



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Kandidatuppsats

2004/2005

Ägarkoncentration - en faktor för optionsprogram till företagsledningen

Per Holmgren

Kim Ljunggren

Andreas Lentonsson

Handledare: Gunnar Wahlström

Sammanfattning

Uppsatsens titel: Ägarkoncentration - en faktor för optionsprogram till företagsledningen

Seminarium den 11 januari 2005

Ämne/kurs: FEK 582 Kandidatseminarium, 10 poäng (15 ECTS)

Författare: Per Holmgren, Kim Ljunggren och Andreas Lentonsson

Handledare: Gunnar Wahlström

Fem nyckelord: Optionsprogram, incitamentsprogram, herrelösa företag, ägarkoncentration och ledande befattningshavare.

Syfte: Syftet med uppsatsen är att ta reda på om herrelösa företag i större utsträckning har optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration.

Metod: En kvantitativ metod har använts. Utifrån en hypotes, grundad i teori på området, har en forskningsfråga formulerats. Forskningsfrågan har sedan besvarats genom sammanställning av data som samlats in genom dels en dokumentundersökning dels genom telefonintervjuer.

Slutsatser: Incitamentsprogram och optionsprogram är betydligt vanligare i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration. Skillnaden är tydligast avseende optionsprogram. Särskilt personaloptioner är betydligt vanligare i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration.¹ Skillnaderna är så stora att forskningsfrågan kan besvaras med ett klart ja. Det är betydligt vanligare med optionsprogram till företagsledningen i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration.

¹ Dock är optionsprogram som även omfattar personalen något mindre vanligt bland de 15 mest herrelösa företagen än i gruppen herrelösa företag som helhet (31 företag).

Abstract

Title: Concentration of ownership - a factor for option-plans for management executives

Seminar date: 11 January 2005

Course: FEK 582, Bachelor thesis in Business Administration, 10 Swedish credits (15 ECTS)

Authors: Per Holmgren, Kim Ljunggren and Andreas Lentonsson

Advisor: Gunnar Wahlström

Key words: options, incentives, management executives and concentration.

Purpose: The purpose of this thesis is to identify if concentration of ownership is a factor for option-plans to management executives.

Methodology: A quantitative method was used.

Theoretical perspectives: Literature on agency-theory has been used.

Empirical foundation: Document analysis and interviews have been conducted.

Conclusions: Incentive- and options programs are a lot more common in companies with low concentration of ownership than in companies with high concentration figures. The difference is clearest regarding options. Especially personnel-options are a lot more common in companies with low concentration figures. In companies with high concentration figures, a larger part of the incentives- and options programs are directed towards the staff, than in companies with high concentration figures². The differences are so large, that the research-question can be answered with a clear yes. Options directed to top-management are a lot more common in companies with low concentration of ownership.

² Option-plans including staff were slightly less common among the 15 companies with the lowest concentration figures compare to the whole group of 31 companies with the lowest concentration of ownership.

Innehållsförteckning

1	Problemformulering, syfte och forskningsfråga.....	6
1.1	Problemformulering	6
1.2	Syfte	8
1.3	Forskningsfråga.....	8
1.4	Fortsatt disposition	9
1.5	Sammanfattning	10
2	Metod	11
2.1	Perspektiv	11
2.2	Metodologiska överväganden	11
2.2.1	Deduktiv metod	11
2.2.2	Deskriptiv ansats	12
2.2.3	Kvantitativ ansats	13
2.2.4	Primär- och sekundärdata.....	13
2.3	Tillvägagångssätt.....	14
2.3.1	Dokumentundersökning	15
2.3.2	Urval av företag.....	16
2.3.3	Intervjuer	17
2.3.4	Hypotesformulering vid statistiska undersökningar.....	19
2.3.5	Källkritik	19
2.3.6	Validitet.....	20
2.3.7	Reliabilitet	20
2.3.8	Alternativa metodval	21
2.4	Sammanfattning	21
3	Litteraturgenomgång	22
3.1	Teorier	22
3.1.1	Agentteorin.....	23
3.2	Incitamentsprogram.....	29
3.2.1	Optionsprogram.....	30
3.3	Hur påverkar incitamentsprogramen företagets kapital?	31
3.4	Sammanfattning	32
4	Empiri.....	33
4.1	Analytiskt underlag avseende incitamentsprogram.....	33
4.1.1	Herrelösa företag och incitamentsprogram	34
4.1.2	De 15 mest herrelösa företagen och incitamentsprogram	34
4.1.3	Hög ägarkoncentration och incitamentsprogram	35
4.1.4	Fördelning av olika incitamentsprogram i herrelösa företag	35
4.1.5	Fördelning av incitamentsprogram i de 15 mest herrelösa företagen	36
4.1.6	Fördelning av olika incitamentsprogram i företag med hög ägarkoncentration 37	
4.1.7	Målgrupper för incitamentsprogrammen i herrelösa företag	38
4.1.8	Målgrupper för incitamentsprogram i de 15 mest herrelösa företagen	39
4.1.9	Målgrupper för incitamentsprogram i företag med hög ägarkoncentration	39
4.2	Sammanfattning för incitamentsprogram.....	40
4.3	Analytiskt underlag avseende optionsprogram	40
4.3.1	Herrelösa företag och optionsprogram	41
4.3.2	De 15 mest herrelösa företagen och optionsprogram.....	42
4.3.3	Hög ägarkoncentration och optionsprogram	42

4.3.4	Fördelning av optionsprogram i herrelösa företag	43
4.3.5	Fördelning av optionsprogram i de 15 mest herrelösa företagen	44
4.3.6	Fördelningen av optionsprogram i företag med hög ägarkoncentration	45
4.3.7	Målgrupper för optionsprogram i herrelösa företag	45
4.3.8	Målgrupper för optionsprogram i de 15 mest herrelösa företagen.....	46
4.3.9	Målgrupper för optionsprogram i företag med hög ägarkoncentration.....	46
4.4	Sammanfattning för optionsprogram	47
5	Slutdiskussion.....	48
5.1	Inledning.....	48
5.2	Forskningsfrågan besvaras	49
5.2.1	Incitamentsprogram.....	49
5.2.2	Optionsprogram, forskningsfrågan besvaras.....	51
5.2.3	Sammanfattande svar	53
5.3	Studiens teoretiska bidrag	53
5.4	Reflektion över studiens slutsatser.....	55
5.5	Förslag till fortsatt forskning.....	56
	Litteratur- och källförteckning	57

1 Problemformulering, syfte och forskningsfråga

I detta kapitel framförs argument för att studien tar fasta på ett intressant och relevant problem. Problemformuleringen reduceras till ett syfte och en forskningsfråga. Därefter presenteras uppsatsens disposition. Kapitlet avslutas med en sammanfattning inför kapitel 2.

1.1 Problemformulering

Så sent som på 1840-talet fanns det inga anställda mellanchefer i USA och mycket få i Europa. Nästan alla toppchefer var själva ägare, antingen som partners eller som stora aktieägare i de företag de styrde. De första moderna företagen i USA, de stora järnvägs- och telgrafföretagen uppstod på 1850-talet. I och med att företagen växte ökade också antalet anställda chefer och cheferna blev mer specialiserade. Chefsrollen professionaliserades. De anställda chefernas specialisering och kunskapsövertag innebar att de snart kontrollerade de företag som anställt dem.³ Berle & Means studier från senare delen av 1920-talet och Galbraiths forskning från efterkrigstidens USA påvisar en förskjutning av makten i publika företag från ägarna över styrelsen till företagsledningen. I Sverige skedde motsvarande utveckling något senare än i USA.⁴

I och med utvecklingen av professionella företagsledningar uppkom ett övervakningsproblem för ägarna eftersom ledningen inte bar de fulla konsekvenserna för företagets värde och därmed styrdes av andra intressen än ägarna.

Ett sätt att minska övervakningsproblemet kan vara att införa aktierelaterade incitamentsprogram till företagsledningen. I USA förekom redan under 1940-talet att ledande befattningshavare erhöll optionsrättigheter som löneförmåner.⁵ I Sverige har incitamentsprogram blivit vanligt först under de senaste årtiondena. Konvertibla skuldebrev var det som

³ Managerial Hierarchies, red. Chandler & Deams 1980, s 11ff.

⁴ Från ägarmakt under ansvar till företagsledarmakt, Sven Olof Arelebäck 1995, s 375.

⁵ Aktierelaterade incitamentsprogram en civilrättslig studie, Mikael Borg 2003, s 11.

främst var aktuellt under 1970- och 1980-talen. Först under 1990-talet har olika former av optionsprogram blivit vanliga i Sverige.⁶

Optionsprogram till förmån för ledande befattningshavare i företag kan som andra ersättningsformer potentiellt leda till problem av flera slag, dessa problem beskrivs mer utförligt i teorikapitlet som kommer senare i denna uppsats.

Kritik mot optionsprogram har varit en del i den mer allmänna debatten om höga ersättningar till företagsledning. Skandia, som varit föremål för mycket debatt, tros t.ex. ha delat ut ersättningar i storleksordningen 4,5 miljarder kronor till delar av toppskiktet inom Skandia och dess dotterföretag.⁷ Ett annat företag som uppmärksammats mycket i media på grund av optionsprogram är MTG, Modern Times Group. 32 chefer inom koncernen har fått optioner till ett värde av 300 miljoner kronor. Själva utdelningen har skett genom ett gemensamt ägt företag, MTG Intressenter. Den totala insatsen i företaget var 5 miljoner kronor, den totala utdelningen blev 300 miljoner kronor. En lönsam affär för cheferna, men investerarna kände sig lurade.⁸

Förutom att höga ersättningar och optionsprogram ofta uppfattas som moraliskt stötande, kan de ifrågasättas av mer företagsekonomiska skäl (Närmare om detta i teorikapitlet). Företagsledare såsom PG Gyllenhammar har ifrågasatt systemet med optionsprogram, då han anser att det inte har någon positiv prestationseffekt på människor inom företagsledning.⁹

Ofta framhålls avsaknaden av starka ägare som en orsak till höga ersättningar och optionsprogram. Detta är förstås inte den enda anledningen till problemet. I Ericsson och ABB har t.ex. Wallenbergsfären ett stort inflytande. Trots detta har höga ersättningar betalats ut.¹⁰

Som en direkt följd av flera företagsskandaler som väckt stor uppmärksamhet har en förtroendekommission tillsatts. Initiativet till gruppen har tagits både från statligt håll och från

⁶ *ibid.*

⁷ Skandias USA-bonusar kan överstiga 1 miljard, Henrik Huldshiner, Dagens Industri, 2004-04-20

⁸ Guldkantat slut för Stenbecks chefer, Kristofer Steneberg, Dagens Industri, 2004-08-20

⁹ Svenskt dravel om etiska regler, Pehr G Gyllenhammar, Dagens Nyheter, 2003-12-30

¹⁰ *Ibid.*

näringslivet. Förtroendekommissionen har i sin tur en kodgrupp som skall utarbeta en kod för företagsstyrning. Liknande organisationer finns fler länder, framförallt i Europa.¹¹

Sven-Ivan Sundqvist har i "Ägarna och makten" i Sveriges börsföretag efterlyst en studie som visar om det är vanligare med optionsprogram i s.k. herrelösa företag än i andra företag.¹²

En hypotes utifrån bl.a. agentteori är att s.k. herrelösa företag, dvs. företag där ingen aktieägare har mer än 10 procent av rösterna eller 10 procent av kapitalet, i större utsträckning skulle ha optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration. Anledningen till detta skulle vara att företagsledningen i herrelösa företag har lättare att införa optionsprogram som gagnar dem. Problemet är alltså ytterst att ägarna i herrelösa företag kan få betala mer till företagsledningen än ägare till företag med hög ägarkoncentration.

Om ägarkoncentrationen är en faktor för förekomsten av optionsprogram till företagsledningen kan inte bedömas utifrån teori eller enstaka exempel. Vi vill med denna uppsats fastställa ifall ägarkoncentrationen är en betydelsefull faktor vad gäller förekomsten av optionsprogram.

1.2 Syfte

Syftet med denna uppsats är att ta reda på om herrelösa företag i större utsträckning har optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration.

1.3 Forskningsfråga

Har herrelösa företag i större utsträckning optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration?

¹¹ Svensk kod för företagsstyrning, Kodgruppen, Erik Åsbrink et al, 2004, s 2

¹² Ägarna och makten i Sveriges börsföretag, Sven-Ivan Sunnqvist mfl. 2004, s 42

1.4 Fortsatt disposition

2. Metod

I kapitel 2 redogörs för perspektiv, avgränsingar, metodval och metoder. Såväl angreppssätt som tillvägagångssätt beskrivs.

3. Litteraturgenomgång

I kapitel 3 beskrivs de teorier och modeller som ligger till grund för uppsatsen. Teorin består av modeller och teorier som publicerats i artiklar, avhandlingar och böcker inom området.

4. Empiri

I kapitel 4 redovisas den data som samlats in. Informationen kategoriseras samt redovisas i lämpliga diagram och modeller.

5. Slutdiskussion

I kapitel 5 kopplas empirin till problemformuleringen, syftet och forskningsfrågan och de teorier som redovisats i litteraturgenomgången. En tolkning av empirin görs. Slutsatser om huruvida hypotesen stämmer med undersökningsfynden eller inte redovisas. Vidare kommer en summering av resultatet att göras. Mot bakgrund av detta lämnas förslag till fortsatt forskning.

1.5 Sammanfattning

I detta inledande kapitel har en problemformulering, angående optionsprogram till företagsledningar, gjorts. Syftet med uppsatsen har presenterats. Syftet med denna uppsats är att ta reda på om herrelösa företag i större utsträckning har optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration. Vidare har en forskningsfråga formulerats: Har herrelösa företag i större utsträckning optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration? Avslutningsvis har uppsatsens disposition presenterats.

Närmast följer kapitel 2 som behandlar metodologiska överväganden i denna uppsats. I kapitlet anges avgränsningar, vilka metoder som tillämpats, samt varför metoderna är lämpliga.

2 Metod

I detta kapitel presenteras de metoder som valts för genomförandet av uppsatsen. Här redogörs för uppsatsens metoder samt ämnets metoder. Uppsatsens metoder är tillvägagångssättet som används för att ta oss från forskningsfråga till forskningsresultat, och ämnets metoder återspeglar hur problemet undersöks t ex med statistiska mätningar. Vidare anges vilka avgränsningar som gjorts samt relevanta metodologiska överväganden.

2.1 Perspektiv

Efter en ensam topp i början av 80-talet då hushållens innehav var 30 procent av det totala ägandet av aktier i noterade företag på svensk marknadsplats¹³ har hushållens investeringar dalat, med undantag för vissa svängningar under 90-talet, fram till slutet av år 2000. Därefter ser man en svag tendens av att hushållen sparar mer i aktier, med en ökning fram till studiens slut i juni 2004 med ca två procent. Tillsammans med denna ökning följer en efterfrågan på information rörande företagens kapitalrörelser samt kompensation till företagsledningen som behandlas i kapitel 3. Utgångspunkten för uppsatsen är således ett aktieägar- och investerarperspektiv.

2.2 Metodologiska överväganden

2.2.1 Deduktiv metod

En deduktiv metod kommer att användas i denna uppsats. Utifrån bl.a. agentteori finns en hypotes som säger att herrelösa företag i större utsträckning skulle ha optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration. Hypotesen kommer att testas mot data angående förekomsten av optionsprogram till företagsledningen i herrelösa företag respektive företag med hög ägarkoncentration för att se ifall hypotesen och teorin är riktig.

