningar (Andersson & Bratteberg, 2000, s 10). Störst fokus har dock riktats mot aktierelaterade program såsom personal-, tecknings-, köp- samt syntetiska optionsprogram (Edvardsson, 2002, s 32). En option ger innehavaren rätten, men inte skyldigheten, att köpa eller sälja ett bestämt antal aktier till ett bestämt pris inom en bestämd tid (Arnold, 2002, s 16). Enligt Hager (2003) har ett företags optionsprogram en direkt påverkan på företagets resultat och därmed även på dess aktievärde. Vidare anser han att ett ineffektivt optionsprogram kan leda till hög personalomsättning, låg produktivitet samt missnöjd personal, medan ett effektivt optionsprogram å andra sidan kan öka motivationen, höja produktiviteten samt förena anställdas och aktieägares intressen. Aktierelaterade optionsprogram skiljer sig från andra incitamentsprogram genom att värdet är svårt att förutsäga vid utgivandet, eftersom det är beroende av framtida kursutveckling (Hager, 2003).

Intresset för aktierelaterade optionsprogram har under senare år ökat avsevärt och idag beräknas de flesta stora företagen i USA ha någon typ av optionsprogram, vilket kan jämföras med åren innan 1980, då optionsprogram var relativt ovanliga (Hansson, 2001 & Kim, 2004, s 13). Även i Sverige har intresset ökat under senare år och enligt Hansson (2001) erbjöd 80 procent av de 30 största företagen i Sverige optionsprogram till sina anställda under 1999. I samband med IT-bubblan i slutet av 1990-talet och början av 2000 ökade intresset för optionsprogram ytterligare och utgjorde i många fall en nästan obligatorisk del av företagens

¹ Se kapitel 5.2 för Principal-agentteorin

belöningsystem (Edvardsson, 2002, s 34). Efter 2001, då 83 optionsprogram infördes i Sverige², har det skett en minskning i införandet av nya optionsprogram, dock är det fortfarande vanligt med optionsprogram som belöningsystem i svenska företag (DN Ekonomi, 2004-07-04).

I och med att optionsprogram blivit vanligare har kraven på redovisning av programmen stigit. EU-kommissionen antog nyligen den nya redovisningsstandarden, IFRS 2, vilket är ett steg i riktning mot öppnare redovisning gällande optionsprogram, då redovisningsstandarden innebär att alla noterade bolag måste marknadsvärdera samt redovisa sina optionsprogram som en kostnad i resultaträkningen. Valet av optionsprogram kan därmed få stora konsekvenser för företagets resultat. (Lidén & Arnell, 2005)

1.2 Problemdiskussion

Åsikterna om optionsprogrammets värdepåverkan för såväl företaget som dess aktieägare är många. Till exempel anser Aktiesparararnas VD Lars-Erik Forsgårdh att man helt bör slopa optionsprogram som riktar sig till företagsledningen (Forsgårdh, 2003), medan Gambros informationsdirektör Bengt Modéer anser att företaget är beroende av sina optionsprogram för att *"kunna behålla och rekrytera duktiga chefer"* (SvD, 2004-01-28). Vidare har AMF Pension valt att tydligt visa sitt missnöje med dagens allt för generösa optionsprogram och har nyligen sålt hela sitt innehav i SEB, samtidigt som övriga storägare slutit upp bakom bankens förslag (Rönnbäck, 2005).

Senaste årens skandaler, kring optionsprogram till företagsledningen, som varit förknippade med alltför förmånliga ersättningar till olika företagsledningar, till exempel Skandia³, har lett till att förtroendet för näringslivet har sjunkit. Fler och fler har börjat ifrågasätta huruvida optionsprogrammen verkligen uppfyller sitt syfte. Trots det är det endast en liten andel av de stora företagen som väljer att ändra sina incitamentsprogram. Enligt en artikel i Svenska Dagbladet genomförde enbart 6 av de 19 största företagen i Sverige någon förändring i sina incitamentsprogram (SvD, 2004-01-28). Åtgärder genomförs dock för att försöka överkomma problem förknippade med optionsprogram, till exempel har Folksam infört en checklista för hur belöningsystem bör utformas. En av punkterna i checklistan, som måste uppfyllas för att man skall rösta för det föreslagna optionsprogrammet, är att optionsprogrammet skapar ett mervärde för företaget och därmed även för dess aktieägare. (Waymaker, 2005-02-28)

Under de senaste åren har flera personer öppet ifrågasatt företagets optionsprogram. Bland annat anser Tore Ellingsen, professor på Handelshögskolan, att optionsprogram inte ger någon effekt för aktieägarna (Ljunggren, 2002). Även Lars Idermark, vd i Andra AP-fonden, är inne på samma linje då han i samband med missnöjet över att många nya optionsprogram klubbats igenom sa att *"ingen forskning har hittills kunnat visa att optioner har effekt"* (Almgren & Sundén, 2004). Ellingsen poängterar dock att det i Sverige finns väldigt lite forskning kring effekterna av olika optionsprogram och att hans uttalande grundar sig på amerikansk forskning. Idermark anser samtidigt att börsbolagens optionsprogram numera är betydligt bättre och att den girighet som tidigare fanns ersatts av måttlighet samt tuffa krav för tilldelning (Almgren, 2005).

² Se Diagram 3.2

³ Skandia hade under åren 1997-1999 ett optionsprogram som saknade övre kostnadstak, vilket innebar att kostnaderna för programmet rusade i höjden, i och med den gynnsamma utvecklingen, och programmet ledde till att Skandias verkställande direktör erhöll 120 miljoner (Hörnberg & Rapp, 2002, s 12).

Trots att införandet av optionsprogram till företagsledningen är ett aktuellt och väldebatterat område finns det väldigt lite aktuell forskning kring hur optionsprogrammen påverkar aktieägarvärdet. En stor del av tidigare forskningen har fokuserat främst på huruvida anställdas aktieäggande påverkar ett företags långsiktiga framgång samt hur optionsprogrammen är utformade och om de uppfyller sitt syfte. Brickley, Bhagat & Lease (1985), DeFusco, Johnson & Zorn (1990) samt Ding & Sun (2001) har dock undersökt aktiemarknadens kortsiktiga reaktion i samband med ett tillkännagivande av optionsprogram till företagsledning. Samtliga fann en överavkastning i samband med tillkännagivandet, vilket de tolkar som att aktiemarknaden uppfattar optionsprogrammen som något positivt. Liknande studier har även gjorts i Sverige, av Enqvist & Lindqvist (1998), Chrintz-Gath, Kärrsten & Svensson (1998) samt Elmlund & Nilsson (2000). I motsats till internationella forskningen fann dock både Enqvist et al (1998) och Elmlund et al (2000) ett negativt samband mellan aktiekursen och tillkännagivandet av optionsprogram till företagsledningen, medan Chrintz-Gath et al (1998) fann ett positivt samband. Bortsett från dessa tre studier, som samtliga är mer än fem år gamla, finns det väldigt lite svensk forskning inom området. Avsaknaden av svenska studier var förståeligt då optionsprogram fortfarande var ett relativt nytt fenomen, dock anser vi att debatten som förts under senare år borde ha lett till ytterligare forskning inom området.

Med bakgrund av ovan förda problemdiskussion anser vi det oklart vilken reaktion införandet av ett optionsprogram leder till på aktiemarknaden, vilket i kombination med bristen på aktuell svensk forskning har lett oss fram till följande forskningsfrågor:

- Hur reagerar aktiemarknaden vid tillkännagivande om optionsprogram till företagsledningen?
- Skiljer sig aktiemarknadens reaktion åt avseende: olika tidsperioder, olika branscher, notering på A- respektive O-listan samt vilken typ av option som ingår i optionsprogrammet?

1.3 Syfte

Uppsatsen syfte är att undersöka aktiemarknadens reaktion vid tillkännagivandet om optionsprogram till företagsledningen i noterade bolag på Stockholmsbörsen. Vidare syftar uppsatsen till att undersöka om marknadens reaktion skiljer sig åt mellan olika tidsperioder, branscher, företag noterade på A- respektive O-listan samt mellan optionsprogram där olika typer av optioner används.

1.4 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig till personer med intresse av hur aktiemarknaden reagerar när den nås av ny information. Mot bakgrund av uppsatsens syfte är den mest relevant för personer med intresse för hur aktiemarknaden reagerar vid tillkännagivandet av optionsprogram till företagsledningen.

1.5 Avgränsningar

Uppsatsen har avgränsats till att endast undersöka aktiemarknadens reaktion i samband med tillkännagivandet av optionsprogram till företagsledningen. Ytterligare avgränsning har skett i och med att endast optionsprogram riktade till företagsledningen i noterade företag, på Stockholmsbörsens A – eller O-lista, under perioden 1996-01-01 till 2005-04-30 har ingått i undersökningen. I de fall där företagen har fler än en aktie registrerad, till exempel A- och B-aktie har avgränsning skett till att endast omfatta den mest omsatta aktien, då vi anser att detta bäst avspeglar marknadens reaktion.

1.6 Disposition

För att tydliggöra uppsatsens disposition redogörs nedan kortfattat för innehållet i respektive kapitel.

1. Inledning

Kapitlet inleds med bakgrunden till uppsatsens ämnesområde varefter problemdiskussion, som mynnar ut i uppsatsens forskningsfrågor samt syfte, följer. Vidare redogörs för uppsatsens avgränsningar samt disposition och avslutningsvis ges en sammanfattning av kapitlet.

2. Metod

I kapitlet redogörs för uppsatsens forskningsansats samt metodsynsätt. Vidare ges en beskrivning av litteratursökning samt undersökningsansats. Avslutningsvis diskuteras uppsatsens reliabilitet och validitet samt ges en sammanfattning av kapitlet.

3. Undersökningsmetod

I kapitlet görs nödvändiga definitioner samt redogörs för valda modeller och urvalsprocess för att skapa en bättre förståelse för undersökningens tillvägagångssätt och underlätta analys av resultatet. Avslutningsvis sammanfattas undersökningsmetoden.

4. Optioner och optionsprogram

Kapitlet inleds med en översiktlig redogörelse över grundtyperna av aktierelaterade incitamentsprogram. Vidare görs en jämförelse mellan de olika optionstyperna och avslutningsvis ges en sammanfattning av kapitlet.

5. Teori

I kapitlet redogörs för de teorier som, tillsammans med tidigare diskussion kring optionsprogram samt eventstudier, ligger till grund för vår analys. Avslutningsvis ges en sammanfattning av kapitlet.

6. Resultatpresentation och Analys

Kapitlet inleds med att resultatet för samtliga pressreleaser presenteras och analyseras, varefter presentation och analys av resultat från subgrupper sker. Analyserna utgår från den diskussion som förts angående optionsprogram samt relevanta teorier. Vidare jämförs undersökningens resultat med tidigare studier inom området och avslutningsvis ges en sammanfattning av kapitlet.

7. *Slutsats*

I kapitlet diskuteras de slutsatser som kan dras utifrån undersökningens resultat. Vidare ges förslag på fortsatt forskning inom området.

1.7 Sammanfattning

Bakgrunden till uppsatsen är den debatt, med vitt skilda åsikter, som under senare år förts gällande optionsprogrammets värdepåverkan. Skandalerna förknippade med optionsprogram till företagsledningen, samt bristen på aktuell forskning inom området, ligger till grund för uppsatsens syfte, det vill säga att undersöka aktiemarknadens reaktion i samband med tillkännagivandet av optionsprogram till företagsledningen. Vidare syftar uppsatsen till att undersöka om marknadens reaktion skiljer sig åt mellan olika tidsperioder, branscher, företag noterade på A- respektive O-listan samt mellan optionsprogram där olika typer av optioner används. Undersökningen avser tidsperioden 1996-01-01 till 2005-04-30.

2. Metod

I kapitlet redogörs för uppsatsens forskningsansats samt metodsynsätt. Vidare ges en beskrivning av litteratursökning samt undersökningsansats. Avslutningsvis diskuteras uppsatsens reliabilitet och validitet samt ges en sammanfattning av kapitlet.

2.1 Forskningsansats och metodsynsätt

Utifrån litteratur inom området skapas en hypotes som verifieras eller falsifieras med hjälp av statistiska metoder. Uppsatsen präglas därmed av ett positivistiskt synsätt där en hypotetiskt-deduktiv metod används, vilket innebär att man ställer upp en hypotes, gör en deduktiv slutledning och sedan undersöker om premisserna stämmer med verkligheten (Thurén, 2002, s 25).

Vid vetenskapliga undersökningar kan man använda sig av endera kvalitativ eller kvantitativ metod för att komma fram till en slutsats, dock är tillvägagångssätten inte ömsesidigt uteslutande (Denscombe, 2000, s 203ff). Då vår uppsats antar en deduktiv samt positivistisk ansats används främst en kvantitativ metod (Bryman & Bell, 2003, s 25). Enligt Andersen (1998, s 31) kännetecknas den kvantitativa metoden av en flitig användning av statistiska och matematiska formler samt av att det finns relativt klara riktlinjer för hur undersökningen skall genomföras, vilket stämmer bra överens med vår undersökningsmetod.

Enligt Denscombe (2000, s 240) är det möjligt att med statistiska signifikanstester öka trovärdigheten till undersökningens resultat. För att generalisering skall vara möjlig måste dock undersökningens urvalsgrupp vara representativ (Bryman et al, 2003, s 81ff). Då undersökningen syftar till att uppnå generaliserbara resultat redogörs i kapitel 3 för hur undersökningens urval genomförs samt för hur representativ den slutliga urvalsgruppen är.

2.2 Litteratursökning

Via databasen Mediearkivet har artiklar i dagstidningar samt veckopress studerats, i syfte att få en uppdaterad bild av ämnesområdet. Då vi är medvetna om att artiklarna inte alltid innehåller en objektiv redogörelse har artiklarna endast legat till grund för uppsatsens inledande kapitel.

För att finna användbar litteratur inom området, samt få en överblick över vad som undersökts tidigare, har facklitteratur, vetenskapliga artiklar samt uppsatser skrivna inom området studerats. Litteratursökningen har skett via Ekonomihögskolans bibliotek och Lunds Universitetsbibliotek, i bibliotekskatalogerna Lovisa och Libris, samt i databasen Elin.

2.3 Undersökningsansats

Då syftet är att undersöka hur en specifik händelse påverkar aktiemarknaden används en eventstudie. Enligt Campbell, Lo & MacKinlay (1997, s 149) är eventstudier det vanligaste metodvalet i samband med forskning kring priseffekten av en specifik händelse, vilket vi anser stärker valet av undersökningsmetod. Vidare anser vi att valet av eventstudie motiveras

ytterliggare av det faktum att tidigare forskning, med fokus på aktiemarknadens reaktion vid införande av optionsprogram, har använt eventstudie som undersökningsmetod⁴.

