

Fek 581 – Kandidatseminarium Finansiering

Aktierelaterade incitamentsprogram *- påverkan på ägarvärdet?*

Datum: 7 juni 2004

Handledare: Hossein Asgharian & Tore Eriksson

Författare: Magnus Edmén & Anders Westlund

1. INLEDNING	4
1.1 BAKGRUND.....	4
1.2 PROBLEMFÖRMULERING.....	4
1.1 SYFTE.....	5
1.3 AVGRÄNSNINGAR.....	6
1.3.1 Geografisk avgränsning.....	6
1.3.2 Bolagstorlek.....	6
1.3.3 Studiens tidsperiod.....	6
1.3.4 Aktierelaterade incitamentsprogram.....	6
1.3.5 Aktierelaterade incitamentsprogram till anställda.....	6
1.4 MÅLGRUPP OCH FÖRKUNSKAPER.....	6
1.5 DISPOSITION.....	7
1.6 BEGREPPSDEFINITIONER.....	8
2. METOD	10
2.1 KVANTITATIV METOD.....	10
2.2 ANSATS.....	11
2.3 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT.....	12
2.3.1 Sekundär data.....	12
2.3.2 Primär data.....	13
2.4 BEARBETNING AV MATERIAL.....	14
2.4 METODKVALITÉ OCH KÄLLKRITIK.....	16
2.4.1 Reliabilitet.....	16
2.4.2 Validitet.....	17
2.4.3 Samtidskrav.....	18
2.4.4 Tendenskritik.....	18
2.4.5 Etiska överväganden.....	19
2.4.6 Källkritik.....	19
3. TEORETISK REFERENS RAM – PRINCIPAL-AGENTTEORI	22
3.1 ALLMÄNT OM TEORIN.....	22
3.2 GRUNDLÄGGANDE ANTAGANDEN.....	22
3.3 KONTRAKTSTYPER.....	24
3.4 AGENTKOSTNADER.....	24
3.5 PRINCIPAL-AGENTTEORINS RELEVANS I SAMMANHANGET.....	25
3.6 KRITIK MOT PRINCIPAL-AGENTTEORIN.....	25
4 PRAKTISK REFERENS RAM - AKTIERELATERADE INCITAMENTS PROGRAM	26
4.1 HISTORIK.....	26
4.2 MOTIV BAKOM VARFÖR AKTIERELATERADE INCITAMENTS PROGRAM INFÖRS.....	26
4.3 UTFORMNING AV AKTIERELATERADE INCITAMENTS PROGRAM.....	27
4.3.1 Köptionsprogram.....	27
4.3.2 Syntetiska köptionsprogram.....	28
4.3.3 Teckningsoptionsprogram.....	29
4.3.4 Konvertibelprogram.....	30
4.3.5 Personaloptioner.....	30
4.3.6 Övrigt.....	31
4.4 KRITIK MOT AKTIERELATERADE INCITAMENTS PROGRAM.....	32
4.5 TIDIGARE STUDIER PÅ OMRÅDET.....	33
5. HYPOTESER	34
6. UNDERSÖKNINGSDESIGN	36
6.2 EVENTSTUDIE I – HYPOTES I.....	36
6.2.1 Steg 1 – Definition av händelse.....	36
6.2.2 Steg 2 – Urvalsmetod.....	36
6.2.3 Steg 3 – Definition av normal och abnormal avkastning.....	37
6.2.4 Steg 4 – Beräkningsgång.....	37
6.2.5 Steg 5 – Testning.....	40
6.2.6 Övriga steg.....	40

6.3 EVENTSTUDIE II – HYPOTES II	40
6.3.1 Definition av händelse	40
6.3.2 Urvalsmetod.....	41
6.3.3 Övriga steg.....	41
6.4 AVKASTNING RELATIVT BRANSCHINDEX – HYPOTES III.....	41
6.4.1 Urval.....	41
6.4.2 Databearbetning och konkret hypotes	41
7. RESULTAT	43
7.1 DATAINSAMLING	43
7.2 POPULATIONEN.....	43
7.3 HYPOTES I	44
7.3.1 Känt startdatum	44
7.3.2 Schablonmässigt startdatum	46
7.4 HYPOTES II.....	48
7.5 HYPOTES III.....	49
8. ANALYS	51
8.1 TEORETISKA PERSPEKTIV.....	52
8.1.1 Effektivitetsökning vs agentkostnader.....	52
8.1.2 Kontraktets utformning	52
8.1.3 Principal-Agentteorins antaganden felaktiga	53
8.2 METODTEKNISKA PERSPEKTIV	54
8.2.1 Marknadsmodellen.....	54
8.2.2 Den studerade tidsperioden	55
8.2.3 Observationerna	55
8.2.4 Målgruppen.....	56
9. SLUTSATSER OCH FÖRSLAG PÅ FRAMTIDA FORSKNINGSSOMRÅDEN	57
9.1 SLUTSATSER	57
9.2 FÖRSLAG TILL FRAMTIDA STUDIER INOM OMRÅDET	57
BILAGA 1: KÄLLFÖRTECKNING	59
BILAGA 2: AKTIERELATERADE INCITAMENTSPROGRAM I FÖRETAGEN	62
BILAGA 3: BERÄKNINGSUNDERLAG	63
BILAGA 4: KURSUTVECKLING FÖR STUDIEBOLAG SOM STARTAT PROGRAM	65
BILAGA 6: INTERNETBASERAD ENKÄT	75