¹³ Aktieägarstatistik, Aktieäggande i företag noterade på svensk marknadsplats, Juni 2004, Sveriges Officiella Statistik, SCB FM 20 SM 0402

Eftersom undersökningen utgår från en teoretisk grundad hypotes (herrelösa företag har i större utsträckning optionsprogram än företag med hög ägarkoncentration) kan en induktiv metod inte användas eftersom utgångspunkten då bör vara mer förutsättningslös.¹⁴ Eftersom en kvantitativ ansats kommer att användas (beskrivs senare nedan), är valet av deduktiv metod relativt självklart. Informationen i denna uppsats har kategoriserats innan vi samlat in den.¹⁵ Redan på förhand står det klart vilka frågor som behöver ställas och vilken information som behövs. Frågorna som kommer att ställas är standardiserade och med givna svarsalternativ vilket tydligt förstärker det som skrivits ovan.

Deduktiv metod har kritiserats för att svaren som genereras utgör en tolkning av undersökningsobjekten, utifrån forskarens verklighetsuppfattning. För att minska risken av detta är det viktigt att undersökningsobjekten uppfattar frågorna som ställs som relevanta. Detta arbete löper dock ingen risk för någon sådan snedvridning.¹⁶ Frågorna i denna uppsats är klara, svåra att missuppfatta och relevanta samt ständigt aktuella och av allmänt intresse.

Ett annat problem med deduktiv metod är att viss intressant information kan förbises, då forskarna på förhand tror att de redan vet vilken information som är intressant.¹⁷ För den här uppsatsen bedöms denna problematik inte vara så framträdande. Undersökningens mål är klart och det krävs inte alltför många frågor för att uppsatsens syfte ska kunna uppnås.

2.2.2 Deskriptiv ansats

Syftet med denna uppsats är av det deskriptiva slaget. Målet är att se ifall det existerar några skillnader i förekomsten av optionsprogram hos herrelösa företag respektive företag med starka ägare. Om det, efter att studien genomförs, visar sig att hypotesen stämmer, kan nästa steg vara en normativ ansats, att undersöka vilken betydelse detta har och om det t.ex. behövs förändrade regler. En normativ ansats blir dock inte aktuell i denna uppsats då en avgränsning gjorts till att undersöka om hypotesen är riktig, dvs. om herrelösa företag i större utsträckning har optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration.¹⁸

¹⁴ Vad, hur och varför?, Dag Ingvar Jacobsen, Studentlitteratur, 2002, s 43

¹⁵ Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer, Ulf Lundahl & Per-Hugo Skärvad, 1999, s 94-100

¹⁶ Vad, hur och varför?, Dag Ingvar Jacobsen, Studentlitteratur, 2002, s 44-45

¹⁷ a.a. s 34-35

¹⁸ Metodboken - Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling, Conny Svenning, 1999, s 70

2.2.3 Kvantitativ ansats

Mot bakgrund av problem och syfte passar en kvantitativ ansats bäst. Den största delen av empirin i uppsatsen kommer att bestå av standardiserad data. Undersökningsområdet är dessutom relativt omfattande, med stora mängder av likartad data, vilket innebär att en kvantitativ metod är att föredra. Målsättning med undersökningen är att slutsatserna ska kunna generaliseras och användas i andra länder med god reliabilitet. Undersökningen har en tydlig början och ett tydligt slut vilket också talar för en kvantitativ metod. Undersökningen löper väldigt låg risk att påverkas av enskilda människors värderingar och åsikter, då den kvantitativa metoden erbjuder viss distans till undersökningsobjekten. För övrigt är dessa värderingar och åsikter relativt irrelevanta för studien, då det primära syftet inte är att finna varför en eventuell skillnad existerar, utan om den existerar eller inte. Det kan möjligen vara svaghet att denna metod anses som ytlig med litet djup, men metoden får dock ändå bedömas ha tillräckligt djup för att syftet med denna uppsats skall kunna uppnås.¹⁹

Uppsatsen har en klar problemställning vilket möjliggör god precision beträffande såväl urvalet av uppgifter som valet av frågor till undersökningsobjekten. När man skall mäta frekvensen av ett fenomen, i detta fall optionsprogram, är kvantitativ metod den mest passande.²⁰ Kvantitativa data kommer att vara grunden i arbetet.

2.2.4 Primär- och sekundärdata

Informationsinsamlingen kommer i första hand ske ifrån årsredovisningar, företagens hemsidor och annan publik information om företagen. Även artiklar och litteratur inom området kommer att användas. Denna information är sekundärdata, vilket innebär att den är skapad med annat syfte i åtanke än syftet för denna uppsats.²¹ Därmed måste vissa delar av datan undergå en kritisk granskning. Mycket av informationen är dessutom producerat av företagen själva, vilket innebär att det kan finnas bakomliggande motiv för att forma informationen på ett visst sätt som ger en något missvisande bild. Dock får sekundärdatan ses

¹⁹ Vad, hur och varför?, Dag Ingvar Jacobsen, Studentlitteratur, 2002, s 144-148

²⁰ a.a, s 149

²¹ Metodboken - Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling, Conny Svenning, 1999, s 143-149

som förhållandevis säker, beroende på att det finns lagstiftning som tvingar företagen att redovisa de uppgifter som är av intresse för arbetet.²²

Intervjuer med personer på de företag granskningen avser kommer att genomföras om det krävs för att inhämta ytterligare information om förekomsten av optionsprogram. Denna data klassificeras som primärdata.²³ Denna information som kommer att samlas in kan antas vara relativt fri från felaktigheter beroende på att den data som söks inte kräver frågor som ger utrymme för tolkningar och långa förklaringar.

2.3 Tillvägagångssätt

För att genomföra studien på bästa sätt har den utgått från ett frågeformulär,²⁴ som utformats för denna studie. Frågeformuläret har fungerat som en checklista vid granskning årsredovisningarna. Efter att ha granskat samtliga årsredovisningar har kompletterande upplysningar behövt samlas in. Kompletterande upplysningar har samlats in genom telefonintervjuer. Intervjuerna har varit korta och standardiserade. Samtliga respondenter har sådan ställning inom respektive företag, att de kunde antas ha tillgång till den information som söktes. Samma frågeformulär har använts som underlag under denna process. Anledningen till detta är att det ökar jämförbarheten och reliabiliteten hos insamlad data. Se Fig.1 för en grafisk presentation av tillvägagångssättet.

I nästa skede har informationen sammanställts och kategoriserats. Totalt har tre kategorier skapats; herrelösa företag, de 15 mest herrelösa företagen samt de företagen med hög ägar-koncentration. Samtliga svar som har framkommit i de företag som ansetts vara herrelösa har kopplats samman för att kunna se tendenser och mönster som skulle ligga till grund för slutsatser. Samma procedur har gjorts i de två återstående kategorierna. Inom de olika kategorierna har sedan en uppdelning skett, först har uppgifter avseende incitamentsprogram redovisats, sedan har uppgifter avseende optionsprogram redovisats. Anledningen till att detta är att en trattprincip tillämpats dvs. att en allmän bild om förekomsten av incitamentsprogram (som är ett vidare begrepp än optionsprogram, se kapitel 3) skapas, innan forskningsfrågan om förekomsten av optionsprogram behandlas.

²² Årsredovisningslagen, 5 Kap § 19

²³ Vad, hur och varför?, Dag Ingvar Jacobsen, Studentlitteratur, 2002, s 152-153

²⁴ Se appendix.

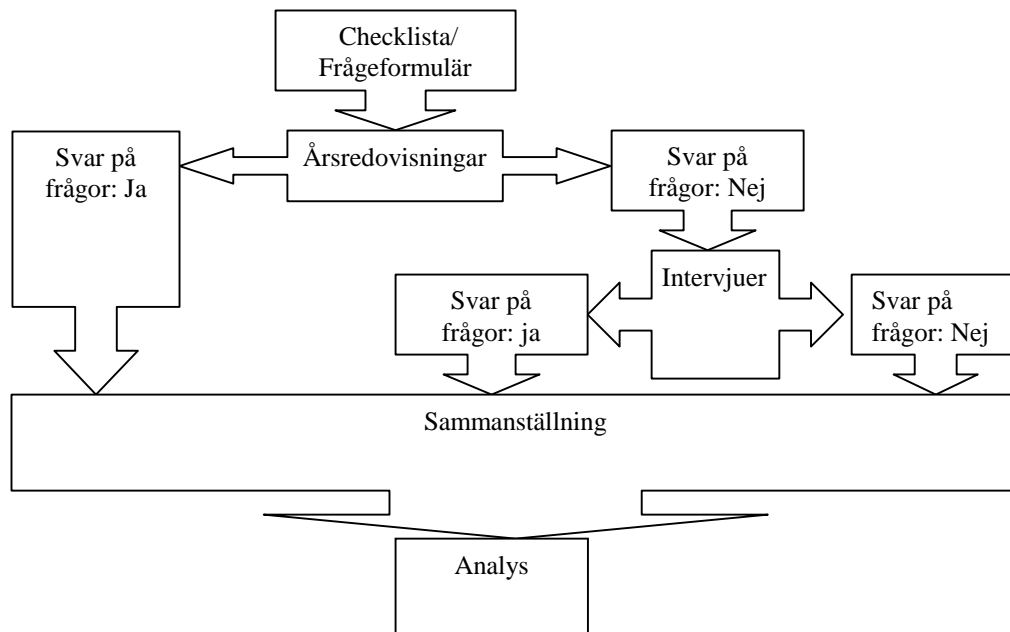


Fig.1 Bild över tillvägagångssättet

2.3.1 Dokumentundersökning

Merparten av uppsatsens empiri har insamlas genom så kallad dokumentundersökning. Den data som insamlats kan karakteriseras som sekundärdata, data som tidigare samlats in av någon annan för ett annat syfte.

Denna empiri består av årsredovisningar, artiklar samt böcker med anknytning till området. Reliabiliteten hos dessa källor påverkas av många olika faktorer. Först och främst kan det ligga i företagets (företagsledningen) intresse att tona ner gynnsamma optionsavtal, då de kan leda till en vild debatt bland aktieägare m.m. Samtidigt finns det lagstiftning som säger att ersättningar till företagsledning skall redovisas i årsredovisningen, dock är kravet endast att det redovisas i not.²⁵ Därmed får det antas att årsredovisningarna i detta fall är objektiva, i alla fall i den meningen att de i allmänhet kan förväntas överensstämma med god redovisningssed. Årsredovisningarna är i skriftlig form vilket innebär att de svar som finns i dem är väl genomtänkta, med mycket reflektion bakom. Som med all form av sekundärdata är syftet med

²⁵ Årsredovisningslagen, 5 Kap § 19

årsredovisningarna inte densamma som syftet med denna uppsats, vilket är negativt, men vissa uppgifter skall dock finnas med.

Årsredovisningarna är offentliga källor. Offentliga källor har som mening att skapa ett visst intryck av en situation,²⁶ i detta fall den ekonomiska ställningen i företagen. Därför måste ett visst kritiskt förhållningssätt till uppgifterna iakttas, då dessa kanske inte helt korrekt avspeglar verkligheten.

Källan är institutionell. Det är företaget som är avsändare, därmed kan det vara svårt att härleda åsikter till en specifik person. Dock är det konkreta uppgifter som söks. Därmed torde detta inte utgöra något större problem.²⁷

En del av de insamlade artiklarna kan vara något subjektiva. Eftersom målet med dem kan vara att uppmärksamma ett visst specifikt problem eller lägga någon form av värdering hos ett fenomen, kan de vara så pass vinklade att de inte är tillräckligt objektiva. I många fall har författarna av dessa artiklar inte deltagit i själva de situationer de skriver om, därmed försämras reliabiliteten hos dessa.

2.3.2 Urval av företag

En av utgångspunkterna för vårt urval av undersökningsobjekt i denna uppsats är den lista över noterade "Herrelösa företag" som återfinns i Sven-Ivan Sundqvists "Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag".

Enligt "Ägarna och makten" definieras herrelösa företag som företag där ingen av aktieägarna har mer än 10 procent av rösterna eller 10 procent av kapitalet. I 2004 års upplaga av "Ägarna och makten" utgör de herrelösa företagen 31 av totalt 301 noterade företag. I "Ägarna och makten" finns även förteckningar över köp- och personaloptioner i noterade företag. Dessa listor är dock ej fullständiga.

En jämförelse mellan de 31 herrelösa företagen och alla övriga 270 företag framstår inte som den mest intressanta. I stället kommer en jämförelse göras mellan de herrelösa företagen och

²⁶ Vad, hur och varför?, Dag Ingvar Jacobsen, Studentlitteratur, 2002, s. 209

²⁷ Ibid.

de 15 företag som har den högsta ägarkoncentrationen enligt "Ägarna och makten". Samtliga av dessa företags årsredovisningar har granskats i enlighet med en checklista som utformats.²⁸

Denna avgränsning gör att studien blir mer polär dvs. att ytterligheterna jämförs. Med detta i åtanke anses detta urval vara det bästa för att kunna fullgöra uppsatsens syfte. En fördel med denna avgränsning är att hypotesen testas mot tydliga fall, företag med svaga ägare ställs mot företag med starka ägare. Undersökningen kommer även, för att ge en mer fullständig bild, att belysa om företagen har incitamentsprogram som inte innefattar optioner.

2.3.3 Intervjuer

Intervjuer har skett med personer på relativt hög nivå inom de valda företagen. Totalt har 16 intervjuer genomförts.²⁹ Intervjuer genomfördes endast då kompletterande upplysningar behövdes för att få en heltäckande bild av de valda företagen. Beroende på respondentens position inom företagen, antogs att personliga intervjuer skulle bli svårt att genomföra, då sådana är tidskrävande för respondenten och respondenten troligen inte ser denna uppsats som högsta prioritet. Valet blev därför att genomföra intervjuerna per telefon. Telefonintervjuer används normalt vid marknadsundersökningar men är inte lika vanligt företags-ekonomisk forskning.³⁰ Telefonintervjuerna underlättade för respondenterna att medverka i undersökningen. Dessutom minskar den så kallade "intervjuareffekten" vid telefonintervjuer. En fördel med att använda telefonintervjuer istället för enkätundersökningar är att svarsfrekvensen kan antas bli högre och att bortfallet blir mindre än om motsvarande enkätundersökning genomfördes.³¹

Det finns förstås nackdelar med denna form av intervju. Ämnen som anses känsliga är oftast lättare att ta ansikte mot ansikte än över telefon.³² Huruvida uppgifter om optionsprogram är av känslig karaktär stod inte helt klart innan intervjuerna genomfördes. För vissa människor kan det tänkas vara känsligt att avslöja löne- och ersättningsvillkor för en relativt anonym människa, dock är saken ingen hemlighet, uppgifterna går att ordna på andra vis, vilket talar för att uppgifterna är av en mindre känslig karaktär.

²⁸ Checklistan återfinns i appendix

²⁹ Företagen är: Aspiro, Biolin, Capiro, Castellum, Stille AB, Seco Tools, TITE AB, Realia, Traction, Raysearch labs, VBG, SäkI, Finnveden, HiQ International och JM.

³⁰ Business Research Methods, Bryman & Bell, Oxford Publishing, New York 2003, s 120

³¹ Vad, hur och varför?, Dag Ingvar Jacobsen, Studentlitteratur, 2002, s 161 f.

³² Business Research Methods, Bryman & Bell, Oxford Publishing, New York 2003, s 120

Efter att ha genomfört samtliga intervjuer framkom att uppgifterna inte var av särskilt känslig karaktär. För ett fåtal respondenterna upplevdes kanske uppgifter om totalt ersättningar som en aning känsligt. Dessa respondenter uppgav att de inte ville svara på siffror beroende på att företaget tidigare utsatts för kritik av bland annat media. En stor del av de respondenterna hävdade att de inte hade tillgång till uppgifter om utbetalda ersättningar vid det tillfället för intervjun. Detta är en av konsekvenserna med att genomföra intervjuer per telefon.³³

Det är lättare för en människa att ljuga över telefonen än när han/hon sitter mittemot en annan människa. Därför var det viktigt att de frågor ställdes var utformade på ett vis så att de inte uppfattades som stötande så att intervjuobjektet valde att ljuga för att han/hon kände sig besvärad av frågan. Utformningen av frågorna tycks ha fungerat bra, få människor har verkat tycka att frågorna var obehagliga. Ifall personen betar sig underligt, exempelvis får en underlig blick när en viss fråga ställs framgår inte det vid en telefonintervju vilket kan vara ett problem.³⁴

De intervjuer som genomförts har varit väl strukturerade. Samma checklista har använts som vid dokumentundersökningen.³⁵ Att detta alternativ valdes, motiveras dels med att informationen blev lättare att kategorisera dels med att hög jämförbarhet har kunnat uppnås.³⁶ Eftersom jämförbarheten var av avgörande betydelse för studien övervägde fördelarna med standardiserade frågor de eventuella nackdelarna som ett sådant förfarande kan innebära.