2.4 Metodproblem

För att underlätta en kritisk granskning av uppsatsen är det viktigt att de centrala begreppen reliabilitet och validitet diskuteras. Trots det faktum att begreppen har olika analytisk innebörd så är de relaterade, eftersom validitet förutsätter reliabilitet. (Bryman et al, 2003, s 33ff) Således redogörs först för uppsatsens reliabilitet, varpå en diskussion angående dess validitet följer.

2.4.1 Reliabilitet

Enligt Denscombe (2000, s 282) är det viktigt att mätningarna i en undersökning inte påverkas av felaktiga mätinstrument, som leder till olika resultat vid olika mätningar av samma material. Vidare så skall en undersökning som kännetecknas av hög reliabilitet inte påverkas av vem som genomför den (ibid, s 250). Då vi endast använder oss utav sekundära källor är uppsatsens reliabilitet väldigt beroende av källornas tillförlitlighet⁵. Vissa betydelsefulla källor, såsom bokserien Ägarna och Makten, är inte alltid exakta och fullständiga, vilket kan ha påverkat reliabiliteten negativt.

För att analysera insamlat datamaterial har främst statistikprogrammet Minitab använts, dock har stickprov gjort i SPSS för att kontrollera frånvaron av slumpmässiga mätfel. Det faktum att resultaten är identiska anser vi stärker undersökningens reliabilitet, vilket enligt Bryman et al (2003, s 33) är extra viktigt vid kvantitativa undersökningar. Genom att tydligt redogöra för de resonemang som ligger bakom beslut avseende bland annat urval, metod samt tillvägagångssätt är det möjligt för andra forskare att komma fram till samma resultat som vi gjort, vilket bör stärka tillförlitligheten i undersökningen (Denscombe, 2000, s 250 & Thurén, 2002, s 22). Det faktum att kvantitativa data använts anser vi ytterliggare ökar sannolikheten för att samma resultat skall uppnås oavsett vem som genomför undersökningen.

2.4.2 Validitet

För att stärka undersökningens validitet, det vill säga att man har undersökt det man verkligen vill undersöka (Thurén, 2002, s 22), har vi varit noggranna med att utesluta de pressreleaser som vi anser som orena samt de optionsprogram som riktar sig till samtliga anställda. Då ett företags aktiekurs påverkas av många olika faktorer som inte rapporteras i pressreleaser kan vi, trots vår uteslutning, inte vara helt säkra på att andra faktorer inte påverkar aktiekursen. Att endast pressreleaser som definierats som rena inkluderats i undersökningen kan leda till en mindre representativ urvalsgrupp, eftersom företag med ett stort antal pressreleaser lättare blir uteslutna. Det faktum att många av de införda optionsprogrammets pressreleaser ej går att finna kan också försämra undersökningens validitet, vilket enligt Bryman et al (2003, s 34) kan påverka undersökningens generaliserbarhet negativt.

⁴ Se kapitel 5.4 Tidigare studier

⁵ Se kapitel 2.2 Litteratursökning

Vidare har vi försökt säkerställa att vi i vår undersökning verkligen mäter det vi avser att mäta, det vill säga den initiala marknadsreaktionen, genom att vara noggranna med att kontrollera att vi verkligen använder oss av den första pressreleasen som nått marknaden. För att stärka den interna validiteten har vi valt att undersöka såväl sälj-, köp- som senast betalt kurser samt genomfört signifikanstest.

2.5 Sammanfattning

Uppsatsens kännetecknas av en kvantitativ karaktär då en eventstudie grundad på kvantitativt material samt statistiska signifikanstest används. För att underlätta en kritisk granskning av uppsatsen diskuteras begreppen reliabiliteten samt validiteten. Uppsatsens reliabilitet bör ha stärks i och med att en tydlig redogörelse lämnats för undersökningens tillvägagångssätt samt en kontroll av frånvaron av slumpmässiga mätfel skett. Då endast sekundära källor används är uppsatsens reliabilitet beroende av de sekundära källornas tillförlitlighet och kan således påverkas negativt av att vissa källor inte är exakta och fullständiga. För att säkerställa att undersökningen verkligen mäter det den avser att göra har klara definitioner gjorts och tydliga urvalskriterier ställts upp, vilket dock kan ha lett till en mindre representativ urvalsgrupp.

3. Undersökningsmetod

I kapitlet görs nödvändiga definitioner samt redogörs för valda modeller och urvalsprocess, för att ge läsaren en bättre förståelse för undersökningens tillvägagångssätt och underlätta analys av dess resultat. Avslutningsvis ges en sammanfattning av undersökningsmetoden.

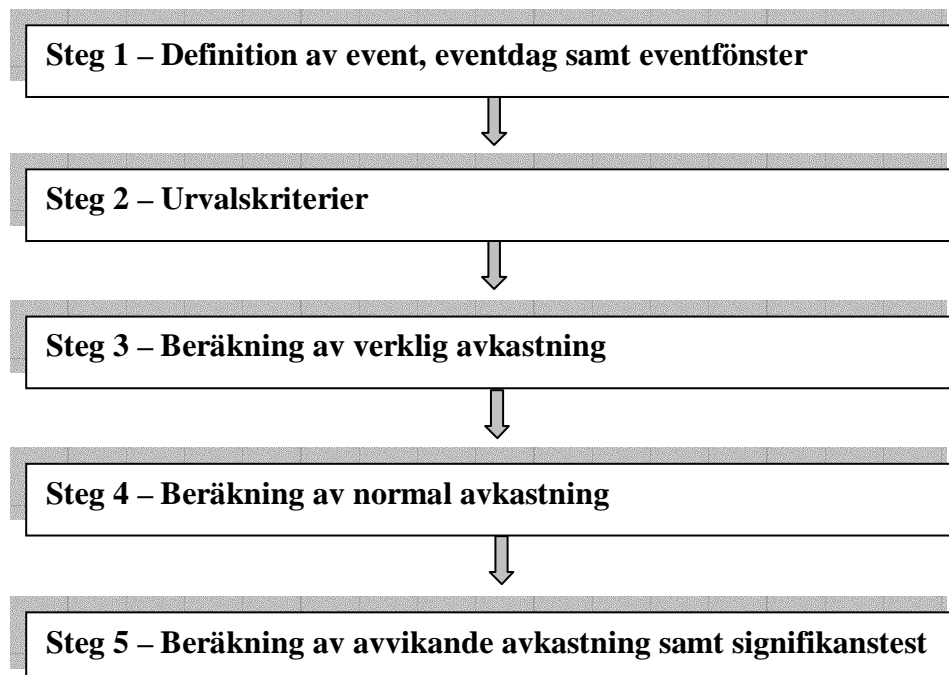
3.1 Bakgrund

En eventstudie är en statistisk undersökning, där man med hjälp av finansiell marknadsdata kan mäta hur ett specifikt event påverkar ett företags värde (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002, s 351). Givet att marknaden agerar rationellt avspeglar sig effekterna av ett event omedelbart i aktiepriset, vilket har lett till eventstudiens vida användande inom finansiell forskning (MacKinlay, 1997). Syftet med eventstudier är således att mäta eventuell över- eller underavkastning i aktiepriset i samband med ett specifikt event, det vill säga man vill undersöka om eventet leder till en positiv eller negativ marknadsreaktion (Wells, 2004).

3.2 Genomförande av eventstudie

Enligt MacKinlay (1997) finns det ingen specifik struktur för hur en eventstudie skall genomföras, dock föreslår han ett tillvägagångssätt uppdelat i sju steg vilket vi har valt att följa. Nedan redogörs enbart för steg ett till fem, då steg sex och sju, redovisning samt analys av det empiriska resultatet, presenteras i kapitel 6.

Figur 3.1 Eventstudiens tillvägagångssätt



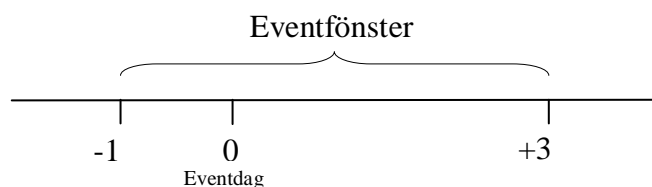
3.2.1 Steg 1 - Definition av event, eventdag samt eventfönster

Då undersökningen syfte är att mäta marknadens initiala reaktion vid tillkännagivandet om optionsprogram till företagsledningen, definieras undersökningens event som den första pressreleasen angående optionsprogram till företagsledningen. Definitionen motiveras av att pressreleasen i de allra flesta fall är den första informationen avseende optionsprogram som når marknaden. Således definieras eventdagen som den dag då pressreleasen når marknaden⁶.

Enligt MacKinlay (1997) bör eventfönstret inkludera åtminstone eventdagen samt dagen efter för att kunna fånga upp de priset effekter som i vissa fall kan ske efter aktiemarknadens stängning på eventdagen. Han anser vidare att perioden innan samt efter eventdagen kan vara av intresse att studera. Enligt Wells (2004) bör man dock inte ha en för lång tidsperiod som fönster då det finns risk för att priset effekten i samband med eventet påverkas av andra händelser.

Med bakgrund av ovanstående resonemang samt teorin om effektiva marknader⁷ anser vi att ett eventfönster som utgörs av fem dagar, -1, 0, +1, +2, +3, där dag 0 utgör eventdagen, bäst kan fånga upp marknadens reaktion. Enligt Arnold (2002, s 606) samt Elton & Gruber (1995, s 427ff), tar det ibland längre tid innan marknaden till fullo har absorberat den nya informationen, varför vi väljer att ha ett eventfönster som sträcker sig till 3 dagar efter eventet. Dag -1 inkluderas i eventfönstret för att täcka in den effekt som uppstår i samband med eventuell insiderhandel.

Figur 3.2 Tidslinje för eventfönstret



3.2.2 Steg 2 - Urvalskriterier

Då det enligt vår kännedom inte finns något fullständigt register över införda optionsprogram, har vi utgått från Ägarna & Maktens (Sundin & Sundqvist 1996-2002, Fristedt, Sundin & Sundqvist 2003 samt Fristedt & Sundqvist 2004-2005) förteckningar över noterade företag som infört optionsprogram under åren 1996-2005. Utifrån dessa förteckningar fann vi att totalt 305 optionsprogram införts under perioden.

⁶ Valet av eventdag samt eventfönster stöds av Joakim Stridh, chef för Trading Surveillance, Stockholms Fondbörs

⁷ Se kapitel 5.1

Då Ägarna och Makten inte garanterar att deras optionsprogramsregister är fullständigt har vi valt att genomföra en kompletterande sökning i pressreleasedatabaserna Waymaker samt Huginonline. Med hjälp av sökorden *optionsprogram*, *incitamentsprogram*, *bonusprogram* samt *belöningsystem* fann vi ytterligare 38 optionsprogram.

Utifrån de två sökningarna fann vi således totalt 343 optionsprogram. För att optionsprogrammen skall ingå i den slutliga undersökningsgruppen, måste dock följande kriterier vara uppfyllda:

- *Första pressreleasen måste vara möjlig att finna*
- *Optionsprogrammet måste vara riktat till enbart företagsledningen*
- *Eventet, det vill säga pressreleasen, måste gå att definiera som en ren händelse*
- *Ticker-namn samt Aktiedata måste finnas tillgänglig*

För att finna aktuella pressreleaser söktes i databaserna Waymaker samt Huginonline, företagets hemsidor samt årsredovisningar och Altavista. Efter att ha genomfört sökningen uteslöts 164 optionsprogram då det inte gick att finna den första pressreleasen. Ytterligare 75 optionsprogram uteslöts då de ej riktas enbart till företagsledningen.

För att höja sannolikheten för att de marknadsreaktioner som observeras är ett resultat av optionsprogrammets tillkännagivande, och inte beror eller påverkas av någon annan händelse, har vi valt att utesluta de pressreleaser som är orena. Enligt Wells (2004) minskas därmed risken för att priseffekten i samband med eventet påverkas av andra händelser. En pressrelease definieras som oren då den kommer ut i samband med annan information, såsom bolagsstämma, återköp av aktier eller företagsuppköp. Även i de fall då företaget släpper andra pressreleaser under eventdagen, eller någon annan dag i eventfönstret, definieras pressreleasen som oren och utesluts således. Med bakgrund av detta uteslöts 60 pressreleaser ur undersökningen. Ytterligare 6 pressreleaser uteslöts då Ticker-namn samt aktiedata, som krävs för avkastningsberäkningar, inte fanns tillgängligt.

Av de ursprungliga 343 optionsprogrammen uppfyller således 38 av ovan nämnda kriterier och ingår därmed i undersökningen. För att tydliggöra hur många pressreleaser som fallit bort samt visa hur pass representativ den slutliga undersökningsgruppen är genomförs nedan en bortfallsanalys.

Diagram 3.1 Anledning till bortfall

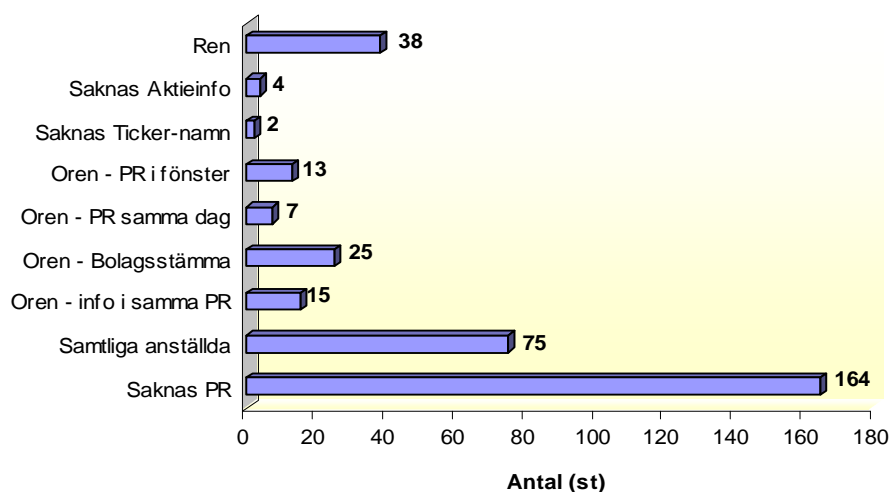


Diagram 3.1 ämnar tydliggöra för läsaren hur många av de 343 ursprungliga pressreleaserna som uteslutits ur vår undersökning, samt anledningen till uteslutandet. Som framgår av diagram 3.1 beror största delen av bortfallet på att det saknas pressreleaser, vilket skulle kunna bero på att företagen inte har meddelat marknaden om införande av optionsprogram via en pressrelease. Bortfallet kan också tänkas bero på att pressreleasen tagits bort från pressreleasedatabasernas arkiv samt respektive företags hemsida, varvid pressreleasen ej går att finna.