1. Inledning

Denna studie är av kvantitativ karaktär och behandlar huvudfrågeställningen huruvida förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram påverkar företagets ägarvärde. I inledningen av detta första kapitel behandlas bakgrund, problemformulering och syfte varpå uppsatsens avgränsningar och fortsatta disposition presenteras.

1.1 Bakgrund

Företagsledningars ersättningar och bonussystem har diskuterats frekvent i den svenska dagspressen de senaste åren. En av de stora milstolparna som kanske kan sägas vara startpunkten för debatten kring ersättningssystemen var då Percy Barneviks pensionsavtal i miljardklassen uppdagades.¹ Den senast riktigt stora uppmärksammade ersättningsrelaterade skandalen kring Skandialedningens hantering av incitamentsprogrammen Sharetracker och Wealthbuilder har sannolikt även den bidragit till ett ökat ifrågasättande av hur ersättningssystem är uppbyggda.² Såväl Barneviks pensionsavtal som Skandias skandalomsusade ersättningssystem aktualiserar frågan om hur aktieägarna kan försäkra sig om att deras intressen tillvaratas i dessa bolag. Att ersättningsnivåerna blivit höga är dock inte unikt för ABB eller Skandia. I en studie publicerad 2003 presenterar Nordic Investor Services fakta som tyder på att ersättningsnivåerna till svenska företagsledningar har ökat markant de senaste åren.³ Det verkar alltså som om trenden går mot allt rikligare belöningar till de svenska företagsledningarna. Nordic Investor Services konstaterar vidare att det finns ett antal olika sätt att skapa långsiktiga incitament de studerade företagen och att aktierelaterade incitamentsprogram torde vara några av de mest vanligen förekommande.⁴

1.2 Problemformulering

I Principal-agent teorin antas att det råder en målkonflikt mellan uppdragsgivare och uppdragstagare. För att minska de negativa effekterna som denna målkonflikt medför tecknas kontrakt som syftar till att förena de båda parternas målsättningar.⁵ Att förena anställdas och ägares målsättningar är en vanlig anledning till varför aktierelaterade incitamentsprogram införs varför dessa kan ses som en form av dylika kontrakt. Syftet är att minska målkonflikten och därmed öka bolagets arbetseffektivitet genom att koppla ersättningsnivåerna till dess

¹ www.svt.se, 2004

² www.svd.se, 2004

³ Nordic Investor Services, *Ersättningssystem i svenska börsbolag* (2003), s. 14ff

⁴ Ibid. s. 14ff

⁵ Nygaard, Claus & Bengtsson, Lars, *Strategizing* (2002), s. 79ff

aktiekurs.⁶ Enligt en studie genomförd av Price Waterhouse Coopers, 2002, konstateras att nästan samtliga bolag som var noterade på stockholmsbörsens A-lista hade någon form av aktierelaterat incitamentsprogram igång och att de även var frekvent förekommande hos företag noterade på O-listan.⁷

Aktierelaterade incitamentsprogram är således vanligt förekommande. Ett vanligt syfte med dem är som ovan nämnt att förena ägargruppens och anställdas mål. Det finns dock en del problem med programmen som är synliga redan vid en ytlig genomgång. Enligt Principal-Agentteorin är beslutsfattare begränsat rationella vilket bland annat leder till att det inte går att teckna kontrakt som fullständigt förenar principalens och agentens intressen.⁸ Utöver faktumet att det inte går att teckna fullständiga kontrakt kan aktierelaterade incitamentsprogram medföra kostnader för företagen i form av skattekostnader eller annan direkt resultatpåverkan.⁹ För ägargruppen kan programmen också innebära att värdet av deras aktier påverkas negativt genom att aktiekapitalet späds ut. Frågan är om bolagets effektivitet ökar så mycket att de aktierelaterade incitamentsprogrammen trots allt bidrar till mervärde för ägarna? Många svenska studier av aktierelaterade incitamentsprogram har fokuserat på kvalitativa aspekter, som exempelvis Emma Hanssons studie från 2001 som delvis behandlar kvalitativa aspekter på programmets konsekvenser för ledningen och personalen.¹⁰ Många kvantitativa studier som gjorts i Sverige har i huvudsak fokuserat på att kartlägga vilka typer av derivat som används i programmen, hur motiven bakom införandet av programmen är fördelade och liknande. Det finns däremot mycket få kvantitativa studier som försöker utröna huruvida aktierelaterade incitamentsprogram ger de önskade värdeutvecklingseffekterna. I denna uppsats utreds därför de aktierelaterade incitamentsprogrammets påverkan på ägarvärdet.