Eftersom intervjuerna skedde via telefon befann sig respondenten i de flesta fall på sitt kontor eller någon annan del av sin arbetsplats. Denna miljö får anses vara respondentens naturliga miljö. Därmed minskade risken för konstlade svar. Risken för avbrott ökar dock i sådana situationer, respondenten kan bli distraherad av något som inträffar på dennes arbetsplats. Så vitt det kan berömmas var distraktionsmomenten få vid de genomförda intervjuerna, troligen beroende på att intervjuerna innehöll relativt få och korta frågor samt inte upptog särskilt lång tid.³⁷

³³ a.a. s 121

³⁴ Ibid.

³⁵ Checklista återfinns i appendix

³⁶ Introduktion till forskningsmetodik, Judith Bell, 1993, s 90-100

³⁷ Vad, hur och varför?, Dag Ingvar Jacobsen, Studentlitteratur, 2002, s 164

Syftet med intervjun avslöjades för respondenten då det inte fanns någon anledning att hålla det hemligt. Tvärt om antogs att respondenterna skulle vara mer hjälpsamma och tjänstvilliga om de fick kännedom om syftet med intervjun.

Bandspelare användes inte vid intervjuerna eftersom det inte bedömes som nödvändigt för att dokumentera de korta svar de standardiserade frågorna genererade. Dessutom var frågorna som ställdes inte av det öppna, reflekterande slaget vilket innebär att det sannolikt inte skedde något bortfall av intressanta svar. Dessutom var intervjuerna korta med konkreta frågor, vilket ytterligare förstärker det ovan anförda.³⁸

2.3.4 Hypotesformulering vid statistiska undersökningar

Utgående från att hypotesen, att herrelösa företag i större utsträckning har optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration. Hypotesen är formulerad utifrån agentteorin, och för att ge oss ett svar på hypotesens riktighet har som nämnts ovan deduktiv metod valts då det ansetts mest rimligt. Vid somliga hypotesformuleringar kan i efterhand när data insamlats visa sig att data inte återspeglar det man vill ha svar på.³⁹ I detta fall står det klart vilken information som behöver analyseras. För att få en bred grund analyseras först förekomsten av incitamentsprogram i vilket inkluderar vinstdelningsprogram (tantiem), bonusprogram, samt optionsprogram. För att fokusera behandlas sedan enbart förekomsten av optionsprogram.

2.3.5 Källkritik

Det är reglerat att optionsprogram skall redovisas i Årsredovisningen. Årsredovisningar är dock inte konstruerade för att kunna uppfylla syftet med denna uppsats. Det är därför tveksamt ifall all den information som är nödvändig för undersökningen finns i årsredovisningarna. Dock existerar det i detta fall inte särskilt många alternativ vad gäller källor, så de kommer ändå att användas till viss del.

³⁸ Introduktion till forskningsmetodik, Judith Bell, 1993, s 90-100

³⁹ Business Research Methods, Bryman & Bell, Oxford Publishing, New York 2003, s 11

2.3.6 Validitet

Med validitet menas att empirin måste vara giltig och relevant. Med giltighet och relevans avses att man mäter det man önskar mäta, att det som mätts uppfattas som relevant och att det går att generalisera det som mätts. Generell giltighet och relevans kan delas in i två delar. Den första benämns ofta intern giltighet och den andra extern giltighet. Intern giltighet och relevans har att göra med om man faktiskt mäter det man tror sig mäta. Extern giltighet avser om resultatet från ett begränsat område är giltigt också i andra sammanhang. Ibland benämns detta som överförbarhet.⁴⁰

En utmaning vid användning av frågeformulär med givna svarsalternativ är att se till att frågorna mäter de fenomen som skall undersökas. Det har inte varit något problem att utforma frågor som gett giltiga och relevanta svar på om företaget har optionsprogram till ledande befattningshavare eller inte. Frågorna har varit enkla att förstå och nästan samtliga frågor har haft fasta svarsalternativ. Inget av de svar som erhöles i samband med intervjuerna har gått utanför de fasta svarsalternativ som funnits. Validiteten bedöms därför inte ha varit något avgörande problem i denna undersökning.

2.3.7 Reliabilitet

Med reliabilitet menas att undersökningen måste vara tillförlitlig och trovärdig. Undersökningen får inte vara behäftad med mätfel. För att uppnå detta måste undersökningen genomföras på ett korrekt sätt. Viktiga faktorer för hög reliabilitet är interaktionen mellan intervjuvare och uppgiftslämnare, frågeformulärens utformning, egenskaper hos uppgiftslämnaren samt analysen av registrerade data. Hänsyn har tagits till dessa faktorer, för att så långt möjligt uppnå hög reliabilitet.⁴¹

Reliabiliteten i denna undersökning bedöms vara relativt god eftersom fakta kommer från flera olika källor, såväl skriftliga som muntliga.

⁴⁰ Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer, Ulf Lundahl & Per-Hugo Skärvad, 1999, s 151-152

2.3.8 Alternativa metodval

Enkätundersökningar skulle kunna genomföras. Denna metod kräver väldigt lite resurser.⁴² Denna metod har dock valts bort då svarsfrekvensen riskerar att bli relativt låg. Dessutom är det inte säkert att den person som svarar på enkäten har den kunskap som krävs för att besvara frågorna korrekt. Enkät via E-post är ett annat alternativ, men har valts bort då risken att inte få svar bedömdes vara ännu större än vid en traditionell enkätundersökning.

Urvalet av företag kunde möjligen ha skett på ett annat sätt. Istället för att utgå den definition som tillämpats i Ägarna och makten kunde en längre lista över herrelösa företag upprättats exempelvis för de 50 mest herrelösa företagen på börsen. Det har dock bedömts vara bättre att utgå från en vedertagen definition av herrelösa företag då företagen har en snarlik ägarkoncentration/röstandel strax under 10 procent. Gruppen fungerar därmed bra som en samlad kategori. Med ett urval av exempelvis de 50 mest herrelösa företagen skulle skillnaderna i ägarkoncentrationen/röstandel vara betydligt större.

2.4 Sammanfattning

I kapitel 2 har uppsatsen angetts utgå från ett aktieägare- och investerarperspektiv. Vidare har de avgränsningar som gjorts redovisats. Metodologiska överväganden i form av deduktiv metod samt kvantitativ ansats har beskrivits och motiverats. Vidare har tillvägagångssättet för undersökningen redovisats. Frågor kring validitet, reliabilitet och alternativa metodval har diskuterats. Närmast följer kapitel 3 med en litteraturgenomgång.

⁴¹ a.a. s 152-153

⁴² a.a s 282

3 Litteraturgenomgång

I detta kapitel redogörs först för den teori som ligger till grund för uppsatsen. Därefter följer en kort presentation av grunden för incitaments- och optionsprogram samt hur de påverkar företaget kapital. Kapitlet avslutas med en sammanfattning. Se Fig.2 nedan för en grafisk presentation av kapitlet.

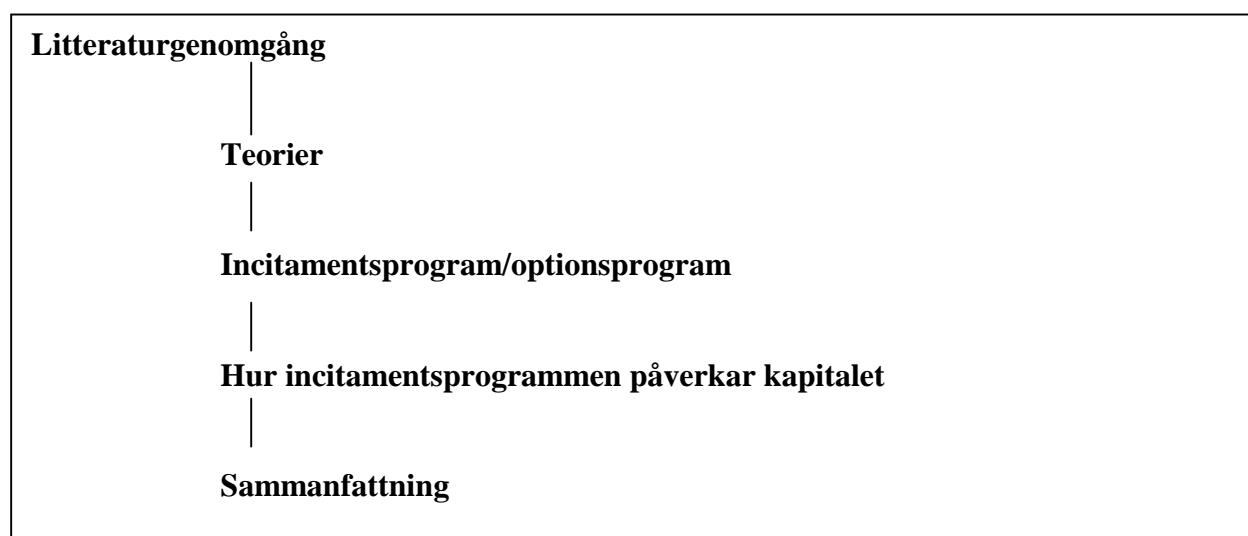


Fig. 2 Kapitel 3.

3.1 Teorier

I inledningskapitel har den historiska utvecklingen där ägarna överfört makt till professionella chefer beskrivits. Det var först under 1960-talet som mer genomgripande analyser av de problem som uppstår i denna relation genomfördes.⁴³ Vid mitten av 1970-talet vidareutvecklade Jensen och Meckling den då mycket unga normativa principal-agent-teorin. Deras arbete introducerade agentkostnader och sammanhängande äganderättsfrågor i den ekonomiska litteraturen. Genom att tydligt definiera de olika agentkostnadssambanden inom företaget gav Jensen och Meckling sin modell över företaget ett sådan operationellt och konkret innehåll att teorin kan användas för att analysera finansiellt beslutsfattande av olika slag.⁴⁴ Jensen och Mecklings analys visar på att företaget kan delas upp i ett antal

⁴³ Aktiebolagets grundproblem 1997, s 24

⁴⁴ Ibid.

intressegrupper. För att förklara den eventuella skillnader avseende förekomsten av optionsprogram hos herrelösa företag och företag med hög ägarekoncentration, kommer agentteorin att användas i denna uppsats.

3.1.1 Agentteorin

I agentteorin ses ett företag som ett nät av kontrakt kring de olika produktionsfaktorerna. Alla dessa faktorer är styrda av något egenintresse. Företaget kan ses som ett lag där medlemmarna agerar i enlighet med sitt specifika egenintresse. På samma gång inser deltagarna i laget att deras fortsatta välfärd beror på lagets överlevnad på marknaden.⁴⁵

Agentförhållandet består av en relation mellan två parter, principalen och agenten. Principalen definieras som en person eller flera, som erlägger en viss kompensation till agenten för att denna i sin tur ska utföra någon form av uppdrag åt principalen. Båda dessa parter är nyttomaximerande vilket leder till att en intressekonflikt uppstår. I de flesta fall skiljer sig dessa två parter optimala mål åt.⁴⁶

Agentkostnader

I agentförhållandet uppstår kostnader på grund av den intressekonflikt som föreligger mellan agenten och principalen. I Jensen och Mecklings uppsats "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" delas dessa kostnader in i tre kategorier: *övervakningskostnader, bindningskostnader och residualförluster*.⁴⁷

Övervakningskostnader för principalen, uppstår då principalen försöker minska den informationsasymmetri som existerar i agent-principal-förhållandet. Eftersom agenten har tillgång till betydligt mer information om sin egen insats än vad principalen har, måste principalen samla in information genom exempelvis granskning av redovisning och bokföring samt andra formella kontrollsysteem. Längre ner i företaget finns det fler sätt att mäta den

⁴⁵ Eugene F. Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy, 1980, s 289-307

⁴⁶ Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, Jensen, M. and Meckling, W. Journal of financial economics, October 1976, s 5

⁴⁷ Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, Jensen, M. and Meckling, W. Journal of financial economics, October 1976, s 11

faktiska prestationen, genom exempelvis stämpelklockor med mera. Dock är dessa inte av någon större nytta när det gäller att mäta ledningens prestation, då de dessa instrument inte mäter den delen av prestationen som är väsentlig.⁴⁸ *Bindningskostnader* uppstår då agenten själv uppmanar till övervakningen. I sådana situationer väljer agenten att belönas i enlighet med ett prestationskontrakt. Genom ett prestationskontrakt belönas agenten för sin faktiska prestation. I fallet med företagsledningen, kan delar av lönen komma från något slags bonusprogram som grundar sig på finansiella nyckeltal, årsresultat eller andra faktorer som principalen ser som viktiga. Optionsprogram av olika slag kan även användas för att försöka få ledningen att sträva mot investerarnas mål (mer om detta nedan). *Residualförluster* beror på att agentens beslut är suboptimala för principalen (se exempel nedan, *Annan riskattityd*)

Förhållandet aktieägare och företagsledning

I denna uppsats står relationen mellan aktieägare och företagsledning i fokus. Intressekonflikten mellan aktieägare och ledning tar sig vanligen följande fyra uttryck:⁴⁹

- a) *Ledningen kan ta ut förmåner från företaget*
- b) *Ledningen kan föredra att styra ett större företag än ett mindre*
- c) *Ledningen kan ha en annan riksattityd än aktieägarna*
- d) *Ledningens planeringshorisont kan avvika från aktieägarnas*

a) Förmåner

Företagsledningen (agenten), har som mål att maximera sin inkomst, arbeta i en trevlig arbetsmiljö eller kanske en kombination av de två. Aktieägarna (principalen) ser i de flesta fall en maximering av sin egen förmögenhet som det primära målet. Aktieägarna och företagsledningen har därmed inte samma syn på hur företagets resurser skall användas. Jensen och Meckling visar med följande exempel på problematiken. En företagsledare som tidigare ägt 100 procent av ett företag och alltid agerat för att maximera sin egen nytta, kan fortsätta med detta då hans/hennes andel av företaget minskar på grund av försäljning av andelar. Detta kommer givetvis skada de nya aktieägarna. Om hans/hennes andel ökar

⁴⁸ Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, Jensen, M. and Meckling, W. Journal of financial economics, October 1976, s 10-12.