För att undersöka hur pass representativ vår undersökningsgrupp är genomförs en analys där branschtillhörighet, registrering på A- respektive O-lista samt vilket år optionsprogrammen tillkännagavs, studeras närmare.

Diagram 3.2 Årsfördelning Pressreleaser

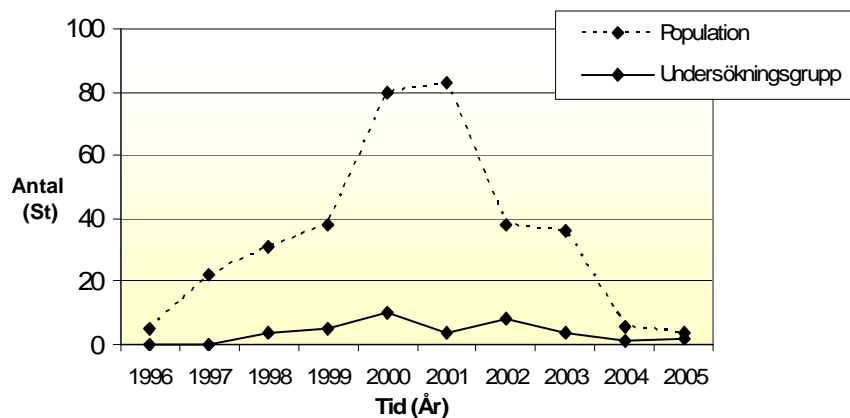


Diagram 3.3 Branschfördelning Pressreleaser

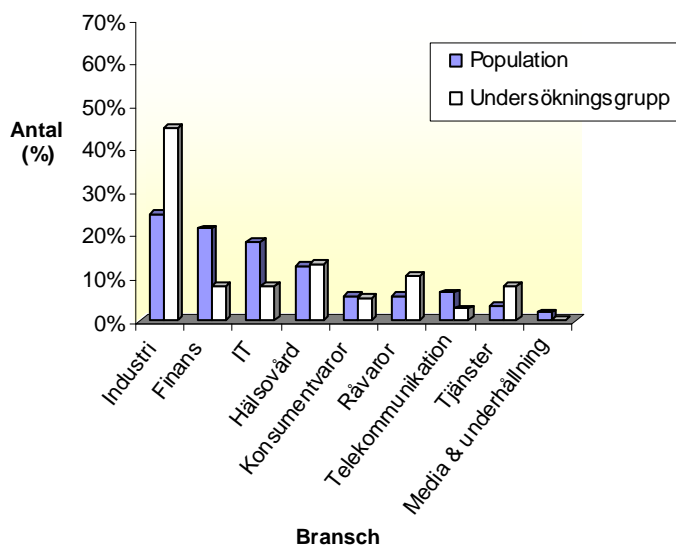
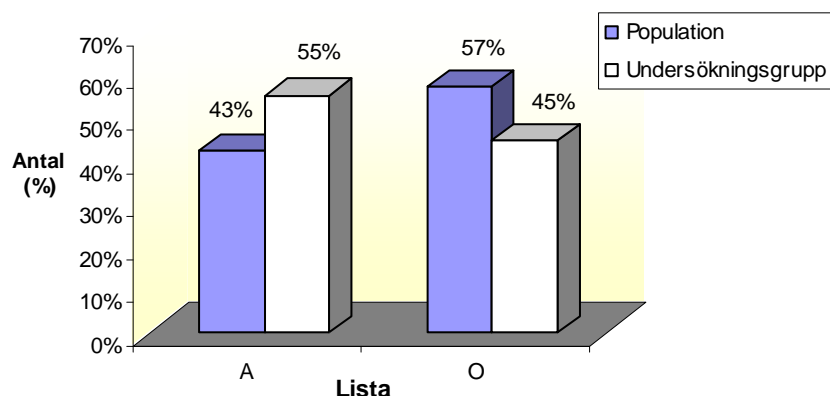


Diagram 3.4 Listnotering Pressreleaser



Som framgår av diagram 3.3 är vår undersökningsgrupp främst överrepresenterad inom industribranschen samt underrepresenterad inom finans- samt IT-branschen, vidare är undersökningsgruppen överrepresenterad på A-listan samt underrepresenterad på O-listan, enligt diagram 3.4. Vidare går det ur diagram 3.2 att utläsa att undersökningsgruppen är kraftigt underrepresenterad år 2000 samt 2001, då populationen har sin topp. Att undersökningsgruppen är över- samt underrepresenterad i vissa avseenden, samt att en relativt stor andel pressreleaser har uteslutits, påverkar troligen generaliserbarheten i undersökningen, varför resultaten bör tolkas med viss försiktighet.

3.2.3 Steg 3 - Beräkning av verklig avkastning

För att kunna mäta eventets, det vill säga optionsprogrammets, effekt på avkastningen måste den avvikande avkastningen uppskattas. Detta kan göras genom att subtrahera normala avkastningen för varje företag, i , under varje dag, t , i eventfönstret från verkliga avkastningen för samma period enligt följande:

$$\epsilon^*_{it} = R_{it} - E[R_{it} | X_t],$$

(Campbell et al, 1997, s 151)

där ϵ^*_{it} är den avvikande avkastningen, R_{it} den verkliga avkastningen, $E(R_{it})$ den normala avkastningen och X_t den betingade informationen. (Campbell et al, 1997, s 151) Uttryckt i ord blir således formeln:

$$\text{Avvikande avkastning} = \text{Verklig avkastning} - \text{Normal avkastning}$$

För att beräkna verklig avkastning använder vi oss av respektive företags aktiekurs för respektive dag⁸ i eventfönstret. Aktuella dagskurser (sälj, köp, senast betalt) erhålls från databasen Six Trust och är justerade för splittar samt nyemissioner, dock genomförs manuell utdelningsjustering. För att undvika aritmetisk anomali, som enligt Wells (2004) kan uppstå vid avkastningsberäkningar, används den naturliga logaritmen (**ln**) vid undersökningens avkastningsberäkningar:

$$R = \ln(P) = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}),$$

(Wells, 2004, s 62)⁹

där **R** representerar avkastningen och **P** aktiekursen för tiden, t .

⁸ Enligt Brown & Warner (1985) förespråkas daglig data

⁹ Formel grundad på resonemang fört av Wells (2004, s 62)

3.2.4 Steg 4 - Beräkning av normal avkastning

Enligt Wells (2004) finns det flera olika metoder för att uppskatta normal avkastning. Enligt Campbell et al (1997, s 151) är de två vanligaste "constant-mean-return model" samt marknadsmodellen. I "constant-mean-return model" antas X_t vara konstant över tiden, medan det i marknadsmodellen antas föreligga ett stabilt linjärt förhållande mellan marknadens och företagets avkastning (ibid).

Trots att "constant-mean-return model" är bland de enklaste modellerna att använda och oftast genererar liknande resultat som de mer sofistikerade modellerna använder vi oss av marknadsmodellen, eftersom den enligt Campbell et al (1997, s 155) kan ha större potential att påvisa effekterna av ett event. Till skillnad från många andra modeller använder sig marknadsmodellen även av en riskjusterad komponent, β_i , vid beräkning av avkastning (Wells, 2004), vilket ytterligare motiverar valet av modell. Det faktum att tidigare studier inom ämnesområdet, såsom Enqvist & Lindqvist (1998), Elmlund & Nilsson (2000) samt Ding & Sun (2001), samtliga använder sig av marknadsmodellen vid sina beräkningar stärker valet av modell ytterligare. Med hjälp av marknadsmodellen beräknas den normala avkastningen för varje företag, i , genom:

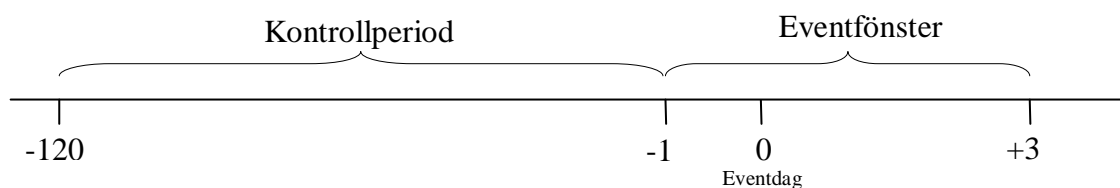
$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

(Campbell et al, 1997, s 155)

där R_{it} samt R_{mt} är företagets respektive marknadsportföljens avkastning för perioden t , och α_i samt β_i är marknadsmodellens parametrar (Campbell et al, 1997, s 155). Marknadsportföljens avkastning beräknas med hjälp av Affärsvärldens generalindex, AFGX, som är justerat för splittar, nyemissioner samt utdelning. Företagens aktiekurser samt generalindex för tidsperioden erhålls från databasen Six Trust. Även här används den naturliga logaritmen vid avkastningsberäkning.

För att skatta marknadsmodellens parametrar används data från ett kontrollfönster, vilket vanligtvis utgörs av en tidsperiod innan eventfönstrets början (Campbell et al, 1997, s 152). Dock finns det inga klara riktlinjer angående kontrollperiodens längd. Tiden varierar således mellan olika studier, där bland annat Enqvist & Lindqvist (1998) använder sig av ett år, Elmlund & Nilsson (2000) av 200 dagar och Hager (2003) av 120 dagar. I undersökningen används en kontrollperiod på 120 dagar¹⁰, -120 till -1, vilket även är den tidsperiod som Campbell et al (1997, s 152) anger som lämplig.

Figur 3.3 Tidslinje för kontrollperiod och eventfönster



¹⁰ Perioden avser 120 dagar med handel

Med hjälp av en regressionsanalys¹¹ i Minitab¹² skattas parametrarna α_i och β_i i marknadsmodellen. Företagets dagliga avkastning är den beroende variabeln och marknadsportföljens dagliga avkastning den oberoende. Enligt Dahmström (2000, s 163) samt Moore (2000, s 312) bör enstaka extremvärden, så kallade "outliers", uteslutas i de fall som de starkt påverkar värdet på korrelationskoefficienten. Således utesluts sådana värden från undersökningen.

3.2.5 Steg 5 - Beräkning av avvikande avkastning samt signifikanstest

Då såväl verklig som normal avkastning beräknats, kan den avvikande avkastningen för varje företag samt dag i eventfönstret beräknas. Enligt Elton et al (1995, s 428ff) är det bättre att studera den genomsnittliga effekten för samtliga företag, än att analysera varje företag enskilt. Således beräknas den genomsnittliga avvikande avkastningen (**AAR**) för varje dag, t , i eventfönstret enligt:

$$AAR_t = (1/N) \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

(Campbell et al, 1997, s 161)

där AR_{it} är den avvikande avkastningen för varje företag, i , och N är antalet event. Vidare uppger Elton et al (1995, s 428ff) att det även är vanligt att den ackumulerade genomsnittliga avvikande avkastningen beräknas för eventfönstret och enligt Campbell et al (1997, s 152ff) är beräkning av ackumulerad genomsnittlig avvikande avkastning nödvändigt för att kunna dra generella slutsatser angående eventets effekt. Även Wells (2004) anser att ackumulerad beräkning är bra att använda, eftersom det ofta är svårt att vara helt säker på att man har definierat rätt dag som eventdag. Beräkning av den ackumulerade genomsnittliga avvikande avkastningen (CAAR) görs enligt:

$$CAAR(t_1, t_2) = (1/N) \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2)$$

(Campbell et al, 1997, s 161)

¹¹ Enligt Wells (2004) är det vanligast att använda regressionsanalys vid skattning av parametrarna i marknadsmodellen

¹² Jämförande stickprov har genomförts i SPSS för att säkerställa reliabiliteten

För att säkerställa att det beräknade resultatet inte bara är en tillfällighet genomförs ett signifikanstest¹³, i vilket en nollhypotes (H_0) samt en mothypotes (H_a) formuleras enligt:

$$\begin{aligned} H_0 &: AAR_t = 0 \\ H_a &: AAR_t \neq 0 \end{aligned}$$

(Moore, 2000, s 324)

där nollhypotesen anger att det inte uppstår någon genomsnittlig över- eller underavkastning, medan den dubbelsidiga mothypotesen säger att det faktiskt uppstår en genomsnittlig över- eller underavkastning. Nollhypotesen testas, med 90- respektive 95-procentig signifikansnivå¹⁴, för att se hur starka bevisen *emot* nollhypotesen är, i syfte att finna bevis *för* mothypotesen. Ju lägre p-värde, det vill säga sannolikheten att nollhypotesen är sann, desto starkare är bevisen *emot* nollhypotesen, då det innebär att sannolikheten för att det observerade resultatet uppstår av en ren tillfällighet är liten (Moore, 2000, s 320).

3.3 Sammanfattning

Då undersökningens syfte är att mäta hur ett specifikt event, den första pressreleasen angående införande av optionsprogram till företagsledningen, påverkar ett företags värde används en eventstudie. Eventfönstret utgörs av dag -1 till dag +3, där dag 0 utgör eventdagen, det vill säga dagen då den första pressreleasen når marknaden. Den slutliga undersökningsgruppen utgörs av 38 pressreales som samtliga uppfyller undersökningens urvalskriterier och för att undersöka hur representativ urvalsgruppen är genomfördes en bortfallsanalys. Vid beräkning av den avvikande avkastningen används marknadsmodellen, samt en kontrollperiod på 120 dagar. Vidare genomförs signifikanstest för att säkerställa att undersökningens resultat inte beror på en slump.

¹³ Signifikanstest genomförs i Minitab

¹⁴ 90- respektive 95-procentig signifikansnivå används då vår urvalsgrupp endast består av 38 observationer

4. Optioner och optionsprogram

Kapitlet inleds med en översiktlig redogörelse över grundtyperna av aktierelaterade incitamentsprogram. Vidare görs en jämförelse mellan de olika optionstyperna och avslutningsvis ges en sammanfattning av kapitlet.

4.1 Bakgrund

Handel med aktieoptioner på organiserad marknad skedde för första gången år 1973 och i Sverige inleddes handel med standardiserade optioner¹⁵ 1985 (Hansson, 2001). Ordet option betyder i ekonomiska sammanhang ”en rätt men inte skyldighet att köpa eller sälja något (ofta värdepapper) till ett visst pris vid eller före en tidpunkt” (Nationalencyklopedin.se). Optionsprogram för anställda innebär följaktligen att de anställda, i vårt fall företagsledningen, erbjuds optioner i det företag de arbetar i och att de därmed har en rätt att köpa en aktie i företaget till ett visst pris vid en viss tidpunkt (Hansson, 2001). En grundläggande förutsättning för att ett optionsprogram skall användas är att aktierna, som optionsprogrammen baseras på, tros stiga i värde under optionens löptid (Andersson & Bratteberg, 2000, s 79ff).