⁴⁹ Aktiebolagets grundproblem, Clas Bergström och Per Samuelsson, 1997 s 72

kommer hans/hennes mål i viss mån att röra sig närmare de andra aktieägarna. Psykologin bakom det hela är enkel, ifall en företagsledare äger 50 procent av en verksamhet kommer ett inköp av exempelvis en ny lyxig kontorsstol för 10 000 kr kosta honom 5 000 kr (vi bortser från eventuella skatteeffekter i detta exempel). För att företagsledaren ska genomföra detta köp måste han uppfatta marginalnyttan av stolen som mer än 5 000 kr. Ifall företagsledaren hade ägt 85 procent av verksamheten hade marginalnyttan av stolen istället behövt vara 8.500 kr i företagsledarens ögon för att köpet skulle genomföras.

b) Bättre att leda större än mindre företag

Ett annat vanligt problem är att vissa företagsledningarna är mer intresserade av att öka ett företags balansomslutning än aktievärdet, för att på så vis öka sina egna inkomster. Företagsledare med större företag har oftast högre löner än de företagsledare som styr företag med en mindre balansomslutning.⁵⁰ Även om bindningskostnader skapar kostnader för principalen, kan de medverka till att minska övervakningsbehovet och därmed övervakningskostnaderna, dock kommer övervakningskostnaderna inte att kunna elimineras fullt ut.⁵¹

c) Annan riskattityd

För att illustrera problemet med avvikande riskattityd väljs följande exempel: En företagsledare har två investeringsalternativ att välja mellan, ett riskabelt med potentiellt hög avkastning samt ett säkert med en lägre potentiell avkastning. Eftersom företagsledaren i detta exempel är en tämligen riskavert person väljer han det säkra alternativet. Aktieägarna, som i detta fall är betydligt mer riskneutrala, hade önskat att projektet med den högre potentiella avkastningen hade valts gör därmed en förlust.

d) Annan planeringshorisont

Anta att ett projekt i stället är kostsamt på kort sikt, vilket innebär negativa effekter för företagsledarens bonus, men att det lönsamt på lång sikt. Företagsledaren väljer därmed bort det alternativ som egentligen vore bättre på lång sikt på grund av att han har en kortare

⁵⁰ Aktiebolagets grundproblem, Clas Bergström & Per Samuelsson, 1997, s 82.

⁵¹ Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, Jensen, M. and Meckling, W. Journal of financial economics, October 1976, s 10-12.

planeringshorisont än aktieägarna.⁵² Dessa problem kan endast lösas genom att incitamentssystem till ledning är väl genomtänkta och anpassade till aktieägarnas riskattityd och planeringshorisont.⁵³

Informationsasymmetri

Som tidigare nämnts har företagsledningar och företagsstyrelser inte tillgång till lika mycket relevant information. Det är svårt för företagsstyrelsen att mäta företagsledningens faktiska produktivitet. Alchian och Demsetz beskriver problemet i sin artikel "Production, Information Costs, and Economic Organization" från 1972. Som exempel används två män som lastar en lastbil full med varor. Eftersom endast den totala vikten av varorna mäts, är det mer eller mindre omöjligt att urskilja vilken anställd som drar det tyngsta lasset. Arbetet mäts som en laginsats vilket innebär att den individuella marginalnyttan hos varje individ inte framkommer.

Exemplet ovan är förstås väldigt förenklat. Det belyser dock svårigheten att värdera enskilda individers faktiska bidrag till ett företag. I detta fall ser vi företagsstyrelsen som en utomstående individ, då dessa inte deltar i det dagliga arbetet och därmed får förlita sig på sekundärinformation. Denna information kan vara färgat vilket leder till att informationen blir direkt vilseledande. Företagsledningens faktiska bidrag blir därför mätt på ett felaktigt sätt, vilket kan leda till att de blir belönade enligt felaktiga grunder och överkompenserats för sin insats.

Optionsprogram

Enligt agentteorin kan man, som berörts ovan, genom utformningen av ett kompensations-system få en bättre samstämmighet mellan aktieägarnas och företagsledningens intressen. Kompensationssystemet bör utformas så att företagsledningens planeringshorisont stämmer med aktieägarnas, att företagsledningens riskattityd överensstämmer med aktieägarnas och samtidigt ökar företagsledningens incitament att anstränga sig och minskar intresset att ta ut andra förmåner ur företaget.⁵⁴ Kompensationssystem för företagsledare består ofta av fast lön,

⁵² Aktieföretagets grundproblem, Clas Bergström & Per Samuelsson, 1997, s 83-84

⁵³ Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, Jensen, M. and Meckling, W. Journal of financial economics, October 1976, s 26

⁵⁴ Aktieföretagets grundproblem, 1997, s 107

bonus och aktieoptioner. En fördel med optionsprogram är enligt agentteorin att agenten har en möjlighet att bli delägare i verksamheten.⁵⁵ Det är en vanlig uppfattning att företagsledningar kan stimuleras att ta mer risk om det erhåller optionsprogram. Optionsprogram kan även tänkas minska problemet med kort planeringshorisont, då optionsvärdet avspeglar det diskonterade värdet av långsiktiga investeringar. Den företagsledare som planerar att lämna företaget och därför har en kort planeringshorisont påverkas också om optionerna förvärkas när det lämnar.⁵⁶

Optionsprogram har dock även nackdelar. Det är svårt för företagsledningen att diversifiera den ökade företagsspecifika risken som innehav av optioner innebär. Detta kan leda till att företagsledningen kräver en högre förväntad kompensation än vad som varit fallet om de hade blivit belönade med ett vanligt beteckningskontrakt.⁵⁷ Optioner kan även innebära en konflikt mellan aktieägarnas krav på utdelning och ledningens villighet att föreslå utdelningsökningar. Företagsledningen kan även vilja öka företagets skuldsättning för att öka aktiens volatilitet⁵⁸ och därmed optionsvärdet.⁵⁹ Om optionerna är ”in the money”⁶⁰ kan ett optionsprogram även vara kontraproduktivt då ledningen i stället för att öka risken, försöker sänka volatiliteten för att optionen skall ha ett värde vid inlösningsstidpunkten. Ett annat problem med att optioner knyter an till aktiekursen är att alla kursförändringar inte beror på företagsledningen. En allmän indexuppgång kan t.ex. medföra att ledningen inte belönas för egna prestationer. Samtidigt kanske en skicklig ledning som lotsar ett företag genom en lågkonjunktur inte belönas.

Styrelsens incitament

Enligt Hillman och Dalziel beror ett företags framgång till stor del på företagsstyrelsers incitament samt förmåga att övervaka företagsledningar. Det finns två sorters incitament som kan användas för att motivera företagsstyrelser: kompensation till styrelsemedlemmarna för exempelvis antal möten som ägt rum eller genom finansiell bindning i företaget. Den finansiella bindningen kan existera genom att styrelseledamöter har aktie-, optionsinnehav i

⁵⁵ Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, Jensen, M. and Meckling, W. Journal of financial economics, October 1976, s 26.

⁵⁶ Aktieföretagets grundproblem 1997 s 108

⁵⁷ Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, Jensen, M. and Meckling, W. Journal of financial economics, October 1976, s 10-12.

⁵⁸ (prisrörligheten)

⁵⁹ Aktiebolagets grundproblem 1997, s 108

det relevanta företaget eller genom något annat intresse i företaget i fråga, såsom exempelvis aktieinnehav eller en framstående position inom ett annat företag som är leverantör till företaget i fråga. Styrelser med finansiell bindning till företaget som sitt incitament anses vara bättre än styrelser som har kompensation för sin delaktighet som incitament. Hillman och Dalziel hävdar att "Board Dependence", som beskrivs som det fenomen som uppstår då styrelser blir kompenserade för sin delaktighet, påverkar förhållandet mellan styrelsers humankapital och övervakning negativt. Styrelser utan finansiella bindningar till det företag de representerar misslyckas i högre grad än andra styrelser med att kontrollera riskerna med överkompensation av företagsledningarna. Omotiverat höga ersättningar, genom exempelvis överdrivet gynnsamma optionsprogram och andra liknande företeelser, har större chans att godkännas och instiftas, med styrelser utan finansiell bindning.⁶¹

Styrelsens humankapital

Företagsstyrelsers förmåga att övervaka på ett tillfredställande sätt beror till största delen på styrelseledamöternas humankapital. Styrelser med ledamöter bestående av oberoende företagsledare med erfarenhet inom stora företag sköter oftast övervakningen på ett bättre sätt än styrelser bestående av oberoende ledamöter med erfarenhet av mindre företag. Graden av erfarenhet av liknande situationer spelar en stor roll för styrelsers framgång i dess arbete. Huruvida exempelvis ett optionsprogram är ett bra sätt att kompensera en företagsstyrelse kan vara svårt att avgöra för en styrelse utan erfarenhet av liknande situationer. Det kan även vara svårt att uppskatta hur pass gynnsamt utfallet av ett sådant optionsprogram kommer att vara. Företagsledningen i ett företag kan i situationer då deras humankapital är väsentligt högre än företagsstyrelsens, få exempelvis ett optionsprogram att verka mindre gynnsamt än vad det i realiteten är, vilket kan leda till en överkompensation som påverkar aktieägarna negativt.⁶²

Styrelsens riskspridning

Den största delen av medlemmar i olika företagsstyrelser är i allmänhet delägare i det företag de har styrelseuppdrag i. Dock är dessa individer ofta delägare i fler företag än det företag de har styrelseuppdrag i. För att minska sin riskexponering delar investerare ofta sin

⁶⁰ Om marknadspriset på aktien överstiger lösenpriset är det lönsamt att lösa in optionen och de kallas "in the money options".

⁶¹ Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives, A Hillman, T Dalziel, *Academy of Management Review*, 2003, s 383-391

⁶² a.a. s 389

förmögenhet mellan flera olika företag. Detta leder till att intresset för ett enskilt företag minskar hos vissa individer i företagsstyrelserna. En direkt effekt av detta är att företagsledningen får ett övertag gentemot företagsstyrelsen. Företagsledningen kan då välja att sluta tävla internt för att uppnå maximal nytta, för att istället fokusera sina krafter på att anskaffa nytta på bekostnad av aktieägarna.⁶³

Utifrån detta bör företag som saknar starka ägare med representanter i styrelsen ha större agent- principalproblem än andra företag. Ett företag som saknar starka ägare bör därför lida av samma problem. Vissa branscher, som upplevs som riskabla, där aktieägarna ofta försöker diversifiera bort marknadsrisken, bör vara mer utsatta för överdrivet gynnsamma incitamentsprogram, då företagsledningarna har ett övertag över företagsstyrelsen.

3.2 Incitamentsprogram

Ett incitament är något som skapar en lust eller vilja att göra något visst. Rationella individer kommer att ändra sitt beteende om förändringen resulterar i en större upplevelse av total nytta för den enskilde. Introduktionen av ett incitamentsprogram i ett företag innefattar en möjlighet att förändra berörda individers beteende.⁶⁴ Teorin om rationalitet ligger till grund för mycket av modern ekonomisk teori därmed även för agentteorin som beskrivits ovan.

Förutom fast lön förekommer en rad olika incitamentsprogram till VD och ledande befattningshavare i företag. I vissa företag omfattar incitamentsprogrammen även andra än VD och ledande befattningshavare. Begreppet incitamentsprogram kan sägas innefatta alla tänkbara ersättningsformer vars syfte är att ge incitament att uppnå visst resultat. Med incitamentsprogram avses förutom optionsprogram enligt definitionen nedan även vinstdelningssystem, tantiem och bonussystem.

Genom att införa incitamentsprogram skall ett incitament skapas för goda arbetsinsatser, allt för att förbättra företagets resultat. Den rättighetstyp som kanske bäst säkerställer en sådan

⁶³ Eugene F. Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy, 1980, s 289-307

⁶⁴ Aktierelaterade incitamentsprogram en civilrättslig studie, Mikael Borg, 2003, s 18

effekt är optionen.⁶⁵ Det är därför främst olika typer av optioner som ligger till grund för incitamentsprogram eller mer precist – optionsprogram, se nedan.

3.2.1 Optionsprogram

Optionsprogram är ett snävare begrepp än incitamentsprogram. Med optionsprogram avses i denna uppsats köpoptioner, teckningsoptioner, syntetiska optioner, konvertibler och personaloptioner. Då syftet med uppsatsen är undersöka förekomsten av optionsprogram kan det för den som inte är bekant med optioner och optionsprogram vara bra med en allmän mycket grundläggande introduktion till optionsinstrumentet vilket följer här nedan.

Köpoptioner ger innehavaren rätt att köpa aktier till lösenpriset. Utställaren är skyldig att sälja aktier till lösenpriset när optionsinnehavaren påkallar sin rätt. Innehavaren betalar normalt en optionspremie för att erhålla optionen. Så är dock inte alltid fallet när det gäller optioner till anställda. *Teckningsoptioner* ger till skillnad från köpoptioner innehavaren rätt att teckna nyemitterade aktier. Innehavaren kan därmed kräva att företaget ökar sitt aktiekapital. När aktiekapitalet ökar uppstår en s.k. utspädning för de gamla aktieägarna då företagets värde fördelas på fler aktier. *Syntetiska optioner* skiljer sig från köpoptioner och teckningsoptioner genom att de inte ger rätt till inlösen gentemot aktier utan till ett kontantbelopp motsvarande aktiekursen vid lösen tidpunkten. *Konvertibler*, dvs. konvertibla skuldebrev, utges av ett företag till en bestämd kurs. Konverteringen av skuldebrevet mot aktier kan i allmänhet göras efter en viss bestämd tidpunkt.⁶⁶

Skattemässigt finns en uppdelning mellan *personaloptioner* och *icke personaloptioner*. Eftersom det är en skattemässig uppdelning kan personaloptioner vara vilken som helst alla av de ovan nämnda optionstyperna. En personaloption är en rättighet som endast riktar sig till anställda inom ett företag eller en företagsgrupp. Personaloptioner kännetecknas av att de har förfoganderättsinskränkningar. Vanligt är att de inte kan överlåtas eller pantsättas och att de kan utnyttjas först efter en kvalifikationstid eller att optionen förfaller om anställningen upphör. Förfoganderättsinskränkningarna påverkar optionens värde (i negativ riktning) och därmed minskar underlaget till grund för beskattning.⁶⁷

⁶⁵ Ibid.

⁶⁶ John Hull, 1989

⁶⁷ Leif Edvardsson, 2002

3.3 Hur påverkar incitamentsprogramen företagets kapital?

För att ge lite bakgrund till hur incitamentsprogramen påverkar företagets kapital och ägarstruktur kommer undersökningen som redovisas i nästa kapitel att belysa vad för slags option eller konvertibel som är mest förekommande. För att se hur instrumenten i incitamentsprogramen påverkar företaget har vi använt en anpassad tabell.

Finansiellt Instrument	Medför utspädning av ägandet	Gör de anställda till ägare	Medför kostnad för företaget	Tillhör företagets kapital	Hög initial kapitalinsats för de anställda
Teckningsoption	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej
Syntetisk option	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej
Köption	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej
Konvertibel	Ja	Ja	Nej	Ja	Ja

68

Teckningsoptioner medför utspädning av ägandet och gör de anställda som deltar i teckningsoptionsbaserade program till ägare i företaget. Teckningsoptioner medför i sig inga kostnader för företaget. Där emot kan det uppstå kostnader för att genomföra och administrera optionsprogrammet. Teckningsoptioner tillhör företagets kapital. Teckningsoptioner medför som regel inte någon hög kapital insats för de anställda.

Syntetiska optioner medför ingen utspädning av ägandet och gör inte de anställda som deltar i ett program baserat på syntetiska optioner till ägare i företaget. Syntetiska optioner medför en kostnad för företaget. Syntetiska optioner tillhör inte företagets kapital. Syntetiska optioner medför som regel inte någon hög kapitalinsats för de anställda.

Köoptioner medför utspädning av ägandet och gör de anställda som deltar i ett köoptionsbaserat program till ägare i företaget. Köoptioner med för i sig inga kostnader för företaget. Däremot kan det uppstå kostnader för att genomföra och administrera optionsprogrammet.

⁶⁸ Anpassad från "Effekterna av optionsprogram – gagnar det ägarna?", Balans nr 5 2002, Hansson & Markkula

Köptioner tillhör inte företagets kapital och medför som regel inte någon hög kapitalinsats för de anställda.

Konvertibler medför en utspädning av ägandet och gör de anställda som deltar i ett program baserat på konvertibler till ägare i företaget. Konvertibler medför i sig inga kostnader för företaget. Däremot kan det uppstå kostnader för att genomföra och administrera optionsprogrammet. Konvertibler tillhör företaget kapital och medför som regel en kapitalinsats för de anställda.

3.4 Sammanfattning

Enligt agentteorin beter sig företagsledningar opportunistiskt och gynnar sina egna intressen före aktieägarnas, om de inte kontrolleras eller deras intressen sammanfaller med aktieägarnas. Vid låg ägarkoncentration försvåras aktieägarnas övervakning av företagsledningen. Utrymmet för opportunistiskt beteende från företagsledningens sida ökar därmed vid ett låg ägarkoncentration. Teorin förutsäger även att styrelser med svaga finansiella bindningar till det företag de representerar, underpresterar när det gäller övervakning av företagsledningen. Även om options- och incitamentsprogram i vissa fall kan tänkas minska intressekonflikten mellan aktieägare och ledning kan de antas vara vanligare i företag med låg ägarkoncentration eftersom options- och incitamentsprogrammen i första hand gynnar dem som erhåller dem, dvs. ledningen. Utifrån detta bör alltså den empiriska undersökningen som följer visa att herrelösa företag i större utsträckning har options- eller incitamentsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration.

4 Empiri

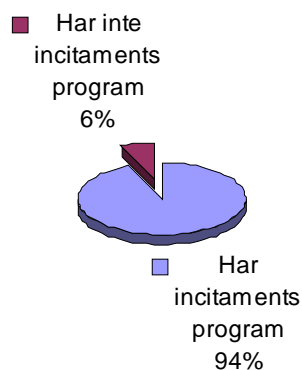
I detta kapitel redovisas de data som samlats in genom dokumentundersökning och telefonintervjuer. I kapitlet finns diagram som visar resultaten samt beskrivande och analytisk text i anslutning till diagrammen. Syftet med uppsatsen är att besvara forskningsfrågan, om herrelösa företag i större utsträckning har optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration. Nedan redovisas dock först förekomsten av incitamentsprogram. Avsikten med detta är att ge en mer heltäckande bild än om enbart förekomsten av optionsprogram redovisats. Därefter redovisas förekomsten av optionsprogram. Den vidare redovisningen av incitamentsprogram kan ses som övre del av en tratt där redovisningen optionsprogram bildar den nedre delen. Tratten kan sägas utmynna i kapitel 5 där uppsatsens forskningsfråga besvaras.

4.1 Analytiskt underlag avseende incitamentsprogram

I detta avsnitt redovisas förekomsten av incitamentsprogram i herrelösa företag, dvs. de 31 noterade företag där ingen av aktieägarna hade mer än 10 procent av rösterna eller 10 procent av kapitalet den 31 december 2003. Därefter redovisas förekomsten av incitamentsprogram i de 15 mest herrelösa företagen av de 31 herrelösa företagen, dvs. de 15 företag som har den lägsta röst och ägarandelen av de 31 herrelösa företagen. Efter detta redovisas förekomsten av incitamentsprogram i de 15 noterade företag som hade den högsta ägarkoncentrationen den 31 december 2003. Vidare redovisas fördelningen av olika incitamentsprogram för de herrelösa företagen och för företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Efter detta redovisas målgrupperna för incitamentsprogrammen i de herrelösa företagen och i företagen med den högsta ägarkoncentrationen.

4.1.1 Herrelösa företag och incitamentsprogram

Sammanställning av företag i Sverige 20031231 med största kapital/röst andel under 10%

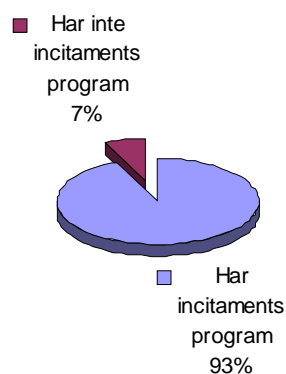


Av diagrammet ovan framgår att 6 procent av de 31 herrelösa företagen saknade incitamentsprogram samt att 94 procent av dem hade någon form av incitamentsprogram.

Andelen företag som har incitamentsprogram är mycket hög. I stort sett alla företag inom denna grupp har någon form av incitamentsprogram.

4.1.2 De 15 mest herrelösa företagen och incitamentsprogram

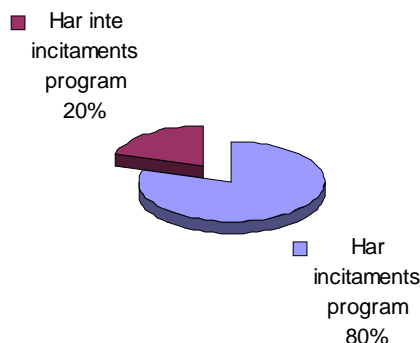
Sammanställning av de 15 företagen med lägst ägarkoncentration



Av diagrammet ovan framgår att 7 procent av de 15 mest herrelösa företagen saknade incitamentsprogram samt att 93 procent av dem hade någon form av incitamentsprogram.

4.1.3 Hög ägarkoncentration och incitamentsprogram

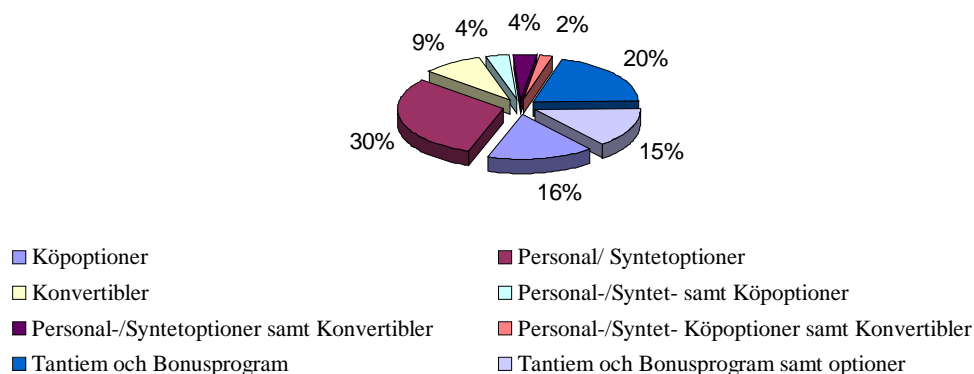
Sammanställning över de 15 svenska företagen med högst koncentration av ägare per 20031231



Av diagrammet framgår att 20 procent av företagen med den högsta ägarkoncentrationen saknade incitamentsprogram samt att 80 procent av dem hade någon form av incitamentsprogram.

4.1.4 Fördelning av olika incitamentsprogram i herrelösa företag

Sammanställning av företag i Sverige 20031231 med största kapital/röst andel under 10%



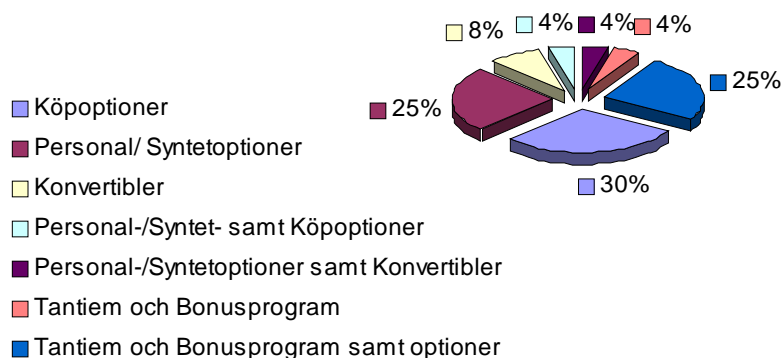
Av diagrammet framgår fördelningen av olika incitamentsprogram och mixen av olika incitamentsprogram i de 31 herrelösa företagen.

Den vanligaste mixen bland de 31 herrelösa företagen är enbart personal/syntetoptioner med 30 procent. Det vanligaste enskilda incitamentsprogrammet är även personal/syntetoptioner

med 55 procent. Detta innebär att över hälften av de herrelösa företagen som har incitamentsprogram använder personal/syntetoptioner som minst en del av sin incitamentsprograms mix. Endast 37 procent av de herrelösa företagen har köpoptioner som incitamentsprogram, vilket senare kommer visa på en markant skillnad från företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Tantiem och bonusprogram är också tämligen vanligt, då 35 procent av företagen använder detta. Det incitamentsprogram som används minst är konvertibler, vilket endast används i 15 procent av företagen.

4.1.5 Fördelning av incitamentsprogram i de 15 mest herrelösa företagen

Sammanställning av de 15 företagen med lägst ägarkoncentration



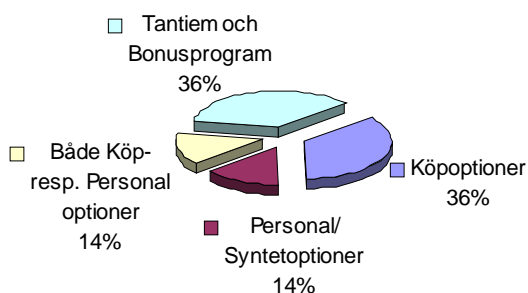
Av diagrammet framgår fördelningen av olika incitamentsprogram eller mixen av olika incitamentsprogram bland de 15 mest herrelösa företagen.

Den vanligaste mixen bland de 15 mest herrelösa företagen är enbart köpoptioner med 30 procent. Det vanligaste enskilda incitamentsprogrammet är även det köpoptioner med 59 procent, tätt följt av personal/syntetoptioner på 58 procent. Detta innebär att över hälften av de 15 mest herrelösa företagen som har incitamentsprogram använder köpoptioner och eller personal/syntetoptioner som minst en del av sin incitamentsprograms mix. Endast 25 procent av de herrelösa företagen har tantiem och bonusprogram som incitamentsprogram, Det incitamentsprogram som används minst är konvertibler, vilket endast används i 12 procent av företagen.

Jämförs resultaten mellan de 15 mest herrelösa företagen och de 31 herrelösa företagen kan relativt stora skillnader upptäckas. Personal/syntetoptioner är ungefär lika vanligt i de båda kategorierna, dock är köpoptioner betydligt vanligare i kategorin med de 15 mest herrelösa företagen. Tantiem är vanligare i kategorin med de 31 herrelösa företagen och konvertibler är ungefär lika vanligt i de båda kategorierna.

4.1.6 Fördelning av olika incitamentsprogram i företag med hög ägarkoncentration

Sammanställning över de 15 svenska företagen med
högst koncentration av ägare per 20031231



Av diagrammet framgår fördelningen av olika incitamentsprogram eller mixen av olika incitamentsprogram bland de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen.

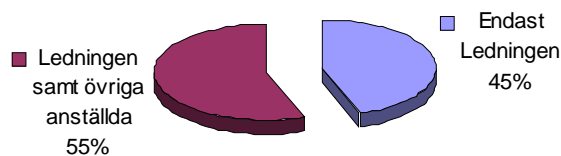
Den vanligaste mixen bland företagen med den högsta ägarkoncentrationen är enbart köpoptioner delat med enbart tantiem och bonusprogram. Båda dessa kategorier har 36 procent. Det vanligaste enskilda incitamentsprogrammet är köpoptioner med 50 procent. Detta innebär att hälften av företagen med den högsta ägarkoncentrationen som har incitamentsprogram använder köpoptioner som minst en del av sin incitamentsprograms mix.

Endast 28 procent av de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen har personal/syntetoptioner som incitamentsprogram, vilket skiljer sig markant från de 15 mest herrelösa företagen/alla herrelösa företag. Konvertibler används inte i något av de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen, vilket är en relativt stor skillnad jämfört med hur det ser ut för de herrelösa företagen.

Jämförs resultaten mellan samtliga tre diagram ovan, kan stora skillnader upptäckas. Personal/syntetoptioner är inte alls lika vanligt i de företag med hög ägarkoncentration som i de herrelösa. Enbart tantiem och bonusprogram är vanligare än i de tidigare kategorierna. I de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen är en mix av olika incitamentsprogram betydligt mer ovanlig. Det finns endast fyra olika kombinationer av system jämfört med sju respektive åtta i de två andra kategorierna.

4.1.7 Målgrupper för incitamentsprogrammen i herrelösa företag

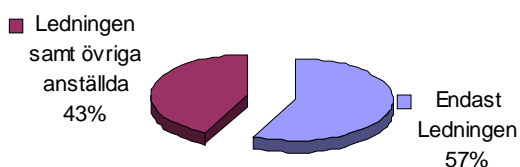
**Sammanställning av företag i Sverige 20031231
med största kapital/röst andel under 10%**



Av diagrammet framgår att i de fall då de 31 herrelösa företagen hade någon form av incitamentsprogram riktade sig 45 procent av programmen endast till företagsledningen samt att 55 procent av dessa företag hade någon form av incitamentsprogram som omfattade både företagsledningen och anställda.

4.1.8 Målgrupper för incitamentsprogram i de 15 mest herrelösa företagen

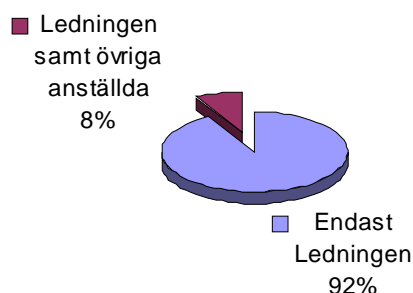
Sammanställning av de 15 företagen med lägst ägarkoncentration



Av diagrammet framgår att i de fall då de 15 mest herrelösa företagen hade någon form av incitamentsprogram riktade sig 57 procent av incitamentsprogrammen endast till företagsledningen samt att 43 procent av dessa företag hade någon form av incitamentsprogram som omfattade både företagsledningen och anställda.

4.1.9 Målgrupper för incitamentsprogram i företag med hög ägarkoncentration

Sammanställning över de 15 svenska företagen med högst koncentration av ägare per 20031231



Av diagrammet framgår att i de fall då de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen hade någon form av incitamentsprogram riktade sig 92 procent av incitamentsprogrammen endast till företagsledningen samt att 8 procent av dessa företag hade någon form av incitamentsprogram som omfattade både företagsledningen och anställda.

4.2 Sammanfattning för incitamentsprogram

Av de nio diagrammen ovan framgår följande. Av de 31 herrelösa företagen hade 94 procent någon form av incitamentsprogram. Av de 15 mest herrelösa hade 93 procent någon form av incitamentsprogram. Av företagen med den högsta ägarkoncentrationen hade 80 procent någon form av incitamentsprogram. Det var alltså 14 respektive 13 procent fler av de herrelösa företagen som hade någon form av incitamentsprogram.

Det vanligaste incitamentsprograms-mixen bland de herrelösa företagen var personal/syntetoptioner. Av de 15 mest herrelösa företagen var köp- och personal/syntetoptioner vanligast. Av företagen med den högsta ägarkoncentrationen var enbart tantiem och bonus eller enbart köpoptioner vanligast. Dessa två kategorier var lika stora. En tydlig skillnad var att kategorin personal/syntetoptioner var betydligt mer vanlig bland de herrelösa företagen. Bland de herrelösa företagen var dessutom en mix av olika incitamentsprogram betydligt vanligare än bland företagen med den högsta ägarkoncentrationen. De herrelösa företagen har därmed i större utsträckning en mix av olika incitamentsprogram än företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Dessutom är det mindre vanligt att personaloptioner ligger till grund för incitamentsprogramen i de företag som har den högsta ägarkoncentrationen.

Av de herrelösa företagen med incitamentsprogram riktade sig 55 procent av incitamentsprogramen till personalen såväl som till de ledande befattningstagarna. Av de 15 mest herrelösa företagen som hade någon form av incitamentsprogram, riktade sig 57 procent av programmen endast till företagsledningarna samt att 43 procent av dessa företag hade någon form av incitamentsprogram som omfattade både företagsledningen och anställda. Bland företagen med den högsta ägarkoncentrationen som hade incitamentsprogram riktade sig endast 8 procent av incitamentsprogramen till såväl anställda som företagsledningen.