Incitamentsprogram har under många år varit en vanlig företeelse såväl internationellt som i Sverige, där fokus har legat, och fortfarande ligger, vid aktierelaterade optionsprogram (Edvardsson, 2002, s 32ff). Under slutet av 1999 skedde stora kursökningar, i främst IT-aktier, vilket drev upp optionsprogrammets värde. I och med den efterföljande nedgången på aktiemarknaden förlorade många av programmen sitt värde. Trots detta är optionsprogram fortfarande ett populärt belöningsystem. (Hörnberg & Rapp, 2002, s 11ff) I enlighet med uppsatsens syfte kommer därför endast aktierelaterade optionsprogram att diskuteras.

4.2 Grundtyper av optionsprogram

Köptioner, teckningsoptioner, konvertibler samt syntetiska optioner utgör grundtyperna av aktierelaterade optionsprogram (Andersson et al, 2000, s 14). Viktigt att nämna vid diskussionen kring olika typer av optioner, är att det finns en uppdelning mellan personaloptioner och icke personaloptioner. Trots uppdelningen används ibland ordet personaloption som en övergripande benämning på alla typer av optioner som ges till anställda. Uppdelningen är dock av ren skattemässig karaktär och innebär att samtliga optionstyper kan vara personaloptioner. Det som skiljer personaloptioner från icke personaloptioner är att optionen i sig inte är ett värdepapper i skatterättslig mening. (Andersson et al, 2000, s 93ff)

4.2.1 Köptioner

En köption ger innehavaren rätten men inte skyldigheten att inom en i förväg bestämd tidsperiod köpa aktier till en i förväg bestämd köpkurs (Andersson et al, 2000, s 74). Optionens värde är således helt beroende av hur priset på den underliggande varan, det vill

¹⁵ Standardiserade optioner innebär att lösenprisnivåer och löptider är bestämda, vilket möjliggör kontinuerlig handel (Hansson, 2001)

såga aktien, utvecklas (Hörnberg & Rapp, 2002, s 17ff). Köpoptioner anses ofta ligga till grund för övriga aktierelaterade optioner och är den vanligast förekommande bland de standardiserade optionerna. Mest frekvent är optionen i mindre företag, där den ofta används för att locka till sig nyckelpersoner. (Andersson et al, 2000, s 74ff)

Köpoptioner avser alltid redan utgivna aktier i bolaget, varför inga nya aktier behöver ges ut. Trots detta kan ett köpoptionsprogram leda till en kurspåverkad utspädningseffekt för övriga aktieägare, om bolaget själva ställt ut köpoptioner avseende återköpta aktier till ett pris som understiger marknadspriset. (Edvardsson, 2002, s 45) Företagets resultat kommer inte att påverkas så länge som optionen har utfärdats av bolagets huvudägare. Värt att notera är att det inte finns några särskilda bestämmelser för utfärdandet av köpoptioner i Aktiebolagslagen (ABL). (Andersson et al, 2000, s 79ff)

4.2.2 Teckningsoptioner

Teckningsoptioner går under den juridiska benämningen skuldebrev förenade med optionsrätter, med anledning av att de alltid måste länkas samman med ett av bolaget emitterat skuldebrev. När teckningsoptioner används i optionsprogram är det inte anskaffningen av lånekapital som är det centrala, utan optionsrätten. (Hörnberg et al, 2002, s 19) Teckningsoption ger, liksom en köpoption, innehavaren rätten att inom en i förväg bestämd tidsperiod köpa aktier till en i förväg bestämd teckningskurs. Teckningsoptioner avser, i motsats till köpoptioner, rätten att teckna nyemitterade aktier, vilket leder till en utspädningseffekt för övriga aktieägare. Effekten kan i vissa fall vara så betydande att en annan typ av optionsprogram föredras. Optionsprogram med teckningsrätter leder i de flesta fall till direkta kostnader för till exempel rådgivning, konsulter samt i vissa fall sociala avgifter. (Andersson et al, 2000, s 16-43 & Edvardsson, 2002, s 46ff) Ett beslut om utgivande av teckningsoptioner skall fattas av aktieägarna på bolagsstämman (Edvardsson, 2002, s 47).

4.2.3 Konvertibler

Konvertibler, även kallat konvertibla skuldebrev, påminner om teckningsoptioner och är för företaget ett förmånligt sätt att skaffa rörelsekapital (Andersson et al, 2000, s 129). Konvertibel ger innehavaren rätten att under en bestämd period byta ut skuldebrevet mot aktier till ett förutbestämt pris, vilket får till följd att även konvertibler leder till utspädning (Hörnberg et al, 2002, s 19). Enligt Edvardsson (2002, s 37) kan en konvertibel därmed ses som ett mellanting mellan en aktie och en fordring, då konvertibel ger rätt till ränta på utlånade pengar men inte rösträtt vid bolagsstämma. Beslut om emission av konvertibla skuldebrev ska, liksom teckningsoptioner, fattas av bolagsstämma (Andersson et al, 2000, s 130) och företagets resultat påverkas inte av dess införande (Hansson, 2001).

4.2.4 Syntetiska optioner

Syntetiska optioner skiljer sig från övriga optioner då de ej ger innehavaren någon rätt att vid en viss framtida tidpunkt förvärva en aktie, istället erhålls ett kontant belopp i de fall marknadsvärdet på den underliggande aktien överstiger bestämd slutkurs (Andersson et al, 2000, s 55). Syntetiska optioner leder således inte till någon utspädning av aktiekapitalet och påminner i stor utsträckning om en köpoption, med skillnaden att den underliggande aktien ej

köps. Utfärdande av syntetiska optioner regleras inte enligt några rättsliga bestämmelser, såsom Aktiebolagslagen, och beslut kan således tas självständigt av till exempel styrelsen. Det uppstår en kostnad för syntetiska optioner när slutlikviden skall betalas ut och i vissa fall uppstår även en kostnad för sociala avgifter. (Andersson et al, 2000, s 55ff & Edvardsson, 2002, s 48ff)

4.2.5 Sammanfattning

Som tidigare nämnts utgörs grundtyperna av aktierelaterade incitamentsprogram av köpoptioner, teckningsoptioner, konvertibler samt syntetiska optioner (Andersson et al, 2000, 14). Då det är av central betydelse att känna till hur optionerna skiljer sig åt avseende utspädningseffekt, möjlighet till delägarskap, påverkan på företagets resultat samt reglering i ABL, presenteras i tabell 4.1 en jämförelse över de olika egenskaperna.

Tabell 4.1 Jämförelse av egenskaper¹⁶

	Utspädning av aktieinnehav	Kan ge delägarskap	Påverkar företagets resultat	Omfattas av ABL
Köpooption	Nej	Ja	Nej	Nej
Teckningsoption	Ja	Ja	Ja	Ja
Konvertibel	Ja	Ja	Nej	Ja
Syntetisk option	Nej	Nej	Ja	Nej

4.3 Motiv till optionsprogram

Optionsprogram är i många företag ett viktigt konkurrensmedel för att rekrytera samt bibehålla personal. Speciellt viktigt är detta i kunskapsbaserade företag, såsom IT-företag, där personalen är avgörande för företagets framgång. (Edvardsson, 2002, s 16) Ett rätt utformat optionsprogram kan, enligt Hörnberg & Rapp (2002, s 15), minimera risken för att personal lämnar företaget. För nystartade företag, eller för företag som är finansiellt svaga, innebär optionsprogram således en möjlighet att locka till sig kompetent personal, trots att likvida medel saknas. Optionsprogram införs även i syfte att skapa incitament som leder till att principal-agentproblemet¹⁷ minskas. (Hansson, 2001)

¹⁶ Förenklad tabell baserad på Edvardsson (2002, s 235)

¹⁷ Se kapitel 5.2 för diskussion kring Principal-agentteorin

4.4 Sammanfattning

För att skapa en bättre förståelse för optionsprogram och undersökningen analys redogörs för de olika grundtyperna av aktierelaterade optionsprogram, vilka utgörs av köptioner, teckningsoptioner, konvertibler samt syntetiska optioner. Då det finns olika motiv till varför ett företag inför optionsprogram är det viktigt att vara medveten om de skillnader som föreligger mellan optionsprogram baserade på olika optionstyper, såsom eventuell utspädningseffekt, delägarskap, påverkan på resultatet samt om optionsprogrammet regleras i ABL. Vidare diskuteras också den skillnad som föreligger mellan personaloptioner och icke personaloptioner.

5. Teori

I kapitlet redogörs för de teorier som, tillsammans med tidigare diskussion kring optionsprogram samt eventstudier, ligger till grund för vår analys. Avslutningsvis ges en sammanfattning av kapitlet.

5.1 Effektiva marknadshypotesen

Kapitalmarknadens grundläggande syfte är att allokera ägande av aktiekapital, där idealmarknaden kännetecknas av att företag kan fatta investeringsbeslut och investerare kan investera i tillgångar under förutsättningen att all tillgänglig information till fullo reflekteras i priset på ett korrekt sätt (Fama, 1970; 1976). En sådan marknad definieras enligt Fama som effektiv. I en effektiv marknad går det enligt Arnold (2002, s 603ff) inte att göra över- eller undervinster eftersom nuvarande och tidigare information omedelbart reflekteras i nuvarande aktiepris, det är således enbart ny information som kan leda till prisförändringar. Teorin kring hur effektivt marknaden reagerar på ny information kallas för effektiva marknadshypotesen (EMH) och har fascinerat såväl akademiker, investerare som affärsmän under lång tid (ibid).

Åtskilliga personer har, sedan effektiva marknadshypotesens uppkomst, påpekat att hypotesen innebär en anmärkningsvärd paradox: hypotesen att aktiemarknaden är effektiv stämmer endast om tillräckligt många investerare ifrågasätter effektiviteten och agerar i enlighet med detta. Således skulle marknaden bli mindre effektiv om alla investerare slutade ifrågasätta dess effektivitet. (Van Horne, 1986, s 55f)

5.1.1 Nivåer av effektivitet

Vid diskussionen kring effektiva marknadshypotesen talas ofta om olika nivåer av effektivitet, beroende på vilken typ av information som återspeglas i priset (Arnold, 2002, s 610). Fama (1970) definierade nivåerna som; Svag form, Halvstark form samt Stark form. I en uppföljande studie från 1991 byter han dock namn på halvstark samt stark till "event studie" respektive "test för privat information". Vi kommer dock att använda oss utav de ursprungliga definitionerna, då dessa är allmänt vedertagna.

- *Svag form av effektivitet.* Här undersöks hur väl historisk avkastning kan förutsäga framtida avkastning. Råder svag form av effektivitet innebär det att aktiepriset till fullo återspeglar all information från tidigare prisrörelser. Vid svag form är det meningslöst att utveckla investeringsstrategier baserade på historiska prismönster, eftersom framtida aktiepriser inte går att förutsäga genom analys av historiska aktiepriser. Då ny information är oberoende av tidigare information kommer aktiepriset således att följa en så kallad "random walk", vilket innebär att det inte föreligger någon systematisk korrelation mellan en framtida rörelse och en tidigare rörelse. (Arnold, 2002, s 604ff) Bevisen för svag form av effektivitet är enligt Fama (1970) väldigt starka.
- *Halvstark form av effektivitet.* Vid undersökningar huruvida halvstark effektivitet råder, testas hur snabbt tillgänglig publik information avspeglas i aktiepriset (Fama, 1970). Aktiepriset avspeglar inte bara tidigare prisförändringar utan även ny publik information. Vid halvstark effektivitet är det således meningslöst att analysera

tillgänglig publik information efter att den nått marknaden, eftersom marknaden då antas ha absorberat informationen i priset. (Arnold, 2002, s 610) Vid genomförandet av en eventstudie borde det således vara en avvikande avkastning under eventdagen, men inte dagarna efter (Elton & Gruber, 1995, s 430ff). Bevisen för att halvstark effektivitet råder är starka, dock inte lika överväldigande som de för svag form (Arnold, 2002, s 623).

- *Stark form av effektivitet* Vid stark form reflekteras all relevant information, inklusive insiderinformation, i priset. Om marknaden vore effektiv vid stark form skulle det således vara omöjligt att tjäna pengar på insiderinformation. (Arnold, 2002, s 610) Vi anser dock, liksom Fama (1991) och Arnold (2002, s 610), att det är möjligt att tjäna pengar på olagligt sätt genom användande av insiderinformation, varvid stark form av effektivitet ej kan anses föreligga.

Enligt Fama (1970) är bevisen för halvstark form av effektivitet relativt starka och enligt Van Horne (1986, s 55ff) kan aktiemarknader över lag betraktas som relativt effektiva, med aktiepriser som avspeglar tillgänglig information och snabbt absorberar ny information.

5.2 Principal-agentteorin

Under årens lopp har antalet orelaterade ägare i noterade företag ökat kraftigt, vilket har lett till att det inte längre är möjligt för ägarna att tillsammans fatta dagliga driftsbeslut. Istället anställs chefer för att sköta den dagliga driften. För många av dagens aktieägare är detta inte ett problem, då de snarare är investerare än ägare och således inte har något större intresse av att engagera sig i driftsfrågor. I och med ägarutvecklingen har en separation av ägande och kontroll skett i företagen, vilket har lett till att ägarna oroar sig för att cheferna inte försöker skapa aktieägarvärde utan istället agerar för egen vinnings skull. Problemet som separationen har lett till kallas i akademiska termer för principal-agentproblemet. (Kim et al, 2004, s 4)

Principal-agentteorin har sin grund i det förhållande som uppstår när en part (principalen) anställer en annan part (agenten) att utföra ett arbete, och teorin syftar till att förklara de problem som kan uppstå i samband med ett sådant kontrakt (Jensen & Meckling, 1976 & Eisenhardt, 1989). Principal-agentproblemet är inget nytt fenomen utan har, enligt Fama (1980), sedan lång tid tillbaka uppmärksammats, av bland annat Berle & Means (1932), Jensen et al (1976) samt Smith (1976).

5.2.1 Konfliktskällor

När principalens och agentens mål avviker från varandra uppstår en konflikt. Det är möjligt för principalen att reducera konflikten genom övervakning och kontroll över agentens arbete. Detta kan till exempel ske genom formella kontrollsystem, budgetrestriktioner eller genom att införa speciella klausuler i kontrakten. (Jensen et al, 1976) Det är dock förenat med en kostnad för principalen, så kallad agentkostnad, att försäkra sig om att agenten agerar i hans intresse istället för sitt eget. Kostnaden innefattar såväl en indirekt som direkt kostnad och i vissa fall är kostnaderna så höga att det inte är lönsamt för principalen att övervaka och kontrollera agentens arbete. (Arnold, 2002, s 826; Eisenhardt, 1989)

I principal-agentteorin diskuteras också det problem som uppstår när principalen och agenten har olika uppfattningar avseende risktagande. Problemet innebär att principalen och agenten ej är villiga att acceptera samma projekt. (Eisenhardt, 1989) Enligt Jensen et al (1976) uppkommer principal-agentproblemet då agenten inte är delägare i företaget och således agerar enbart utifrån sin egen nytto-maximering. Enligt Jensen et al (1976), Barnea, Haugen & Senbet (1980) samt Haugen & Senbet (1981) kan dock problemet reduceras genom att agenten tilldelas optioner i företaget. Agentens aktieinnehav ökas således och han får därmed större incitament att agera i enlighet med principalens intresse, då deras intressen överensstämmer (ibid). Ett problem med optionsprogram är, enligt Hörnberg & Rapp (2002, s 58), att de inte alltid mäter prestation. Problemet går dock till viss del att lösa genom att programmen utformas så att vinst utges då företagens aktier slår branschindex (ibid).

5.3 Signalthypotesen

Aktieägare är intresserade av företagets framtida utveckling och en förändring, av till exempel kapitalstruktur eller utdelningsnivå, tolkas ofta som en signal om företagsledningens framtidstro (Arnold, 2002, s 828). Företagsledningen är väl medveten om signaleffekten och utnyttjar den för att stärka genomslagskraften i sina uttalanden (Van Horne, 1986, s 349).

De flesta tidigare studier inom området har fokuserat på vilken signal förändringar i utdelningsnivå samt kapitalstruktur sänder till marknaden. Ross (1977) undersökte signaleffekten vid en förändring av kapitalstrukturen och fann att en ökad skuldsättningsgrad borde leda till en ökning av aktiepriset, då ökningen signalerar företagsledningens optimism inför framtiden. Till skillnad från Ross undersökte Bhattacharya (1979) utdelningsförändringars signalfunktion med utgångspunkt i den existerande informationsasymmetrin och fann att även utdelningsförändringar påverkar aktiepriset.

5.4 Tidigare studier

För att klargöra vilka studier som tidigare genomförts inom uppsatsens ämnesområde, diskuteras tidigare forskning kring optionsprogram. Nedan redogörs för de studier som har störst betydelse för uppsatsen, där såväl nationella som internationella studier ingår.

5.4.1 Internationellt

I takt med att intresset för optionsprogram har ökat har också antalet studier relaterade till optionsprogram ökat. Få studier har dock fokuserat på aktiemarknadens reaktion i samband med införandet av programmen, utan istället har andra aspekter undersökts. Bland annat så har Haugen & Senbet (1981) samt Agrawal och Mandelker (1987) funnit ett samband mellan optionsprogrammets storlek och företagsledningens riskbenägenhet. Vidare har Yermack (1995) funnit ett svagt samband mellan optionsprogram och en reduktion av agentkostnaden.

Sesil, Kroumova, Kruse & Blasi (2002) har undersökt huruvida företag med optionsprogram riktade till samtliga anställda presterar bättre än jämbördiga företag utan optionsprogram och fann såväl positiva som neutrala resultat. Hager (2003) har tittat på aktiemarknadens reaktion i samband med optionsprogram och funnit ett positivt samband. I sin undersökning har han dock fokuserat på optionsprogram som inte är riktade till företagsledningen samt på reaktionen i samband med det verkliga utgivandet av optionerna.

Internationella studier av störst relevans för vår undersökning är Brickley, Bhagat & Lease (1985), DeFusco, Johnson & Zorn (1990) och Ding & Sun (2001) som samtliga har undersökt aktiemarknadens reaktion i samband med ett tillkännagivande av optionsprogram till företagsledningen. Brickley et al (1985) fann en positiv marknadsreaktion i samband med införande av långsiktiga optionsprogram till företagsledningen. DeFusco et al (1990) fann att tillkännagivandet av optionsprogram till företagsledningen har en positiv påverkan på aktieägarvärdet. Även Ding & Sun (2001) studie visade att optionsprogram har en positiv effekt avseende aktieägarvärdet, dock undersökte de inte optionsprogram riktade enbart till företagsledningen.

5.4.2 Sverige

I Sverige, liksom internationellt, har forskning kring optionsprogram främst fokuserat på andra aspekter än aktiemarknadens reaktion. Bland annat så har Hansson (2001) studerat vilka motiv som finns för införande av optionsprogram medan Tiller, Marin & Tideström (1999) studerat optionsprogrammets utformning. Gindin, Hägglund, Gynnerstedt & Wiberg (2000), Commes & Lundmark (2003) samt Jönsson, Andersson & Glifberg (2003) har samtliga undersökt optionsinnehavarens inställning till optionsprogram. Commes et al (2003) samt Jönsson et al (2003) fann, genom kvalitativa studier, att optionsprogram till anställda inte uppfyller sitt syfte. Gindin et al (2000) kom i sin undersökning fram till att optionsprogram, som enskild faktor, inte är tillräckligt för att behålla anställda, däremot kan optionsprogrammen locka kompetens till företaget. Kaverzneva & Kindborg (2005) och Lentonsson, Ljunggren & Holmgren (2005) har genomfört studier där de granskat sambandet mellan ägarstruktur och optionsprogram. Lentonsson et al (2005) fann i sin undersökning att optionsprogram är betydligt vanligare i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration medan Kaverzneva et al (2005) studie visade att ägarstrukturen inte påverkar öppenheten kring redovisningen av optionsprogram.

Vi har funnit tre undersökningar, Enqvist & Lindqvist (1998), Chrintz-Gath, Kärrsten & Svensson (1998) samt Elmlund & Nilsson (2000), som fokuserat på aktiemarknadens reaktion i samband med införandet av optionsprogram till företagsledning. Enqvist et al (1998) samt Elmlund et al (2000) fann, i motsats till de internationella studierna, en negativ marknadsreaktion, medan Chrintz-Gath et al (1998) kunde påvisa en positiv reaktion. Elmlund et al (2000) studerade, till skillnad från de andra två undersökningarna, reaktionen i samband med optionsprogram till såväl företagsledning som samtliga anställda.

5.5 Sammanfattning

I kapitlet har relevanta teorier, såsom effektiva marknadshypotesen, principal-agentteorin samt signalhypotesen, samt tidigare forskning inom området diskuterats. Effektiva marknadshypotesen har bland annat legat till grund för vårt val av eventfönster, medan principal-agentteorin har hjälpt oss att bättre förstå anledningen till införandet av optionsprogram. Signalhypotesen har hjälpt oss förstå att införandet av optionsprogram sänder ut signaler om företagsledningens framtidstro till marknaden. Vidare har tidigare forskning gett oss en överblick över vad som tidigare studerats inom området samt vilka resultat studierna genererat. Ovan nämnda teorier, tillsammans med tidigare forskning, ligger till grund för vår analys.

6. Resultatpresentation och Analys

Kapitlet inleds med att resultatet för samtliga pressreleaser presenteras och analyseras, varefter presentation och analys av resultat från subgrupper sker. Analyserna utgår från den diskussion som förts angående optionsprogram samt relevanta teorier. Vidare jämförs undersökningens resultat med tidigare studier inom området och avslutningsvis ges en sammanfattning av kapitlet.

6.1 Samtliga pressreleaser

Avsnittet inleds med en presentation av resultatet från undersökningens samtliga pressreleaser, varefter en analys samt diskussion kring eventuella bakomliggande faktorer till marknadens reaktion följer.

6.1.1 Resultatpresentation

I diagram 6.1 och 6.2 redogörs för genomsnittlig avvikande avkastningen (AAR) respektive ackumulerad genomsnittlig avvikande avkastning (CAAR) för dagarna i eventfönstret, dag -1 till dag +3, där dag 0 är eventdagen¹⁸. Såväl säljkurs, köpkurs som senast betalt kurs har undersökts och samtliga kursserier presenteras i diagram 6.1 och 6.2. Det totala antalet pressreleaser som ingår i undersökningen uppgår till 38 stycken¹⁹.

Diagram 6.1 AAR - Samtliga Pressreleaser

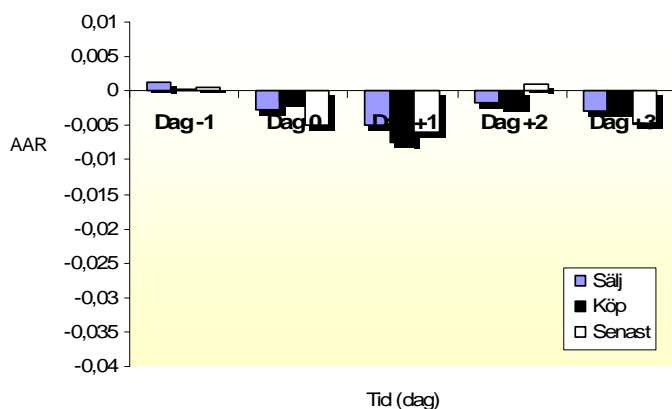
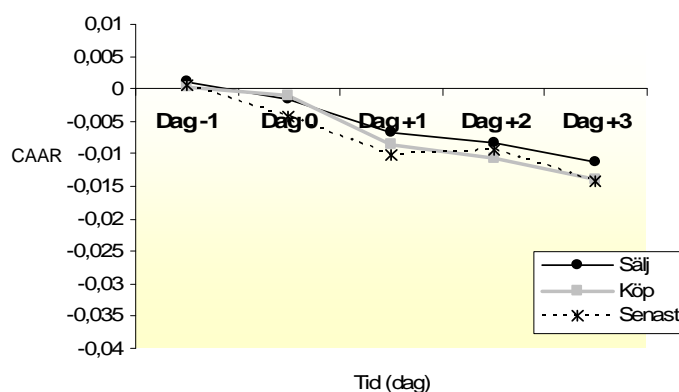


Diagram 6.2 CAAR - Samtliga Pressreleaser



Som framgår av diagram 6.1 är den genomsnittliga avvikande avkastningen i fönstret negativ för samtliga dagar, med undantag för dag -1 samt för senast betalt kurs dag +2. Marknaden uppfattar således tillkännagivandet om införande av optionsprogram till företagsledningen som negativt, vilket leder till att aktiekursen faller. Den negativa reaktionen tydliggörs i diagram 6.2, där det framgår att marknaden under eventfönstret har en negativt ackumulerad underavkastning på mellan -1,1 % och -1,4 %, beroende på kursserie. Dag +1 är dock den

¹⁸ Se figur 3.2 för tidslinje över eventfönstret

¹⁹ Se kapitel 3.2.2 för urvalsgrupp

enda dag som uppvisar ett signifikant resultat, varvid det endast går att förkasta nollhypotesen²⁰ för dag +1.

För att kontrollera om undersökningens resultat beror på asymmetri i handeln, har såväl säljkurs, köpkurs som senast betalt kurs studerats. Som framgår av diagram 6.1 och 6.2 uppvisar vissa av dagarna relativt stora skillnader i genomsnittlig avvikande avkastning mellan kursserierna, dock har samtliga kursserier en liknande utveckling under eventfönstret. I resultatpresentationen och analysen av de olika subgrupperna kommer endast senast betalt kurs att presenteras, i de fall kursserierna inte avviker markant från varandra, för att underlätta tolkningen av resultaten²¹.

6.1.2 Analys

Optionsprogram till företagsledningen kan, enligt principal-agentteorin, leda till en minskning av agentkostnaden, i och med att företagsledningen får större incitament att agera i aktieägarnas intresse²². Vidare är optionsprogram i många företag ett viktigt konkurrensmedel för att rekrytera och bibehålla kompetent personal²³. Således motiveras införandet av ett optionsprogram till företagsledningen av såväl incitament-, personal- som lönemotiv. Vidare anser vi att införandet av ett optionsprogram till företagsledningen signalerar att det finns en positiv framtidstro för företaget²⁴. Med bakgrund av ovan nämnda motiv borde ett optionsprogram till företagsledningen leda till en positiv marknadsreaktion, vilket såväl Brickley et al (1985), DeFusco et al (1990), Chrintz-Gath et al (1998) som Ding et al (2001) funnit belägg för i sina studier. Dock anser vi det vara begränsad tillförlitlighet i den svenska studien, genomförd av Chrintz-Gath et al (1998), då endast 15 rena observationer studerats.

Som tidigare nämnts visar vår undersökning på en negativ marknadsreaktion vid tillkännagivandet av optionsprogram till företagsledningen. En negativ marknadsreaktion fann även Enqvist et al (1998) och Elmlund et al (2001) då de undersökte hur den svenska aktiemarknaden reagerade vid införande av optionsprogram till företagsledningen. Resultaten från Enqvist et al (1998) och Elmlund et al (2001) undersökningarna anser vi dock bör tolkas med försiktighet, då endast 29 respektive 24 observationer studeras samt då resultatet till stor del baseras på marknadsreaktioner som sker relativt lång tid efter eventdagen²⁵.

Den negativa marknadsreaktionen i vår undersökning är, som framgår av diagram 6.1, kraftigast dag +1, vilket tyder på att halvstark effektivitet råder då marknaden relativt snabbt reagerar på tillkännagivandet om optionsprogram till företagsledningen. Att marknadsreaktion är så kraftig dag +1 kan bero på att tillkännagivandet av optionsprogrammet inte kom marknaden till känna förrän strax innan börsens stängning, eller efter att den stängt, varvid reaktionen blev förskjutet en dag. Dock anser vi att den halvstarka formen av effektivitet kan ifrågasättas i och med att den negativa reaktionen fortsätter även efter dag +1, vilket tyder på att all information inte har absorberats omedelbart i aktiepriset.²⁶ Att viss fördröjning i

²⁰ Se kapitel 3.2.5 för diskussion kring hypotestest

²¹ Analys har således genomförts för samtliga kursserier i alla subgrupper, se Bilaga 2 för resultat.

²² Se kapitel 5.2 Principal-agentteorin

²³ Se kapitel 4.3 Motiv till optionsprogram

²⁴ Se kapitel 5.3 Signalthypotesen

²⁵ Enqvist et al (1998) baserar sina resultat på dag -2, +5 och +7. Elmlund et al (2000) baserar sina resultat på dag +1, +4, +10, +12 samt +13

²⁶ Se kapitel 5.1 Effektiva marknadshypotesen

marknadsreaktionen föreligger, på den svenska aktiemarknaden, stöds även av resultaten från Enqvist et als (1998) och Elmlund et als (2000) studier, som uppvisar kraftiga negativa marknadsreaktioner relativt lång tid efter eventet²⁷.