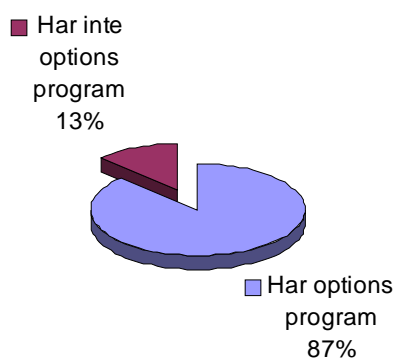
4.3 Analytiskt underlag avseende optionsprogram

I detta avsnitt redovisas förekomsten av optionsprogram i herrelösa företag, dvs. de 31 noterade företag där ingen av aktieägarna hade mer än 10 procent av rösterna eller 10 procent av kapitalet den 31 december 2003. Därefter redovisas förekomsten av optionsprogram i de

15 mest herrelösa företagen av de 31 herrelösa företagen. Efter detta redovisas förekomsten av optionsprogram i de 15 noterade företag som hade den högsta ägarkoncentrationen den 31 december 2003. Vidare redovisas fördelningen av olika optionsprogram för de herrelösa företagen och för företagen med den högsta ägarkoncentration. Efter detta redovisas målgrupperna för optionsprogrammen i de herrelösa företagen och i företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Avsnittet avslutas med en sammanfattning av det analytiska underlaget i denna del.

4.3.1 Herrelösa företag och optionsprogram

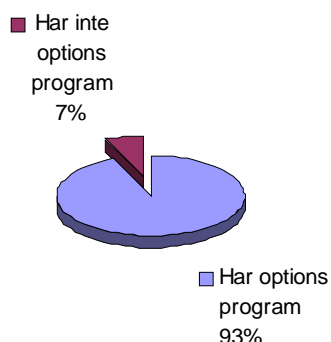
Sammanställning av företag i Sverige 20031231 med största kapital/röst andel under 10%



Av diagrammet ovan framgår att 13 procent av de herrelösa företagen saknade optionsprogram samt att 87 procent av dem hade någon form av optionsprogram. Andelen företag som har optionsprogram är mycket stor, då den helt övervägande delen av företagen i denna grupp har någon form av optionsprogram.

4.3.2 De 15 mest herrelösa företagen och optionsprogram

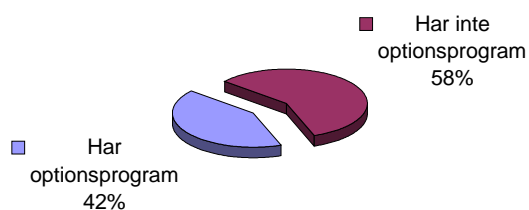
Sammanställning av de 15 företagen med
lägst ägarkoncentration



Av diagrammet ovan framgår att 7 procent av de mest herrelösa företagen saknade optionsprogram samt att 93 procent av dem hade någon form av optionsprogram. Andelen företag som har optionsprogram är stor, då den helt övervägande delen av företagen i denna grupp har någon form av optionsprogram.

4.3.3 Hög ägarkoncentration och optionsprogram

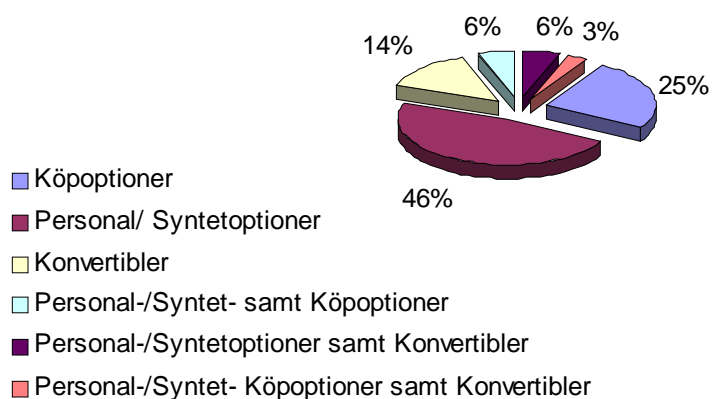
Sammanställning över de 15 svenska företagen med högst
koncentration av ägare per 20031231



Av diagrammet ovan framgår att 58 procent av företagen med den högsta ägarkoncentrationen saknade optionsprogram samt att 42 procent av dem hade någon form av optionsprogram.

4.3.4 Fördelning av optionsprogram i herrelösa företag

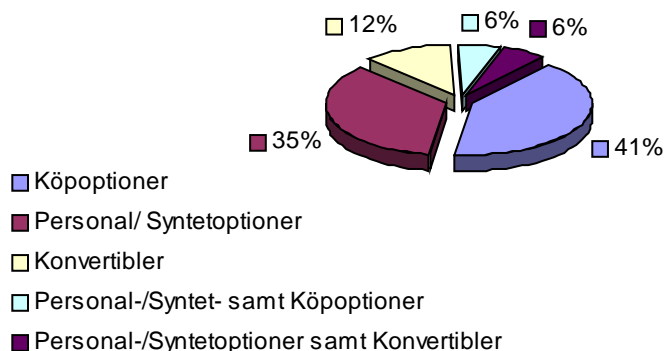
Sammanställning av företag i Sverige 20031231 med största kapital/röst andel under 10%



Av diagrammet framgår fördelningen av olika optionsprogram eller mixen av olika optionsprogram i de 31 herrelösa företagen. Den vanligaste mixen i de herrelösa företagen är enbart personal/syntetoptioner med 46 procent. Det vanligaste enskilda optionsprogrammet är även personal/syntetoptioner med 61 procent. Detta innebär att över hälften av de herrelösa företagen som har optionsprogram använder personal/syntetoptioner. Endast 34 procent av de herrelösa företagen har köpoptioner som optionsprogram, vilket senare kommer visa på en markant skillnad från de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Den typ av optionsprogram som används minst är konvertibler, vilket endast används i 23 procent av företagen.

4.3.5 Fördelning av optionsprogram i de 15 mest herrelösa företagen

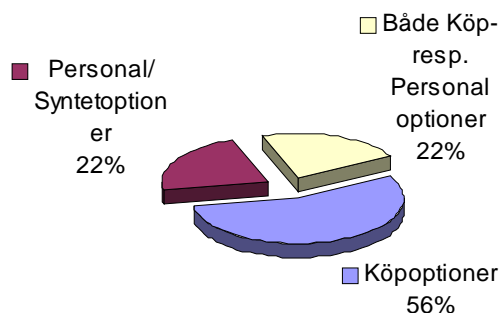
Sammanställning av de 15 företagen med lägst ägarkoncentration



Av diagrammet framgår fördelningen av olika optionsprogram eller mixen av olika optionsprogram i de 15 mest herrelösa företagen. Den vanligaste mixen i de 15 mest herrelösa företagen är enbart köpoptioner med 41 procent. Det vanligaste enskilda optionsprogrammet är köpoptioner delat med personal/syntetoptioner på 47 procent. Detta innebär att nästan hälften av de 15 mest herrelösa företagen som har optionsprogram använder både köpoptioner och personal/syntetoptioner. Det optionsprogram som används minst är konvertibler, vilket endast används i 12 procent av företagen. De mest betydelsefulla skillnaderna mellan de 31 herrelösa företagen och de 15 mest herrelösa är personal- och köpoptionerna. Andel företag som använder enbart personaloptioner eller personaloptioner som en del av sin mix är betydligt större bland de 31 herrelösa företagen. Köpoptionerna är betydligt vanligare bland de 15 mest herrelösa företagen.

4.3.6 Fördelningen av optionsprogram i företag med hög ägarkoncentration

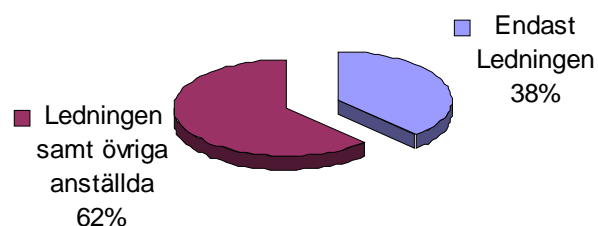
Sammanställning över de 15 svenska företagen med högst koncentration av ägare per 20031231



Av diagrammet framgår fördelningen av olika optionsprogram eller mixen av olika optionsprogram i de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Den vanligaste mixen i de företagen med högst ägarkoncentration är enbart köpoptioner med 56 procent. Det vanligaste enskilda optionsprogrammet är köpoptioner på 78 procent. Detta innebär att mer än tre fjärdedelar av de företagen med högst ägarkoncentration som har optionsprogram använder köpoptioner. 44 procent av företagen som har optionsprogram använder personaloptioner som en del av sin mix. Konvertibler används inte i något av företagen som lätt kan ses av diagrammet.

4.3.7 Målgrupper för optionsprogram i herrelösa företag

Sammanställning av företag i Sverige 20031231 med största kapital/röst andel under 10%



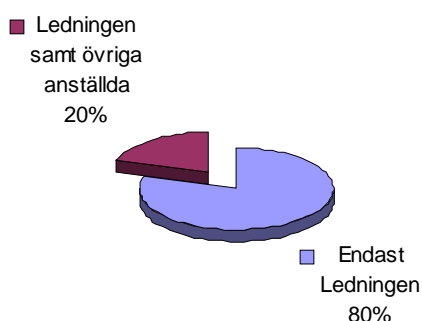
Av diagrammet framgår att 38 procent av optionsprogrammen riktade sig enbart till företagsledningarna i de 31 herrelösa företagen samt att 62 procent av optionsprogrammen riktade sig till både ledningen och anställda.

4.3.8 Målgrupper för optionsprogram i de 15 mest herrelösa företagen

Undersökningen visar att i de 15 mest herrelösa företagen riktade 50 procent av optionsprogrammen sig till företagsledningarna att samt att 50 procent av optionsprogrammen riktade sig till både ledningen och anställda. Andelen optionsprogram som riktade sig till såväl ledning som anställda var därmed något lägre än för gruppen herrelösa företag som helhet som redovisats ovan.

4.3.9 Målgrupper för optionsprogram i företag med hög ägarkoncentration

Sammanställning över de 15 svenska företagen med högst koncentration av ägare per 20031231



Av diagrammet framgår att 80 procent av optionsprogrammen riktade sig enbart till företagsledningarna i de 15 företagen med den högsta ägarkoncentration samt att 20 procent av optionsprogrammen riktade sig till både företagsledningarna och anställda. Andelen optionsprogram som riktade sig till såväl företagsledning som anställda är alltså betydligt lägre än i de två fallen ovan. Bland de 15 företagen med den högsta ägarkoncentration är det mindre vanligt att optionsprogram riktar sig till företagsledningarna såväl som till anställda.

4.4 Sammanfattning för optionsprogram

Av de nio diagrammen ovan framgår följande. Av de herrelösa företagen hade 87 procent någon form av optionsprogram. Av de 15 ”mest herrelösa” hade 93 procent någon form av optionsprogram. Av företagen med den högsta ägarkoncentrationen hade endast 42 procent någon form av optionsprogram. Det var alltså 45 respektive 51 procent fler av de herrelösa företagen som hade någon form av optionsprogram.

Det vanligaste optionsprograms-mixen bland de 31 herrelösa företagen var personal/syntetoptioner. Av de 15 mest herrelösa företagen var köp- och personal/syntetoptioner vanligast. Av företagen med den högsta ägarkoncentrationen var köpoptioner vanligast. En tydlig skillnad var att kategorin personal/syntetoptioner var betydligt mer vanlig bland de herrelösa företagen. Bland de herrelösa företagen var dessutom en mix av olika optionsprogram betydligt vanligare än bland företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Bland de herrelösa företagen var det vanligare med en mix av optionsprogram, än i de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Dessutom var det mindre vanligt att personaloptioner i de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen.

I de herrelösa företagen med optionsprogram riktade sig 62 procent av optionsprogrammen till personalen såväl som till ledningen. Bland de 15 mest herrelösa företagen som hade någon form av optionsprogram, riktades 50 procent av programmen till både personalen och ledningen. Bland företagen med den högsta ägarkoncentrationen som hade optionsprogram riktade sig endast 20 procent av optionsprogrammen till personalen såväl som till ledningen.

5 Slutdiskussion

Genom detta kapitel avslutas uppsatsen med en slutdiskussion enligt följande. Efter inledningen besvaras forskningsfrågan. Vidare behandlas studiens teoretiska bidrag. Därefter görs några reflektioner över studiens slutsatser. Avslutningsvis lämnas några förslag till fortsatt forskning.

5.1 Inledning

I inledningskapitlet har den historiska utvecklingen där ägarna överfört makt till professionella chefer beskrivits. I och med utvecklingen av professionella företagsledningar uppkom ett övervakningsproblem eftersom företagsledningen inte bar de fulla konsekvenserna för företagets värde och därmed styrdes av andra intressen än aktieägarna. Ett sätt att minska övervakningsproblemet kan vara att införa optionsprogram till företagsledningen. Det är dock inte säkert att optionsprogram i alla situationer löser övervakningsproblemet eller att det sker till en rimlig kostnad.

En hypotes utifrån bl.a. agentteorin, som närmare beskrivits i kapitel 3 ovan, är att herrelösa företag i större utsträckning skulle ha optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration. Anledningen till detta skulle vara att företagsledningen i herrelösa företag har lättare att införa optionsprogram som gagnar dem. Problemet är alltså ytterst att aktieägarna i herrelösa företag kan få betala mer till företagsledningen än ägare till företag med hög ägarkoncentration. Om ägarkoncentrationen är en faktor för förekomsten av optionsprogram till företagsledningen kan inte bedömas utifrån teori eller enstaka exempel. Syftet med uppsatsen är därför, som angetts i inledningskapitlet, att ta reda på om herrelösa företag i större utsträckning har optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration. Forskningsfrågan har formulerats enligt följande. Har herrelösa företag i större utsträckning optionsprogram till företagsledningen? En empirisk undersökning har genomförts för att besvara forskningsfrågan. Den empiriska undersökningen har redovisats i

kapitel 4 ovan. Närmast nedan kommer forskningsfrågan besvaras utifrån det empiriska underlaget.

5.2 Forskningsfrågan besvaras

För att få en bredare och mer heltäckande empiri, har som framgår av kapitel 4 förutom förekomsten av optionsprogram även förekomsten av incitamentsprogram undersökts. Undersökningen avseende incitamentsprogram kan som beskrivits i kapitel 4 ses som övre delen av en tratt där förekomsten av optionsprogram bildar den nedre delen. Detta kapitel följer samma mönster. Först kommer därför förekomsten av incitamentsprogram att beröras. Därefter kommer uppsatsens forskningsfråga besvaras. Slutligen ges ett sammanfattande svar.

5.2.1 Incitamentsprogram

För att få en bredare och mer heltäckande empiri, har som tidigare redovisats, förutom förekomsten av optionsprogram även förekomsten av incitamentsprogram undersökts.

En första fråga är därmed: Har herrelösa företag i större utsträckning incitamentsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration?

Denna fråga kan delas upp i två led:

Har herrelösa företag i större utsträckning incitamentsprogram än företag med hög ägarkoncentration?

Har herrelösa företag i större utsträckning incitamentsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration?

Utifrån det empiriska underlaget kan frågan ”*Har herrelösa företag i större utsträckning incitamentsprogram än företag med hög ägarkoncentration?*” besvaras med ett ja. Undersökningen visar att herrelösa företag i större utsträckning har incitamentsprogram än företag med hög ägarkoncentration. Av de 31 herrelösa företagen använde 94 procent av någon form av incitamentsprogram. Vidare framgår att de 15 mest herrelösa av de 31

herrelösa företagen använde incitamentsprogram i nästan samma omfattning som i gruppen som helhet. Incitamentsprogram är därmed inte vanligare i de herrelösa företag som har en ägarkoncentration som ligger närmare den övre gränsen (10 procent) än i de herrelösa företag som ligger närmare den undre gränsen. Av företagen med den högsta ägarkoncentration använde sig endast 80 procent av incitamentsprogram. Skillnaden är alltså 14 procent. Incitamentsprogram används alltså i större omfattning i de herrelösa företagen än i företag med hög ägarkoncentration. Mot bakgrund av dessa siffror kan följande slutsatser dras: Incitamentsprogram är vanligt, oavsett ägarkoncentration. Förekomsten av incitamentsprogram ökar i dock takt med att ägarkoncentrationen minskar.