Det är vanligt att de som omfattas av optionsprogrammen också är de som beslutar om programmets införande²⁸, vilket innebär att företagsledningen ofta är medvetna om när optionsprogrammen skall införas. Då optionsprogrammets värde baseras på aktiekursen²⁹ gynnas optionsinnehavaren av en låg aktiekurs vid optionsprogrammets införande. Således finns ett incitament för företagsledningen att presentera negativ information om företaget i samband med införandet om optionsprogram. Med bakgrund av att marknadsreaktionen dag - 1, det vill säga dagen innan eventet, är positiv anser vi dock inte detta vara sannolikt i vår undersökning.

Med bakgrund av att vår undersökning visar på en negativ marknadsreaktion diskuteras nedan eventuella anledningar samt förklarande faktorer till reaktionen.

Skandaler

Optionsprogram riktade till företagsledningen har under senare år omgettts av åtskilliga skandaler, varvid kritiken mot programmen stigit. En av anledningarna till skandalerna är att vissa företag valt att införa optionsprogram utan övre kostnadstak, varvid företagsledningen erhållit enorma ersättningar, som i fallet med Skandia³⁰. Vi tror att skandalerna har lett till att marknaden förväntar sig att optionsprogrammen till företagsledningen kommer att resultera i orimliga ersättningar till företagsledningen. Den negativa publiciteten kring optionsprogram tror vi kan vara en förklarande faktor bakom aktiemarknadens negativa reaktion.

För svagt incitament

Som tidigare nämnts är incitamentsmotivet ett av de främsta motiven till införandet av optionsprogram till företagsledningen. Trots detta fann Yermack (1995) att införandet av optionsprogram till företagsledningen endast leder till en mindre reduktion av agentkostnaden. Vidare anser vissa kritiker att optionsprogrammen inte uppfyller sitt syfte, då det inte alltid går att länka företagsledningens prestation direkt till aktiepriset³¹. Beroende på allmän ned- eller uppgång i branschen kan således en dålig prestation bli belönad, medan en bra prestation kan gå förbi obelönad. Vidare tror vi att marknaden i vissa fall anser att incitamenteffekten är för låg då endast en liten del av företagsledningens totala ersättning utgörs av optionsprogrammet. Problemet med att länka företagsledningens prestation direkt till aktiepriset, samt att finna en lämplig ersättningsnivå, tror vi leder till att marknaden anser incitamentsmotivet vara för svagt, vilket skulle kunna vara en förklarande faktor bakom marknadsreaktionen i vår undersökning. Den positiva marknadsreaktionen i de internationella studierna kring optionsprogram tror vi kan bero på att incitamenteffekten internationellt sett är högre, då en större del av företagsledningens lön baseras på optionsprogram³².

²⁷ I undersökningarna har ett fönster på +20 dagar använts, samt vissa orena event inkluderats, varför vi anser att det finns risk för att andra faktorer än införandet av optionsprogram har påverkat marknadsreaktionen

²⁸ Se kapitel 4.2 Grundtyper av optionsprogram

²⁹ Se kapitel 4. Optioner och optionsprogram

³⁰ Se kapitel 1.2 Problemdiskussion

³¹ Se kapitel 5.2 Principal-agentteorin

³² Se kapitel 5.4.1 Internationella studier

Höga kostnader

Vissa optionsprogram leder till en utspädning av aktiekapitalet, med konsekvensen att befintliga aktieägares värde minskas, medan andra optionsprogram påverkar företagets resultat negativ³³. Således kan ett optionsprogram innebära kostnader för befintliga aktieägare. Vi tror att den negativa marknadsreaktionen i vår undersökning även kan bero på att kostnaderna förknippade med optionsprogrammen i vissa fall bedöms av marknaden vara högre än den nytta programmen tillför.

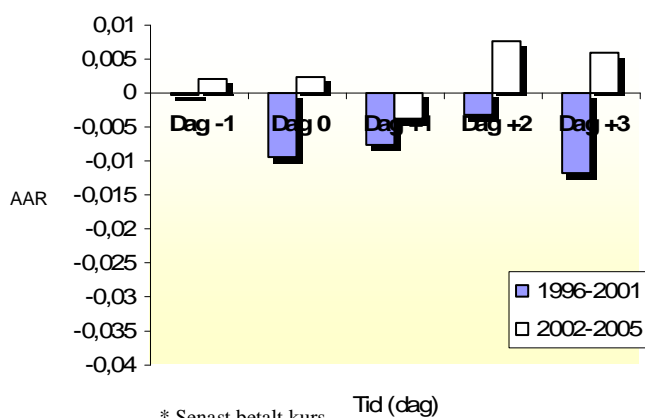
6.2 Subgrupper

Då vi vill undersöka huruvida aktiemarknadens reaktion skiljer sig avseende olika tidsperioder, branscher, notering på A- respektive O-listan samt vilken typ av option som ingår i optionsprogrammet har vi delat in pressreaserna i olika subgrupper. De olika subgrupperna som undersökts är listnotering, årsfördelning, branschfördelning samt optionstyp³⁴.

6.2.1 Årsfördelning

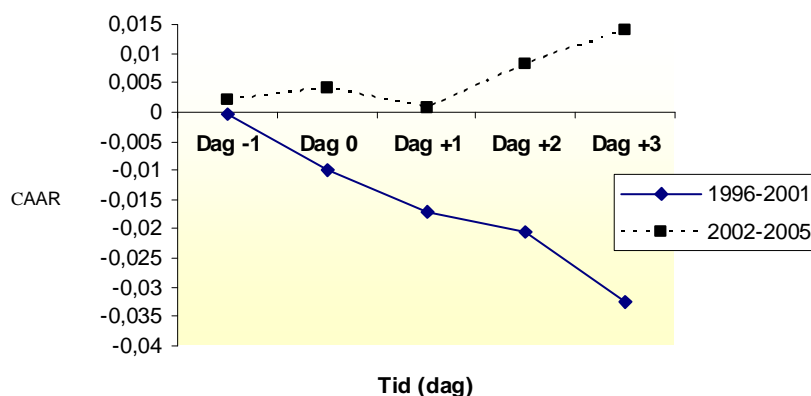
Antalet optionsprogram till företagsledningen hade sin topp år 2001³⁵ och har sen dess successivt minskat. Då vi vill se om det föreligger någon skillnad i marknadsreaktionen mellan de år då antalet optionsprogram ökade (1996-2001) jämfört med åren då de minskade (2002-2005) delas pressreaserna in i två grupper. I gruppen som utgörs av pressreaser under åren 1996-2001 ingår 23 pressreaser, och i gruppen med pressreaser under åren 2002-2005 ingår 15 stycken. Som tidigare nämnts är vår urvalsgrupp underrepresenterad under år 2000 och 2001.

Diagram 6.3 AAR – Årsfördelning*



* Senast betalt kurs

Diagram 6.4 CAAR – Årsfördelning*³⁶



* Senast betalt kurs

³³ Se kapitel 4.2 Grundtyper av optionsprogram

³⁴ För sammanställning av subgrupper se Bilaga 2

³⁵ Se diagram 3.2

³⁶ Skala sträcker sig från -0,04 till 0,015 till skillnad från övriga diagram, där skalan sträcker sig från -0,04 till 0,01

Under åren 1996-2001, den period då införande av optionsprogram var som vanligast, reagerade marknaden negativt under samtliga dagar i eventfönstret. Både dag 0 och dag +3 uppvisar signifikanta resultat, och den ackumulerade underavkastningen för perioden uppgår till totalt -3,2 %. Reaktionen var den motsatta under åren 2002-2005, då marknaden istället reagerade positivt samtliga dagar med undantag av dag +1. Den ackumulerade överavkastningen under eventfönstret uppgår till 1,4 %, dock är det endast dag +3 som uppvisar ett signifikant resultat. Ifall undersökningsgruppen justeras, för den underrepresentation som föreligger år 2000 och 2001, skulle troligtvis en kraftigare negativ reaktion uppvisas.

Att marknaden reagerar avsevärt mer positivt på tillkännagivande av optionsprogram till företagsledningen under åren 2002-2005 jämfört med åren 1996-2001 finner vi, med bakgrund av främst den växande kritiken kring optionsprogram de senaste åren samt dess popularitet under åren 1996-2001, anmärkningsvärt. Vi hade förväntat oss en negativ marknadsreaktion under åren 2002-2005 samt en positiv reaktion under tidsperioden 1996-2001. En förklaring till reaktionen kan dock vara att marknaden förväntade sig en annan typ av optionsprogram, eller utformning av dem, än de som infördes. Således kan optionsprogram till företagsledningen, trots den negativa reaktionen, ha ansetts som något positivt under åren 1996-2001, men bero på att de införda programmen inte uppfyllde förväntningarna. På samma sätt kan förväntningarna ha varit låga för de optionsprogrammen som infördes under 2002-2005, varvid marknaden reagerade positivt.

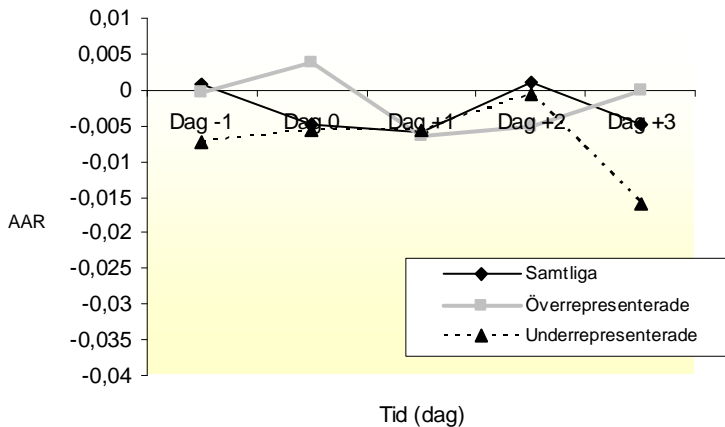
6.2.2 Branschfördelning

För att kunna analysera huruvida branschtillhörighet har haft någon påverkan på resultatet har vi grupperat pressreleaserna med hjälp av Affärsvärldens nya branschindelning: Råvaror, Industri, Konsumentvaror, Hälsovård, Finans, IT, Telekommunikation, Media & Underhåll samt Tjänster. Som tidigare nämnts är vår urvalsgrupp kraftigt överrepresenterad inom industribranschen samt underrepresenterad inom IT- samt finansbranschen³⁷. För att kunna dra slutsatser om hur över- respektive underrepresentationen har påverkat resultatet, delas pressreleaserna in i tre olika grupper: "Underrepresenterade", "Överrepresenterade" och "Samtliga". Gruppen "Underrepresenterade" består av 3 pressreleaser avseende IT-företag samt 3 pressreleaser gällande finansföretag. Gruppen "Överrepresenterade" består av 17 pressreleaser avseende industriföretag medan gruppen "Samtliga" består av undersökningens samtliga 38 pressreleaser³⁸.

³⁷ Se diagram 3.3

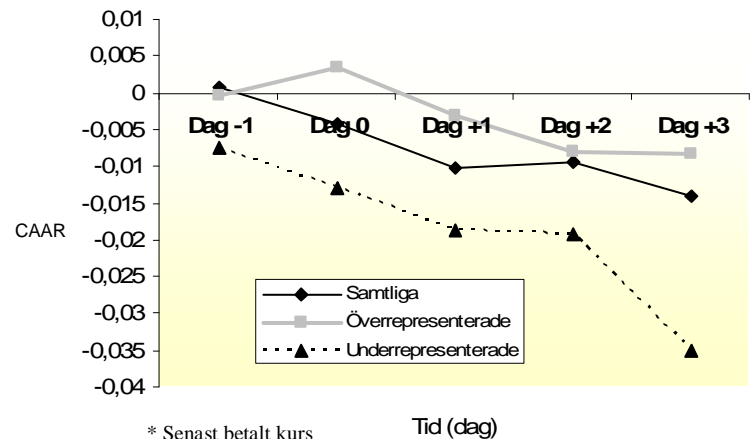
³⁸ Se Bilaga 1

Diagram 6.5 AAR – Branschfördelning*



* Senast betalt kurs

Diagram 6.6 CAAR – Branschfördelning*



* Senast betalt kurs

Som framgår av diagram 6.5 och 6.6 så har gruppen som utgörs av ”Underrepresenterade” en kraftigare negativ underavkastning för främst dag -1 och dag +3 än de två andra grupperna. Varken gruppen under- eller överrepresenterade uppvisar dock något signifikant resultat. Vi tror att en mer representativ urvalsgrupp, som uppnås genom att andelen pressrelease i gruppen ”Överrepresenterade” minskas och andelen ”Underrepresenterade” ökas, skulle resultera i en kraftigare underavkastning.

Som tidigare nämnts uppvisar gruppen ”Underrepresenterade” det vill säga IT- och finansföretag, kraftigast negativ underavkastning. Värt att nämna är att samtliga optionsprogram i gruppen ”Underrepresenterade” tillkännagavs under perioden 1996-2001, som kännetecknas av en negativ marknadsreaktion³⁹. Den negativa marknadsreaktionen kan bero på att marknaden, i och med de fallande aktiekurserna i samband IT-kraschen, inte längre ansåg att optionsprogrammen i IT-företagen⁴⁰ var ett effektivt rekryteringsredskap.

6.2.3 Listnotering

Pressreleaserna delas här in i två grupper, baserade på respektive företags listnotering vid tidpunkten för pressreleasen. I grupp ”A-listan” ingår 22 pressreleaser och i grupp ”O-listan” 16 stycken. Anledningen till indelningen är att vi vill se om det går att finna någon skillnad i marknadsreaktion mellan företag med hög omsättning, A-listan, och företag med i genomsnitt lägre omsättning, O-listan. Som tidigare nämnts är undersökningsgruppen överrepresenterad på A-listan samt underrepresenterad på O-listan⁴¹.

³⁹ Se kapitel 6.2.1 Årsfördelning

⁴⁰ Optionsprogrammen utgjorde under slutet av 90-talet en stor del av den totala kompensationen i IT-företag (Edvardsson, 2002, s 34)

⁴¹ Se diagram 3.4

Diagram 6.7 AAR – Listnotering*

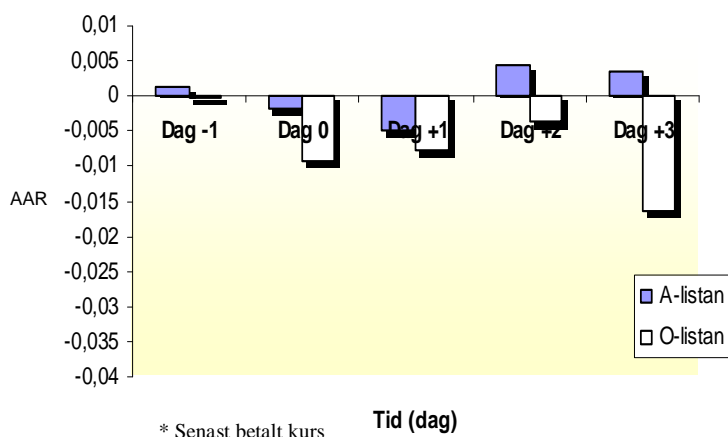
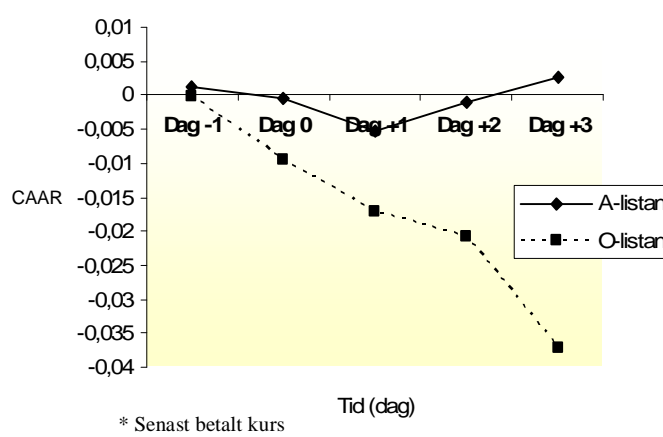


Diagram 6.8 CAAR – Listnotering*



Som framgår av diagram 6.7 och 6.8 skiljer sig reaktionen relativt kraftigt åt mellan de båda grupperna. Skillnaden i den totala ackumulerade genomsnittliga avkastningen mellan de två grupperna är nästan 4 %. Under samtliga dagar i eventfönstret reagerar marknaden negativt när företag på O-listan inför optionsprogram, med den kraftigaste underavkastningen så sent som dag +3. När företag registrerade på A-listan inför optionsprogram reagerar dock marknaden positivt under tre av dagarna i eventfönstret. Såväl dag 0 som dag +3 uppvisar signifikanta resultat för O-listan, medan endast dag +3 är signifikant för A-listan. Ifall undersökningsgruppen justeras skulle troligtvis en kraftigare negativ reaktion uppvisas.

Diagram 6.7 visar att det sker en viss fördröjning i marknadsreaktionen vid tillkännagivande om optionsprogram till företagsledningen i företag noterade på såväl A- som O-listan. Reaktionen är dock mer fördröjd, och kraftigare, för företag på O-listan. Skillnaden i reaktion tror vi kan förklaras av att företag registrerade på O-listan i regel har lägre omsättning än företag registrerade på A-listan, varvid ett införande av optionsprogram troligen påverkar resultatet kraftigare för företag på O-listan.

6.2.4 Optionstyp

I subgruppen Optionstyp har pressreleaserna delats in utefter vilken typ av option som ingått i optionsprogrammen. Den ena gruppen består av optionsprogram som består av köpoptioner, vilka uppgår till 19 stycken. Då antalet optionsprogram som består av teckningsoptioner, syntetiska optioner samt konvertibler är relativt litet, har dessa placerats i gruppen "Övriga". I gruppen ingår även de pressreleaser där optionerna benämns som personaloptioner, då det inte framgår vilken typ av option detta gäller. Totalt uppgår även gruppen "Övriga" till 19 stycken.

Diagram 6.9 AAR – Optionstyp*

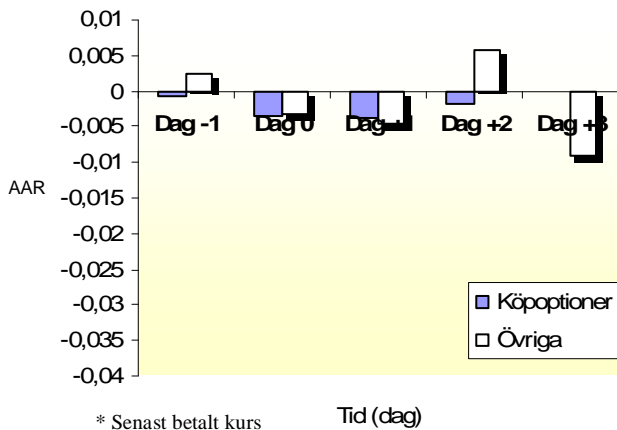
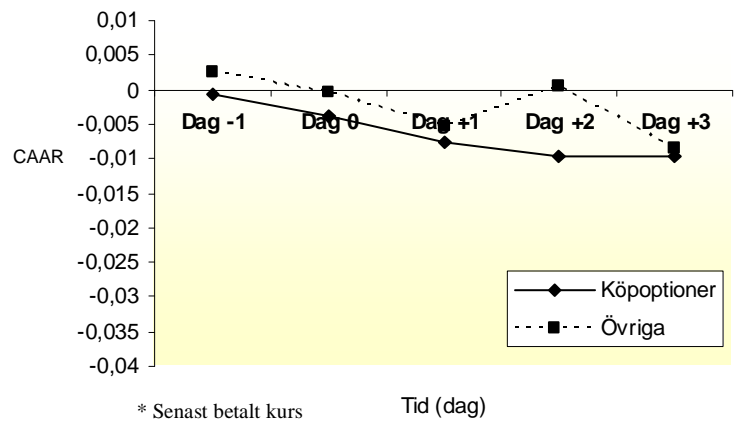


Diagram 6.10 CAAR – Optionstyp*



Som framgår av diagram 6.9 samt 6.10 uppfattas såväl köoptioner som övriga optionstyper negativt av marknaden, bortsett från dag -1 och dag +2 där det uppstår en positiv överavkastning för gruppen ”övriga”. Över lag har dock de två grupperna en likartad negativ utveckling, vilket vi anser tyder på att marknaden inte uppfattar köoptioner som mer positivt eller negativt än övriga optionstyper. Det är dock svårt att veta hur pass stor roll denna faktor spelar i vår undersökning, då det i den första pressreleasen endast funnits ett fåtal optionsprogram som uppgetts vara baserat på teckningsoptioner, syntetiska optioner eller konvertibler, varvid analys av grupperna ej kunnat genomföras. Dock är det tänkbart att faktorer som skiljer sig åt mellan olika optionstyper, såsom utspädningseffekt, resultatpåverkan, möjlighet till delägarskap samt reglering av beslutsfattande, påverkar marknadens reaktion⁴².

⁴² Se tabell 4.1

7 Slutsats

I kapitlet diskuteras de slutsatser som kan dras utifrån undersökningens resultat. Vidare ges förslag på fortsatt forskning inom området.

7.1 Diskussion och slutsats

Bakgrunden till uppsatsen är den debatt som har förts kring optionsprogram de senaste åren, samt bristen på aktuell svensk forskning inom området. Då det är oklart vilken reaktion införandet av optionsprogram till företagsledningen leder till är syftet med uppsatsen att undersöka aktiemarknadens reaktion vid tillkännagivande av optionsprogram till företagsledningen i noterade bolag på Stockholmsbörsen. Vidare syftar uppsatsen till att undersöka om marknadens reaktion skiljer sig åt mellan olika tidsperioder, branscher, företag noterade på A- respektive O-listan samt mellan optionsprogram där olika typer av optioner används.

- Vi har, liksom två av de tre tidigare svenska studierna inom området, funnit att aktiemarknaden i genomsnitt uppfattar tillkännagivandet av optionsprogram till företagsledningen som negativt. Dag +1 uppvisar ett statistiskt signifikant resultat, varvid undersökningens nollhypotes kan förkastas denna dag. Vi anser att den negativa publiciteten, det svaga incitamentet samt de höga kostnaderna förknippade med optionsprogrammen är möjliga bakomliggande orsaker till den negativa reaktionen.
- Marknadsreaktionen skilde sig kraftigt åt avseende vilken tidsperiod som optionsprogrammet till företagsledningen tillkännagavs. 1996-2001 reagerade aktiemarknaden i genomsnitt negativt, i motsatts till 2002-2005 då reaktionen var positiv. Skillnaden i reaktion tror vi kan förklaras av de förväntningar som marknaden hade under respektive tidsperiod. Då våran undersökningsgrupp är underrepresenterad under den tidsperiod som marknaden reagerade negativt skulle troligtvis en justering av undersökningsgruppen leda till en kraftigare negativ reaktion.
- Vår analys av hur marknadsreaktionen skiljer åt avseende branschtillhörighet visade att marknadsreaktionen var negativ vid tillkännagivandet av optionsprogram till företagsledningen i såväl IT- och finansföretag som industriföretag. IT- och finansföretag uppvisade dock en kraftigare negativ reaktion. Då undersökningsgruppen är överrepresenterad avseende industriföretag tror vi att en justering av undersökningsgruppen skulle leda till en kraftigare negativ reaktion.
- Huruvida företagen var noterade på A- eller O-listan, vid tillkännagivandet av optionsprogrammet, visade sig ha stor betydelse för marknadens reaktion. Marknaden reagerade positivt när optionsprogrammen avsåg företag noterade på A-listan och negativt när det avsåg företag på O-listan. Skillnaden i reaktion tror vi kan förklaras av att företag med lägre omsättning, ofta noterade på O-listan, påverkas kraftigare av optionsprogram än företag med högre omsättning. Även en justering av undersökningsgruppen avseende listnotering tror vi skulle leda till en kraftigare negativ reaktion.

- Typ av option i optionsprogrammen visade sig i undersökningen vara av mindre betydelse för marknadens reaktion. Såväl köpoptioner som övriga optionstyper ledde till en negativ marknadsreaktion. Dock bör detta resultat tolkas med försiktighet då separat analys av teckningsoptioner, syntetiska optioner samt konvertibler ej kunde ske.

Sammanfattningsvis anser vi att optionsprogram till företagsledningen leder till en negativ marknadsreaktion, vilken vi tror skulle bli ännu kraftigare ifall en justering av undersökningsgruppen, i syfte att öka dess representativitet, genomförs. Vi tror även att en sådan justering kan leda till att fler dagar i eventfönstret uppvisar signifikant underavkastning. Vi anser vidare att såväl tidsperiod, branschtillhörighet, listnotering som typ av optionsprogram påverkar marknadens reaktion.

7.2. Förslag på fortsatt forskning

Vi anser att det vore av intresse att undersöka vilken långsiktig effekt införandet av optionsprogram till företagsledningen har på aktieägarvärdet. Det skulle även vara intressant att studera aktiemarknadens förväntningar avseende införandet av optionsprogram till företagsledningen, för att på det sättet se hur förväntningarna påverkar marknadsreaktionen.

Vidare skulle det vara intressant att göra en jämförande studie mellan optionsprogram riktade till samtliga anställda och optionsprogram riktade till företagsledningen. Genom en sådan studie skulle det vara möjligt att få reda på ifall den negativa marknadsreaktionen beror på införande av optionsprogram i allmänhet eller på införande av optionsprogram till företagsledningen i synnerhet.

Att studera hur stor påverkan utspädningseffekten har på marknadsreaktion under vår undersökningsperiod skulle även vara av intresse. Då vi i vår undersökning endast har använt oss utav affärsvärldens generalindex anser vi även att det vore intressant att studera hur resultatet påverkas ifall branschindex används istället.

8. Referenslista

Böcker

Andersen, I. (1998). Den Uppenbara Verkligheten – Valet av Samhällsvetenskaplig Metod. Lund: Studentlitteratur

Andersson, L. & Bratteberg, J. (2000). Incitamentprogram – Belöningsformer för Anställda-Vinstutdelning, Optioner, Försäkringar mm. Uddevalla: Media Print

Arnold, G. (2002). Corporate Financial Management. Edinburgh: Pearson Education

Bryman, A. & Bell, E. (2003). Business Research Methods. New York: Oxford University Press Inc.

Campbell, J.Y., Lo, A.W. & MacKinlay, C.A. (1997). The Econometrics of Financial Markets. New Jersey: Princeton University Press

Chandler, A.D. & Daems, H. (1980). Managerial Hierarchies – Comparative Perspectives on the Rise of the Modern Industrial Enterprise. London: Harvard University Press

Dahmström, K. (2000). Från Datainsamling till Rapport – Att Göra en Statistisk Undersökning. Lund: Studentlitteratur

Denscombe, M. (2000). Forskningshandboken – för Småskaliga Forskningsprojekt inom Samhällsvetenskaperna. Lund: Studentlitteratur

Edvardsson, L. (2002). Skatteregler för Incitamentsprogram. Stockholm: Norstedts Juridik

Elton, E.J. & Gruber, M.J. (1995). Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Fama, E.F. (1976). Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices. New York: Basic Books Inc

Fristedt, D., Sundin, A. & Sundqvist, S-I. (2003). Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag. Halmstad: SIS Ägarservice AB

Fristedt, D. & Sundqvist, S-I. (2004). Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag. Halmstad: SIS Ägarservice AB

Fristedt, D. & Sundqvist, S-I. (2005). Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag. Halmstad: SIS Ägarservice AB

Hörnberg, J. & Rapp, M. (2002). Aktierelaterad Incitamentsprogram – Interaktion mellan Bolag, Marknad & God Sed. Stockholm: Jure AB

Kim, K.A. & Nofsinger, J.R. (2004). Corporate Governance – International Edition. New Jersey: Pearson Education

- Moore, D.S. (2000). *The Basic Practice of Statistic*. New York: W.H. Freeman and Company
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J.F. (2002). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill
- Sundin, A. & Sundqvist, S-I. (1996). *Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag*. Stockholm: DN Ägarservice AB
- Sundin, A. & Sundqvist, S-I. (1997). *Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag*. Stockholm: DN Ägarservice AB
- Sundin, A. & Sundqvist, S-I. (1998). *Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag*. Stockholm: DN Ägarservice AB
- Sundin, A. & Sundqvist, S-I. (1999). *Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag*. Stockholm: DN Ägarservice AB
- Sundin, A. & Sundqvist, S-I. (2000). *Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag*. Stockholm: Ägarservice
- Sundin, A. & Sundqvist, S-I. (2001). *Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag*. Stockholm: SIS Ägarservice AB
- Sundin, A. & Sundqvist, S-I. (2002). *Ägarna & Makten i Sveriges Börsföretag*. Halmstad: SIS Ägarservice AB
- Thurén, T. (2002). *Vetenskapsteori för Nybörjare*. Stockholm: Liber AB
- Van Horne, J.C. (1986). *Financial Management and Policy*. London: Prentice-Hall International

Internet

- www.di.se
www.huginonline.se
www.nationalencyklopedin.se
www.omxgroup.com/stockholmsborsen
www.waymaker.se