Frågan ”*Har herrelösa företag i större utsträckning incitamentsprogram än företag med hög ägarkoncentration?*” har även specificerats till vilken form av incitamentsprogram som är vanligast bland de herrelösa företagen respektive bland företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Underlaget visar att en mix av olika incitamentsprogram är vanligare i de herrelösa företagen än i företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Av de 31 herrelösa företagen fanns åtta olika kombinationer av incitamentsprogram. Motsvarande siffra för de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen var fyra. De herrelösa företagen hade alltså dubbelt så många kombinationer. Bland de 31 herrelösa företagen hade 25 procent någon kombination mellan två eller flera incitamentsprogram. I de 15 mest herrelösa företagen var siffran 37 procent. Hos företagen med den högsta ägarkoncentration hade endast 14 procent av företagen en kombination av två eller fler incitamentsprogram. Mot bakgrund av detta kan man utgå ifrån att en kombination av flera olika incitament ökar då ägarkoncentrationen minskar.

Även frågan ”*Har herrelösa företag i större utsträckning incitamentsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration?*” kan besvaras med ett ja.

I samtliga fall där företag har incitamentsprogram omfattas företagsledningen⁶⁹ av någon form av incitamentsprogram. Eftersom 14 procent fler av de herrelösa företagen har incitamentsprogram, än de med den högsta ägarkoncentrationen, är det även 14 procent fler av de herrelösa företagen som har incitamentsprogram till företagsledningen. Skillnaden mellan de herrelösa företagen och de med den högsta ägarkoncentrationen får dock anses tillräckligt stor för att en slutsats kan dras utifrån den. Samtidigt är incitamentsprogram till anställda betydligt vanligare bland de herrelösa företagen än bland de 15 företagen med den högsta

⁶⁹ i vart fall VD.

ägarkoncentrationen. I de fall då incitamentsprogram användes i 31 herrelösa företagen riktade sig 55 procent av incitamentsprogrammen till såväl anställda som företagsledning. Bland de 15 mest herrelösa riktade sig 43 procent till såväl anställda som företagsledning. Av företagen med den högsta ägarkoncentrationen riktade sig endast 8 procent av incitamentsprogrammen till såväl anställda som företagsledning. Det är alltså nästan sju gånger så vanligt att anställda får ta del av incitamentsprogram i gruppen med 31 herrelösa företag, än i företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Omfattningen av incitamentsprogrammen tycks därmed öka då ägarkoncentrationen minskar. Reliabiliteten i denna slutsats försvagas dock något av att omfattningen varierar inom gruppen herrelösa företag.

5.2.2 Optionsprogram, forskningsfrågan besvaras

Uppsatsens forskningsfråga är följande: Har herrelösa företag i större utsträckning optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration?

Forskningsfrågan kan delas upp i två led:

Har herrelösa företag i större utsträckning optionsprogram än företag med hög ägarkoncentration?

Har herrelösa företag i större utsträckning optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration?

Utifrån det empiriska underlaget kan frågan "Har herrelösa företag i större utsträckning optionsprogram än företag med hög ägarkoncentration?" besvaras med ett ja. Herrelösa företag har i större utsträckning optionsprogram än företag med hög ägarkoncentration. Av de 31 herrelösa företagen använde sig 87 procent av optionsprogram. Av de 15 företagen med den högsta ägarkoncentrationen hade endast 42 procent någon form av optionsprogram. Skillnaden uppgår till 45 procent. Optionsprogram förekommer därmed i dubbelt så stor utsträckning i de herrelösa företagen, än i företagen med den högsta ägarkoncentrationen. De 15 mest herrelösa av de 31 herrelösa företagen hade optionsprogram i något större utsträckning än i gruppen som helhet. Av de 15 mest herrelösa företagen hade 93 procent någon form av optionsprogram. Mot bakgrund av detta kan följande slutsatser dras: Optionsprogram är betydligt vanligare i herrelösa företag än i företag med hög

ägarkoncentration. Förekomsten av optionsprogram ökar då ägarkoncentrationen minskar. Denna slutsats kan dras eftersom optionsprogram var vanligare bland de 15 mest herrelösa företagen än i gruppen som helhet dvs. bland de 31 herrelösa företagen.

Frågan *"Har herrelösa företag i större utsträckning optionsprogram än företag med hög ägarkoncentration?"* har även specificerats till vilken form av optionsprogram som är vanligast bland de herrelösa företagen och bland företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Det empiriska underlaget visar att en mix av olika optionsprogram är vanligare i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration. Bland de 31 herrelösa företagen fanns sex olika kombinationer av optionsprogram. Siffran hos företagen med den högsta ägarkoncentrationen var tre. I gruppen herrelösa företag fanns alltså dubbelt så många kombinationer. Bland de herrelösa företagen hade 15 procent någon kombination mellan två eller fler sorters optioner. För de 15 mest herrelösa företagen var siffran 12 procent. Av de 15 företagen med den högsta ägarkoncentration hade 22 procent av företagen en kombination av två eller fler optionsprogram. Detta leder till följande slutsats: I de fall då optionsprogram förekommer i företag med hög ägarkoncentration är det vanligare med en kombination av två eller fler optionsprogram. Dock är skillnaden i inte särskilt stor. Reliabiliteten är därmed inte särskilt hög.

Utifrån det empiriska underlaget kan frågan *"Har herrelösa företag i större utsträckning optionsprogram till företagsledningen än företag med hög ägarkoncentration?"* , dvs. uppsatsens forskningsfråga besvaras med ett ja. I samtliga fall där företag har optionsprogram omfattas företagsledningen⁷⁰ av någon form av optionsprogram. Eftersom 45 procent fler av de 31 herrelösa företagen har någon form av optionsprogram, än de 15 med den högsta ägarkoncentrationen, är de även 45 procent fler av de herrelösa företagen som har någon form av optionsprogram till företagsledningen. Skillnaden mellan de 15 mest herrelösa är än mer markant, hela 51 procent fler av dessa har någon form av optionsprogram till företagsledningen. Samtidigt är optionsprogram till anställda vanligare i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration. I de fall då optionsprogram användes i gruppen 31 herrelösa företagen riktade sig 62 procent till såväl anställda som företagsledning. Bland de 15 mest herrelösa riktade sig 50 procent av optionsprogrammen till de anställda. Bland företagen med den högsta ägarkoncentration riktade sig endast 20 procent av optionsprogrammen till såväl anställda som företagsledning. Det är alltså mer än tre gånger så vanligt att vanliga anställda

⁷⁰ I vart fall VD

får ta del av optionsprogram i de 31 herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration. Omfattningen av optionsprogrammen tycks därmed öka då ägarkoncentrationen minskar. Reliabiliteten i denna slutsats försvagas dock något av att omfattningen varierar inom gruppen herrelösa företag.

5.2.3 Sammanfattande svar

Utifrån detta avsnitt kan följande sammanfattande svar ges. Både incitamentsprogram och optionsprogram är betydligt vanligare i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration. Skillnaden är tydligast avseende optionsprogram. Särskilt personaloptioner är betydligt vanligare i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration. Dock framgår att personaloptioner är något mindre vanligt bland de 15 mest herrelösa företagen. Skillnaderna är så stora att forskningsfrågan kan besvaras med ett klart ja: Det är betydligt vanligare med optionsprogram till företagsledningen i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration.

5.3 Studiens teoretiska bidrag

Enligt flera artiklar angående agentteori, kan optionsprogram och andra incitamentsprogram användas för att få företagsledningens intresse att bättre överensstämja med aktieägarnas dvs. Särskilt optionsprogram antas fungera som incitament. För att ett optionsprogram verkligen skall ha den avsedda effekten måste dock en rad faktorer stämma, bl.a. måste ett optionsprogram medföra att företagsledningens planeringshorisont överensstämmer med aktieägarnas.

Den genomförda studien besvarar inte om optionsprogram eller incitamentsprogram verkligen har någon positiv effekt på de aktuella företagens utveckling och resultat. Studien visar dock att incitamentsprogram och särskilt optionsprogram används mycket frekvent av noterade svenska företag, både bland de företag som har en mycket hög ägarkoncentration och bland de företag som kan betecknas som herrelösa. Detta får anses ge visst stöd för att de ur aktieägarnas synpunkt uppfattas som rationellt att införa incitament- och optionsprogram då det även bland företag med mycket hög ägarkoncentration är mycket vanligt med incitaments

och optionsprogram. Resultatet ger således visst stöd för antagandena inom agentteorin, att det kan vara rationellt att införa incitaments och optionsprogram.

Agentteorin förutsäger även att incitament- och optionsprogram skulle vara vanligare i herrelösa företag. I herrelösa företag saknar styrelser ofta starka finansiella bindningar och har lägre humankapital. Beroende på styrelsens bristande kunskap eller bristande engagemang är det enligt teorin lättare att införa incitamentsprogram och optionsprogram i herrelösa företag än i företag med styrelser som har starka finansiella bindningar och högt humankapital.

En annan viktig orsak till att incitaments- och optionsprogram skulle vara vanligare i herrelösa företag är det föreligger en större informationsasymmetri mellan företagsstyrelser och företagsledningar i herrelösa företag. En företagsledning har i allmänhet större kunskap om ett företags ställning och framtidsutsikter än företaget styrelse. Informationsasymmetrin ökar dock när styrelserna saknar starka finansiella bindningar. Anledningen till detta är att styrelsens har mindre incitamentet för övervakning och gapet blir därmed större.

Den genomförda studien visar att det är betydligt vanligare med incitamentsprogram, särskilt optionsprogram och i synnerhet personaloptioner i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration. Resultatet ger stöd för att det förhåller sig på det sätt som agentteorin förutsäger dvs. att det är lättare att införa incitament- och optionsprogram i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration.

Ett intressant resultat i studien är att incitament- och optionsprogrammen i de herrelösa företagen i var mer omfattande, då de i betydligt större utsträckning även omfattade andra anställda än företagsledningen. Det bör dock noteras att bland de 15 mest herrelösa företagen var något färre än för gruppen herrelösa företag som helhet som hade personaloptioner, vilket försvagar reliabiliteten något.

Agentteorin tar främst sikte på relationen ägareföretagsledningen och företagsledningens specifika roll. Men det finns inget som hindrar att modellen appliceras på anställda som inte tillhör företagsledningen. Den genomförda studien ger i detta hänseende ett teoretiskt bidrag genom att även anställda i de herrelösa företagen i mycket högre utsträckning fått del av incitaments- och optionsprogrammen än i företagen med den högsta ägarkoncentrationen. Den genomförda studien ger med andra ord en öppning för att inte bara företagsledningen

utan även anställda kan ha lättare att genomdriva optionsprogram i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration. Det kan dock finnas andra förklaringar till att fler anställda omfattades i de herrelösa företagen. Under alla förhållanden bör dock en agentteoretisk analys eller annan teoretisk analys även innefatta de anställda som en viktig intressegrupp vid sidan av den traditionella agentteorin som främst fokuserar på relationen mellan företagsledning och aktieägare.

5.4 Reflektion över studiens slutsatser

Studien har gett ett positivt svar på forskningsfrågan. Det är betydligt mer vanligt med incitamentsprogram och särskilt optionsprogram till företagsledningen i herrelösa företag än i företag med hög ägarkoncentration. Möjligen kan det finnas andra förklaringar till detta än de som berörs i denna uppsats och i agentteorin som ligger till grund för uppsatsen.

En möjlig förklaring skulle t.ex. kunna vara att företagen i de två undersökta grupperna skiljer sig på ett sådant sätt att skillnaderna i förekomst av optionsprogram kan förklaras utifrån detta. Det kan dock konstateras att de inom båda grupperna rör sig om företag i vitt skilda branscher och storlekar.

Någon beräkning av hur mycket optionsprogrammen kostat företagen, har inte genomförts. Inte heller har frågan om vilket värde som tillkommit dem som fått ta del av programmen undersökts. Värdet av optioner är svårt att uppskatta, det är svårt att avgöra vilket värde som ska mätas, värdet av optionerna när de utfärdas, värdet på vägen eller det slutgiltiga utfallet. I många fall är det slutgiltiga utfallet inte klart, därmed går det inte att uppskatta detta. Undersökningen ger inte heller svar på om gruppen herrelösa företag i praktiken haft högre kostnader med anledning av införda optionsprogram än företagen med hög ägarkoncentration.

En reflektion är att aktieutvecklingen i vissa av de företag som ingår i studien kan tänkas ha varit negativ under de senaste åren. Många optioner kan därmed ha saknat värde vid lösen-tidpunkten. Kostnaden för optionsprogram kan därför i vissa fall tänkas ha stannat vid den som kostnad som uppkommer för att införa själva programmet. Till detta kommer att de som deltagit i programmen i vissa fall kan ha avstått löneutrymme för att i stället få del av optionsprogram. I extrema fall kanske företag som har optionsprogram och där anställda

avstått från lön, på grund av en dålig kursutveckling fått lägre personalkostnader än vad de skulle ha haft om de inte infört optionsprogram.

5.5 Förslag till fortsatt forskning

Fortsatt forskning på området kan ske genom att testa hypoteserna som framkommit i denna uppsats på andra geografiska marknader.

Vilka andra faktorer förutom ägarkoncentration inverkar på förekomsten av optionsprogram?

Varför har herrelösa företag optionsprogram i större utsträckning än företag med hög ägarkoncentration? – Är agentteorin den enda förklaringsmodellen?

Hur har förekomsten av optionsprogram förändrats under de senaste 5 åren i respektive företagsgrupp (herrelösa – företag med hög ägarkoncentration)?

Vilket sorts optionsprogram är vanligast för företagsledningar respektive anställda? Hur skiljer sig dessa två åt? Och varför finns det en eventuell skillnad?

Vad gör ett optionsprogram effektivt?

Litteratur- och källförteckning

Tidningsartiklar

H Hultschinder, "Skandias USA-bonusar kan överstiga en miljard", Dagens industri, 2004-04-20.

P.G. Gyllenhammar, "Svenskt dravel om etiska regler", Dagens Nyheter, 2003-12-30.

K. Steneberg, "Guldkantat slut för Stenbecks chefer", Dagens Industri, 2004-08-20.

Litteratur

Sven Olof Arlebäck, "Från ägarmakt under ansvar till företagsledarmakt", Lund University Press, 1995, Lund.

Judith Bell, "Introduktion till forskningsmetodik", Studentlitteratur, 1993, Lund.

Clas Bergström & Per Samuelsson, "Aktiebolagets grundproblem", Nerenius & Santérus, 1 uppl. 1997, Stockholm.

Clas Bergström & Per Samuelsson, "Aktiebolagets grundproblem", Nerenius & Santérus, 2 uppl. 2001, Stockholm.

Mikael Borg, "Aktierelaterade incitamentsprogram –en civilrättslig studie", Jure bokhandel, 2003, Stockholm.

Bryman & Bell, "Business Research Methods", Oxford Publishing, 2003, New York.

Chandler and Deames, "Managerial Hierarchies: Comparative perspectives on the rise of modern industrial enterprise", Harvard U.P. 1980.

Dag Ingvar Jacobsen, "Vad, hur och varför?", Studentlitteratur, 2002, Lund.

Ulf Lundahl & Per-Hugo Skärvad, "Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer", Studentlitteratur, 1999, Lund.

Sven-Ivan Sunnqvist mfl., "Ägarna och makten i Sveriges börsföretag", Bokförlaget DN, 2004, Stockholm.

Conny Svenning, "Metodboken – Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling", Lorentz, 1999, Eslöv.

Bibliografi

- S-O Collin**, "Aktiebolagets kontroll", Wallin & Dalholm Boktryckeri, 1990, Lund.
- C. Edling & P. Hedström**, "Kvantitativa metoder – grundläggande analysmetoder för samhälls- och beteendevetare", Studentlitteratur, 2003, Lund.
- L. Edvardsson**, "Skatteregler för incitamentsprogram", Norstedts juridik, 2002, Stockholm.
- B. Hall**, "What you need to know about stock options", B. Harvard Business Review March/April 2000.
- E. Hansson**, "Optionsprogram för anställda – en studie av Svenska börsföretag, Licentiatavhandling linköpings universitet", Linköping, 2001.
- S. Huddart**, "Employee stock options", Journal of Accounting & Economics, nr 18, s 207-230, juni 1994.
- J. Hull**, "Options, Futures and other derivative securities", Prentice Hall, 1989, Englewood Cliffs N.J.
- M. Jensen and K. Murphy**, "Performance Pay and Top-management incentives" Journal of political Economy, vol 98 nr 21 s 225-264, 1990.
- A. Rappaport**, "New thinking on how to link executive pay with performance", A Business Review March/April 1999.
- R. Rundfelt**, "Tendenser i börsföretagens årsredovisningar 1987", Desk Top publishing, 1988, Stockholm.
- R. Skog**, "God sed på aktiemarknaden i fråga om inciamentsprogram", Balans nr 4 2001.
- R. Skog**, "Externredovisning av incitamentsprogram", Balans 1 och 2, 2000.
- R. Skog**, "Inciamentsprogram –köptioner: Vad är god sed på aktiemarknaden?" Balans nr 1, 2000.
- R. Skog**, "Inciamentsprogram –vad är god sed på aktiemarknaden? Aktier, konvertibler och syntetiska optioner", Balans nr 2, 2000.

Årsredovisningar, 2003 års upplaga

Artimplant

Aspiro

Billerud

Biolin

Brio

BTS Group

Capio

Castellum

D.Carnegie & Co

Displayit

Enea Data

Eniro

Fagerhult

Finnveden

HiQ International

JM

Kungsleden

Labs2 Group

LGP Allgon Holding

Mandator

Modul 1

Net Insight

Nexus

Nilörngruppen

Precise Biometrics

Pro Act IT Group

Raysearch labs

Realia

Sandvik

Sapa

Sardus

SBT

Seco Tools

Semcon

Skandia

Stille AB

Swedish Match

Switch Core

Säki
Telelogic
Ticket
TITE AB
Strålfors
Traction
TV4
VBG

Muntliga källor/respondenter

Nils-Ove Andersson, Ekonomichef Finnveden, den 16 november 2004.

Ola Einarsson, Finanschef Raysearch labs, den 16 november 2004.

Anbritt Hagman, Ekonom VBG, den 17 november 2004.

Håkan Hellström, Ekonomichef Castellum, den 16 november 2004.

Jörgen Karlsson, Ekonomichef Aspiro, den 17 november 2004.

Thomas Lindhardt, "Vice President Corporate Finance & Head of Capio Healthcare Properties"
Capio, den 16 november 2004.

Fredrik Malm, Ekonomichef HiQ International, den 17 november 2004.

Kurt Nordlund, Marknadschef Seco Tools, den 18 november 2004..

Mikael Olsson, Ekonomichef Stille AB, den 18 november 2004.

Fredrik Palmstierna, VD Säki, den 17 november 2004.

Bo Gösta Rönnerberg, VD TITE AB, den 18 november 2004.

Björn Stål, Ekonomichef Biolin, den 17 november 2004.

Erik Toray, Ekonomichef Realia, den 17 november 2004.

Claes Magnus Åkesson, Ekonomichef, JM, den 17 november 2004.

Klas Åström, Ekonomichef Traction, den 18 november 2004.

Övriga källor

Årsredovisningslagen

Aktiemarknadsnämndens rekommendationer

Aktieägarstatistik, Aktieägarstatistik i företag noterade på svensk marknadsplats, Juni 2004, Sveriges Officiella Statistik, SCB FM 20 SM 0402

Appendix

Samtalsmall

Hej. Jag heter Kim Ljunggren/Andreas Lentonsson/Per Holmgren och jag ringer från Lunds Universitet. Jag skriver en uppsats om skillnader avseende incitamentsprogram mellan herrelösa företag och företag med starka ägare. Jag har fyra korta frågor som jag skulle behöva ställa till VD, Ekonomichefen eller motsvarande, skulle det vara möjligt att genomföra?

Checklista/Frågeformulär

1. Har ert företag någon form utav incitamentsprogram?
2. Om ja, vilken sort? Köpoptioner, Teckningsoptioner, Syntetoptioner, konvertibler, Vinstdelningsprogram eller annat?
3. Vem riktar sig incitamentsprogrammet till?
4. Hur mycket rör det sig om? i antal optioner eller rena pengar?

Insamlad information i tabell format samt underlag för diagram

Sammanställning över de 15 svenska företagen med högst koncentration av ägare per 20031231

Företagsnamn	De 10 Största ägarna i % av Kapital	Incitaments Program	Köptioner	Personal - /Syntetoptioner	Konvertibler	Erbjudna	Antal/Belopp	Börsvärde mkr
VBG	92,9	Ja, Tantiem	Nej	Nej	Nej	Ledningen 4 pers.	VD max 33% övr. 25% av lön	308
Sapa	92,2	Ja	Ja	Ja		Ca 60 Chefer	868 261 optioner totalt -98,-99,-00,-01	6 563
Fagerhult	89,9	Ja	Ja	Nej	Nej	Ca 20 Chefer	107 000 optioner	1 317
Säkl	89,9	Nej	-	-	-	-	-	1 680
Brio	89,6	Ja, Tantiem	Nej	Nej	Nej	Ledningen 8 pers.	VD max 1/2 årslön, övr. 1/3 årslön	213
Stille	89,4	Ja	Nej	Nej	Nej	Ledningen	Individuell bonus	60
BTS Group	89,3	Ja	Ja	Nej	Nej	Ledningen	71 587 optioner totalt -00 löptid 4-5 år	180
Seco Tools	89,2	Ja, Tantiem	Nej	Nej	Nej	Ledningen 5 pers.	Max 35% av total lön	7 929
TITE	89,2	Ja	Nej	Nej	Nej	Ledningen	Individuell bonus	42
Nilörngruppen	89,1	Nej	-	-	-	-	-	145
Realia	87,8	Nej	-	-	-	-	-	941
RaySearch Lab.	87,1	Ja	Ja	Nej	Nej	Max 26 pers.	Max 914 000 optioner	263
Strålfors	87,0	Ja	Ja	Ja	Nej	Ledningen 10 pers.	289 000 optioner totalt -00 löptid 4-6 år	1 090
Traction	86,4	Ja, Tantiem	Nej	Nej	Nej	Ledningen	Ingen utdelning 2003	459
TV4	85,9	Ja, Tantiem	Nej	Nej	Nej	Ledningen	0,2 % av Netto resultat >100msek	2 980

Högst ägarkoncentration

Företagsnamn	inc Incitaments Program	opt Köptioner	opt Personal/ Syntetoptioner	opt Konvertibler	opt Både Köp- resp. Personal optioner	inc Tantien och Bonusprogra m	inc Erbjudna	opt Erbjudna	opt Optionsprogram	Börsvärde mkr	
VBG		1	0	0	0	0	1	1	0	0	308
Sapa		1	1	1	0	1	0	1	1	1	6 563
Fagerhult		1	1	0	0	0	0	1	1	1	1 317
Säkl		0	0	0	0	0	0	0	0	0	1 680
Brio		1	0	0	0	0	1	1	0	0	213
Stille		1	0	0	0	0	0	1	0	0	60
BTS Group		1	1	0	0	0	0	1	1	1	180
Seco Tools		1	0	0	0	0	1	1	0	0	7 929
TITE		1	0	0	0	0	0	1	0	0	42
Nilörngruppen		0	0	0	0	0	0	0	0	0	145
Realia		0	0	0	0	0	0	0	0	0	941
RaySearch Lab		1	1	0	0	0	0	0	0	1	263
Strålfors		1	1	1	0	1	0	1	1	1	1 090
Traction		1	0	0	0	0	1	1	0	0	459
TV4		1	0	0	0	0	1	1	0	0	2 980
Nämnare:		12	5	2	0	2	5	11	4	5	

Sammanställning av företag i Sverige 20031231 med största kapital/röst andel under 10%

Företagsnamn	De 10 Största ägarna i % av Kapital	Incitaments Program	Köptioner	Personal - /Syntet- optioner	Konvertible Erbjudna r	Antal/Belopp	Börsvärde mkr	
Kungsleden	3,6	Ja, Bonus system	Nej	Nej	Nej	Ledningen 6 pers.	Rörlig del max 1 årslön, individuell bonus	3 659
Billerud	4,2	Ja	Nej	Nej	Ja	Ledningen/ö. Anställda	300 000 opt. 5-åriga/ 268 047 konv. 5-åriga	6 283
Aspiro	4,4	Ja, Bonus system	Ja	Nej	Nej	Ledningen	Bonus max 40% årslön, mark.pris optioner	67
Ticket	4,6	Ja	Nej	Ja	Nej	Ledningen	1 000 000 opt. tot. -00,-01,-03 2-3-åriga	213
Swedish Match	4,8	Ja, Tantiem	Ja	Nej	Nej	Ledningen ca 10 pers.	7 606 677 opt. tot. -03,-04,-05,-06 2-åriga	25 842
Semcon	5,0	Ja	Ja	Ja	Nej	Ledningen/ö. Anställda	236 000 köpop./ 217 900 opt. -02, 3-åriga	270
Biolin	5,1	Ja	Ja	Nej	Nej	Ledningen	1 162 238 optioner totalt	52
Mandator	5,1	Ja, Bonus system	Nej	Ja	Ja	Alla anställda	1 000 000 opt. 2001 5-åriga, konv. Till 2029	119
Labs2 Group	5,5	Ja	Nej	Ja	Nej	Alla anställda	7 620 000 optioner 1999 5-åriga	113
Switch Core	5,8	Ja	Nej	Ja	Nej	Ledningen ca 6 pers.	384 525 opt. tot. -99,-01,-02	764
HiQ International	5,9	Ja, Tantiem	Ja	Nej	Nej	Alla anställda	Ledning tantiem; alla kan köpa optioner	590
Finnveden	6,4	Ja, Bonus system	Ja	Nej	Nej	Ledningen 4 pers.	VD max 35% av årslön, öv.20%; +25000opt.	1 146
SBT	6,8	Nej	-	-	-	-	-	39
Artimplant	6,9	Ja	Ja	Nej	Nej	Ledningen	1 845 840 optioner över -00,-02 4-6-åriga	273
Telelogic	6,9	Ja, Tantiem	Nej	Ja	Nej	Ledningen/ö. Anställda	7 690 395 opt. tot. -00,-01,-03 4-5-åriga	2 351
Modul 1	7,1	Ja	Nej	Ja	Nej	Alla anställda	2 800 000 optioner 2001 5-åriga	111
D.Carnegie & Co	7,3	Ja, Tantiem	Nej	Ja	Nej	Ledningen/ö. Anställda	7 200 000 optioner tot -02,-03,-04; 3-åriga	4 736
Precise Biometrics	7,3	Ja	Nej	Ja	Nej	Alla anställda	110 000 optioner totalt -01 2-åriga	
Castellum	7,4	Ja	Nej	Nej	Nej	Ledningen 8 pers.	Individuell bonus max 1/2 årslön	7 310
Displayit	7,4	Ja	Nej	Nej	Ja	ej spec.	ej spec.	35
Skandia	7,4	Ja	Nej	Ja	Nej	Ledningen/ö. Anställda	7 111 800/ 38 147 900 opt.tot.-00,-01,-02,-03	26 817
Net Insight	7,6	Ja	Ja (End. Led.)	Ja	Nej	Ledningen/ö. Anställda	543 600 köp../4 760 000 opt. -02,-03 5-åriga	348
Enea Data	8,0	Ja, Bonus system	Nej	Nej	Nej	Ledningen/Säljare	Individuell bonus	838
Sandvik	8,2	Ja	Ja	Ja	Ja	Ledningen	560 900 optioner/4 360 150 konv.	64 160
Eniro	8,4	Ja	Nej	Ja	Nej	Alla anställda	704 700 optioner år 2000 4-åriga	
JM	8,4	Ja, Bonus system	Nej	Nej	Nej	Ledningen	VD 0-1,2m sek, koncernledn. 2-7 månadsl.	2 975
Nexus	9,2	Ja	Nej	Ja	Ja	Ledningen/ö. Anställda	5 735 961 opt. tot./ 419 287 konv.	247
Pro Act IT Group	9,4	Ja, Tantiem	Nej	Ja	Nej	Ledningen/ö. Anställda	4,8 msek Tantiem/100 000 optioner totalt	225
Sardus	9,8	Ja	Nej	Ja	Nej	Ledningen ca 30 pers.	460 000 optioner -03, 5-åriga	1 050
Capio	9,9	Ja	Nej	Ja	Nej	Ledningen ca 100 pers.	3 715 400 optioner totalt	4 504
LGP Allgon Holding	-	-	-	-	-	-	Uppköpta av Powerwave	302

Sammanställning av företag i Sverige 20031231 med största kapital/röst andel under 10%

Företagsnamn	De 10 Största ägarna i % av Kapital	Incitaments Program	Options program	Köp optioner	Personal/Syntet-optioner	Konvertibler	Personal-/Syntet- samt Köpoptioner	Personal-/Syntetoptioner samt Konvertibler	Personal-/Syntet- samt Köpoptioner samt Konvertibler	Tantien och Bonus program	Tantien och Bonus program samt optioner	Målgrupp	Målgrupp
Kungsleden	3,6	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1 -	
Billerud	4,2	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Aspiro	4,4	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Ticket	4,6	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1
Swedish Match	4,8	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Semcon	5,0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0
Biolin	5,1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Mandator	5,1	1	1	0	1	1	0	1	0	0	0	1	0
Labs2 Group	5,5	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Switch Core	5,8	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1
HiQ International	5,9	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0
Finnveden	6,4	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
SBT	6,8	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Artimplant	6,9	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Telelogic	6,9	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0
Modul 1	7,1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
D.Carnegie & Co	7,3	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0
Precise Biometrics	7,3	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Castellum	7,4	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Displayit	7,4	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Skandia	7,4	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Insight	7,6	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0
Enea Data	8,0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0 -	
Sandvik	8,2	1	1	1	1	1	0	0	1	0	0	1	1
Eniro	8,4	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
JM	8,4	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1 -	
Nexus	9,2	1	1	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0
Pro Act IT Group	9,4	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0
Sardus	9,8	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1
Capio	9,9	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1
LGP Allgon Holding	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nämnamn:		29	27	9	17	5	2	2	1	3	8	13	11

Sammanställning av de 15 företagen med lägst ägarkoncentration

Företagsnamn	De 10 största ägarna i % av Kapital	Incitamentsprogram	Optionsprogram	Köpoptioner	Personal/ Syntetoptioner	Personal/ Konvertibler	Personal- /Syntet- samt Köpoptioner	Personal- /Syntetoptioner/ Konvertibler	Personal- /Syntet- samt Köpoptioner	Personal- /Syntet- samt Konvertibler	Inc Bonusprogram	Inc Bonusprogram	Inc Målgrupp	opt Målgrupp
Kungsleden	3,6	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
Billerud	4,2	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Aspiro	4,4	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Ticket	4,6	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Swedish Match	4,8	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Semcon	5,0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Biolin	5,1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Mandator	5,1	1	1	0	1	1	0	1	0	0	0	1	0	0
Labs2 Group	5,5	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Switch Core	5,8	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
HiQ Int.l	5,9	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
Finnveden	6,4	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
SBT	6,8	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Artimplant	6,9	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Telelogic	6,9	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0
		14	14	7	6	2	1	1	0	0	1	6	8	7