Dagstidningar & veckopress

- Almgren, J. (2005). Stramare bonuskrav applåderas av ägare. I: *Svenska Dagbladet*, 3 mars
- Almgren, J. & Sundén, M. (2004). Atlas Copco tvingas backa om optioner. I: *Svenska Dagbladet*, 28 april
- Dagens Nyheter Ekonomi. (2004-07-04). "Antalet nya bonusprogram halverat"
- Forsgårdh, L-E. (2003). Nej till optionsprogram till företagsledningen. I: *Aktiespararnas ägarstyrningspolicy*, 5 dec

Lidén, M. & Arnell, G. (2005). Viktigt ge optioner rätt villkor. I: *Dagens Industri*, 16 mar

Ljunggren, G. (2002). Resultatlösa optionsprogram. I: *Dagens Industri*, 16 apr

Rönnbäck, J. (2005). Storägarna ställer inte upp på AMF:s protest. I: *Dagens Industri*, 7 maj

Svenska Dagbladet. (2004-01-28). "Få bolag beredda att ändra bonusprogram"

Waymaker. (2005-02-28). "Folksam presenterar checklista för belöningsprogram"

Muntliga källor

Telefonintervju, Stridh, J. (2005-04-19). Chef Trading Surveillance. Stockholms Fondbörs

Uppsatser

Chrintz-Gath, J., Kärrsten, M. & Svensson, G. (1998). Optionsprogram till Företagsledning. C-uppsats, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Commes, K. & Lundmark, E. (2003). Optionsprogram som Belöningsystem – en Kvalitativ Studie av Två Företag. C-uppsats, Luleå Tekniska Universitet

Elmlund, L. & Nilsson, J. (2000). Shareholder Reactions to the Introduction of Stock-Option Programs in Swedish Companies. D-uppsats, Göteborgs Universitet

Enqvist, J. & Lindqvist, T. (1998). Optionsprogram till Ledande Befattningshavare – Hur Reagerar Marknaden och Hur Påverkas Aktieägarna. C-D-uppsats, Högskolan i Karlstad

Gindin, D., Hägglund, M., Gynnerstedt, M. & Wiberg, P. (2000). Optionsprogram som Styrinstrument i Kunskapsföretag – Fallstudie på CellaVision. C-uppsats, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Hansson, E. (2001). Optionsprogram för Anställda – en Studie av Svenska Börsföretag. Licentiatavhandling, Linköping Universitet

Jönsson, A., Andersson, M. & Glifberg, N. (2003). Optioners roll som incitament – en fallstudie av optionsinnehavares inställning till optionsprogram mot bakgrund av de senaste årens börsnedgång och kritik i media. C-uppsats, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Kaverzneva, I. & Kindborg, L. (2005). Öppenhet vid redovisning av optionsprogram hos ägarstarka och "herrelösa" företag. C-uppsats, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Lentonsson, A., Ljunggren, K. & Holmgren, P. (2005). Ägarkoncentration – en faktor för optionsprogram till företagsledningen. C-uppsats, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Tiller, F., Marin, J. & Tideström, P. (1999). Svenska optionsprogram ur ett belöningssteoretiskt perspektiv – en introduktion till marknadsjusterade optioner. D-uppsats, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Artiklar

Agrawal, A. & Mandelker, G.N. (1987). Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal of Finance*, 42(4), 823-837

Barnea, A., Haugen, R.A. & Senbet, L.W. (1980). A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework. *The Journal of Finance*, 35(5), 1223-1234

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “the Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270

Brickley, J., Bhagat, S. & Lease, R. (1985). The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 115-129

Brown, S.J. & Warner, J.B. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-32

DeFusco, R.A., Johnson, R.R. & Zorn, T.S. (1990). The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. *The Journal of Finance*, 45(2), 617-627

Ding, D.K. & Sun, Q. (2001). Causes and Effects of Employee Stock Option Plans: Evidence from Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 563-599

Eisenhardt, M.K. (1989). Agency Theory: An assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74

Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417

Fama, E.F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307

Fama, E.F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, XLVI(5), 1575-1617

Haugen, R.A. & Senbet, L.W. (1981). Resolving the Agency Problems of External Capital through Options. *The Journal of Finance*, 36(3), 629-647

Hager, E. (2003). Do Employee Stock Option Grant Announcements Affect Shareholder Value? *The Journal of Employee Ownership Law and Finance*, 15(3), 15-42

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

MacKinlay, C.A. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39

Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40

Sesil, J.C., Kroumova, M.K., Blasi, J.R. & Kruse, D.L. (2002). Broad-based Employee Stock Options in US “New Economy” Firms. *British Journal of Industrial Relations*, 40(2), 273-294

Yermack, D. (1995). Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? *Journal of Financial Economics*, 39, 237-269

Wells, W.H. (2004). A Beginner’s Guide To Event Studies. *Journal of Insurance Regulations*, 22(4), 61-70

BILAGA 1. Företagsdata för eventstudien

Tabell B1.1 Företagsdata för eventstudien

Företag	Lista	Datum	Typ av option	Bransch
Assi Domän	A	1999-10-29	Köptioner	Råvaror
Atlas Copco A	A	2004-03-17	Personaloptioner	Industri
Beijer & Alma B	O	2000-04-06	Köptioner	Industri
Biacore	O	1999-07-26	Optionsprogram	Hälsovård
Bong Ljungdahl	O	2005-04-05	Incitamentsprogram	Industri
Cardo	A	1998-09-18	Köptioner	Industri
Castellum	O	1999-06-10	Optionsprogram	Finans
Finnveden B	A	2002-04-26	Köptioner	Industri
Finnveden B	A	2002-09-06	Köptioner	Industri
Gambro A	A	2003-03-10	Personaloptioner	Hälsovård
Gambro B	A	2002-03-07	Personaloptioner	Hälsovård
Getinge B	A	2000-01-24	Optionsprogram	Hälsovård
HL-Display B	O	2001-10-18	Teckningsoptioner	Industri
Holmen B	A	2002-09-10	Köptioner	Råvaror
Hufvudstaden A	A	2000-12-19	Köptioner	Finans
Intentia B	O	2000-03-30	Teckningsoptioner	IT
KMT	O	2003-03-14	Köptioner	Industri
NCC B	O	2002-09-18	Köptioner	Industri
Nobia	O	2003-03-20	Optionsprogram	Konsumentvaror
Nocom B	O	2001-10-01	Köptioner	IT
Nolato B	O	2000-10-04	Personaloptioner	Telekommunikation
Perbio Science	O	2002-06-11	Personaloptioner	Hälsovård
Perstorp B	A	1999-10-25	Köptioner	Industri
Poolia B	O	2001-04-18	Personaloptioner	Tjänster
RKS B	O	2000-02-23	Köptioner	IT
Scandic Hotels	A	1998-11-26	Köptioner	Tjänster
SEB A	A	1998-03-12	Köptioner	Finans
Skanska B	A	2005-03-24	Aktieincitamentsprogram	Industri
SKF B	A	2000-02-01	Köptioner	Industri
SKF B	A	2002-02-04	Personaloptioner	Industri
SSAB A	A	1999-05-28	Köptioner	Råvaror
SSAB A	A	2000-05-26	Köptioner	Råvaror
Sweco B	O	2000-03-23	Köptioner	Industri
Sweco B	O	2001-03-14	Optionsprogram	Industri
Swedish Match	A	1998-04-07	Köptioner	Konsumentvaror
Ticket	A	2003-06-18	Syntetiska optioner	Tjänster
Volvo B	A	2000-01-12	Personaloptioner	Industri
Volvo B	A	2002-04-05	Personaloptioner	Industri

BILAGA 2 - Sammanställning av P-värde, AAR samt CAAR

Tabell B2.1 Sammanställning Samtliga Pressreleaser

Sälj	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,755	0,00119	0,00119
0	0,409	-0,00275	-0,00156
1	0,082**	-0,00500	-0,00656
2	0,683	-0,00174	-0,00831
3	0,516	-0,00282	-0,01112

Köp	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,941	0,00026	0,00026
0	0,681	-0,00138	-0,00112
1	0,034*	-0,00742	-0,00854
2	0,610	-0,00226	-0,01079
3	0,374	-0,00303	-0,01383

Senast	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,849	0,00065	0,00065
0	0,137	-0,00490	-0,00425
1	0,057**	-0,00601	-0,01026
2	0,823	0,00097	-0,00929
3	0,168	-0,00479	-0,01408

* Signifikant vid 95 %

** Signifikant vid 90 %

Tabell B2.2 Sammanställning År 1996-2001

Sälj	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,669	-0,00225	-0,00225
0	0,556	-0,00292	-0,00517
1	0,172	-0,00428	-0,00945
2	0,096**	-0,00922	-0,01867
3	0,195	-0,00745	-0,02612

Köp	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,759	-0,00148	-0,00148
0	0,556	-0,00279	-0,00427
1	0,034*	-0,00645	-0,01072
2	0,048*	-0,01086	-0,02158
3	0,150	-0,00682	-0,02840

Senast	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,962	-0,00021	-0,00021
0	0,04*	-0,00955	-0,00977
1	0,026	-0,00751	-0,01728
2	0,563	-0,00337	-0,02065
3	0,022*	-0,01177	-0,03241

* Signifikant vid 95 %

** Signifikant vid 90 %

Tabell B2.3 Sammanställning År 2002-2005

Sälj	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,246	0,00648	0,00648
0	0,535	-0,00249	0,00398
1	0,284	-0,00611	-0,00213
2	0,132	0,00971	0,00758
3	0,521	0,00429	0,01188

Köp	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,588	0,00293	0,00293
0	0,870	0,00077	0,00371
1	0,252	-0,00891	-0,00520
2	0,119	0,01095	0,00574
3	0,563	0,00276	0,00851

Senast	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,718	0,00198	0,00198
0	0,604	0,00223	0,00421
1	0,558	-0,00371	0,00049
2	0,249	0,00763	0,00813
3	0,065**	0,00591	0,01403

* Signifikant vid 95 %

** Signifikant vid 90 %

Tabell B2.4 Sammanställning Överrepresenterade

Sälj	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,244	0,00624	0,00624
0	0,384	0,00366	0,00990
1	0,046*	-0,00747	0,00243
2	0,171	-0,00678	-0,00435
3	0,778	0,00193	-0,00242

Köp	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,456	0,00336	0,00336
0	0,251	0,00518	0,00855
1	0,065**	-0,01136	-0,00282
2	0,278	-0,00575	-0,00857
3	0,486	0,00291	-0,00566

Senast	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,941	-0,00026	-0,00026
0	0,284	0,00373	0,00347
1	0,141	-0,00651	-0,00304
2	0,343	-0,00501	-0,00805
3	0,967	-0,00015	-0,00820

* Signifikant vid 95 %
 ** Signifikant vid 90 %

Tabell B2.5 Sammanställning Underrepresenterade

Sälj	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,497	-0,00934	-0,00934
0	0,573	-0,00406	-0,01341
1	0,930	-0,00062	-0,01402
2	0,470	-0,00836	-0,02238
3	0,335	-0,01037	-0,03275

Köp	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,591	-0,00679	-0,00679
0	0,869	-0,00094	-0,00773
1	0,513	-0,00317	-0,01089
2	0,325	-0,00942	-0,02031
3	0,229	-0,01224	-0,03255

Senast	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,611	-0,00737	-0,00737
0	0,462	-0,00561	-0,01298
1	0,510	-0,00559	-0,01857
2	0,967	-0,00054	-0,01912
3	0,188	-0,01592	-0,03504

* Signifikant vid 95 %
 ** Signifikant vid 90 %

Tabell B2.6 Sammanställning A-listan

Sälj	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,630	0,00165	0,00165
0	0,783	-0,00122	0,00043
1	0,443	-0,00270	-0,00227
2	0,729	0,00174	-0,00054
3	0,089**	0,00604	0,00550

Köp	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,791	0,00092	0,00092
0	0,869	-0,00070	0,00023
1	0,181	-0,00467	-0,00444
2	0,397	0,00439	-0,00006
3	0,160	0,00394	0,00388

Senast	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,705	0,00133	0,00133
0	0,692	-0,00177	-0,00044
1	0,154	-0,00487	-0,00531
2	0,391	0,00436	-0,00095
3	0,252	0,00361	0,00266

* Signifikant vid 95 %
 ** Signifikant vid 90 %

Tabell B2.7 Sammanställning O-listan

Sälj	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,943	0,00057	0,00057
0	0,359	-0,00487	-0,00429
1	0,100**	-0,00817	-0,01246
2	0,396	-0,00653	-0,01899
3	0,091**	-0,01499	-0,03398

Köp	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,928	-0,00065	-0,00065
0	0,684	-0,00232	-0,00297
1	0,107	-0,01120	-0,01417
2	0,141	-0,01139	-0,02556
3	0,07**	-0,01262	-0,03818

Senast	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,968	-0,00028	-0,00028
0	0,066*	-0,00921	-0,00949
1	0,210	-0,00758	-0,01707
2	0,638	-0,00369	-0,02075
3	0,014*	-0,01634	-0,03709

* Signifikant vid 95 %
 ** Signifikant vid 90 %

Tabell B2.8 Sammanställning Köpoptioner

Sälj	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,492	0,00379	0,00379
0	0,231	-0,00584	-0,00205
1	0,156	-0,00561	-0,00767
2	0,488	-0,00438	-0,01205
3	0,798	0,00161	-0,01044

Köp	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,918	0,00046	0,00046
0	0,668	-0,00228	-0,00181
1	0,056**	-0,01078	-0,01260
2	0,505	-0,00427	-0,01687
3	0,345	0,00347	-0,01340

Senast	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,772	-0,00061	-0,00061
0	0,164	-0,00337	-0,00398
1	0,065**	-0,00365	-0,00763
2	0,578	-0,00188	-0,00951
3	0,904	-0,00025	-0,00976

* Signifikant vid 95 %
 ** Signifikant vid 90 %

Tabell B2.9 Sammanställning Övriga

Sälj	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,800	-0,00140	-0,00140
0	0,944	0,00033	-0,00107
1	0,311	-0,00439	-0,00546
2	0,882	0,00089	-0,00457
3	0,240	-0,00724	-0,01181

Köp	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,992	0,00006	0,00006
0	0,911	-0,00049	-0,00043
1	0,344	-0,00405	-0,00448
2	0,970	-0,00024	-0,00472
3	0,095**	-0,00953	-0,01426

Senast	P-värde	AAR	CAAR
-1	0,650	0,00253	0,00253
0	0,510	-0,00306	-0,00054
1	0,352	-0,00472	-0,00526
2	0,311	0,00571	0,00045
3	0,108	-0,00908	-0,00863

* Signifikant vid 95 %
 ** Signifikant vid 90 %