1.1 Syfte

Uppsatsens syfte är att utreda om införandet av aktierelaterade incitamentsprogram påverkar studieföretagens värdeskapande för ägarna och i sådana fall hur det påverkar detsamma.

⁶ Nygaard, Claus, Bengtsson, Lars, *Strategizing* (2002), s. 79ff.

⁷ www.pwc.se, 2004

⁸ Nygaard, Claus, Bengtsson, Lars, *Strategizing* (2002), s. 79ff.

⁹ Andersson, Lennart & Bratteberg, Johan, *Incitamentprogram* (2000)

¹⁰ Hansson, Emma, *Optionsprogram för anställda* (2001), s. 6

1.3 Avgränsningar

I detta avsnitt presenteras avgränsningar som gjorts i uppsatsen.

1.3.1 Geografisk avgränsning

De studerade bolagen är Svenska börsnoterade företag. Motivet är främst att informationstillgängligheten är god.

1.3.2 Bolagstorlek

Studien behandlar bolag som är noterade på Stockholmsbörsens O-lista och som har marknadsvärden mellan ca 300 och 850Mkr. Motivet bakom detta val är önskan att småbolagseffekten ska vara ungefär densamma för de studerade bolagen.

1.3.3 Studiens tidsperiod

Studiens tidsperiod har valts till åren 1999-2003. Motivet bakom att perioden inte är längre är att det är mycket svårt att hitta information om aktierelaterade incitamentsprogram från tidigare år.

1.3.4 Aktierelaterade incitamentsprogram

Studien undersöker huruvida förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram påverkar ägarvärdet positivt. I detta avseende görs således ingen skillnad mellan olika typer av program. Att studera interna skillnader mellan programmen kan förvisso vara av intresse, men tyvärr allt för tidskrävande.

1.3.3 Aktierelaterade incitamentsprogram till anställda

Skillnader mellan program som är riktade till ledande befattningshavare, nyckelpersoner eller hela personalen studeras inte. Motivet är att ledning och nyckelpersoner är subjektiva begrepp som sannolikt betyder olika saker i olika bolag.

1.4 Målgrupp och förkunskaper

Uppsatsen riktar sig framförallt till ekonomistudenter med grundläggande kunskaper i finansiering. Vi förutsätter framförallt att läsaren har grundläggande kunskaper om optioner med aktier som underliggande vara. Eftersom statistiska analyser ligger till grund för de slutsatser som dras förutsätts även att läsaren har grundläggande kunskaper i statistik varför några djupare genomgångar av grundläggande statistiska begrepp och metoder inte kommer att göras.

1.5 Disposition

I detta avsnitt presenteras uppsatsens disposition från och med kapitel 2.

Kapitel 2 - Metod

I nästa kapitel behandlas uppsatsens metod. Bland annat diskuteras valet av kvantitativ metod, val av ansats, praktiskt tillvägagångssätt, källkritik och metodkvalité. Kapitlet utgör grunden till att förstå hur uppsatsens frågeställningar kommer att besvaras.

Kapitel 3 – Teoretisk referensram

I detta kapitel målas den teoretiska referensramen upp. Huvudteorin, principal-agentteorin, diskuteras i allmänna drag och det förs särskilda resonemang kring kontraktstecknandet samt om begreppet agentkostnader.

Kapitel 4 – Praktisk referensram

I detta kapitel går grunderna om köptionsprogram, teckningsoptionsprogram, konvertibelprogram samt syntetiska köptionsprogram igenom. Dessutom presenteras det skattetekniska begreppet personaloption. Kapitlet har särskilt fokus på kostnader och utspädningseffekter som de olika typerna av program medför.

Kapitel 5 – Hypoteser

I detta kapitel ställs de hypoteser som senare ska besvaras i den empiriska undersökningen. Utgångspunkten för hypoteserna är uppsatsens syfte, metod, teoretiska referensram samt praktiska referensram.

Kapitel 6 – Undersökningsdesign

I det allmänna metodavsnittet presenterades övergripande metodteoretiska resonemang som exempelvis val av kvantitativ metod. I detta avsnitt presenteras det mer praktiska genomförandet av databearbetningen. Syftet är att detta ska ligga som grund för bearbetningen av empiriska data.

Kapitel 7 – Resultat

I detta kapitel presenteras de empiriska resultat som studien genererat. Här presenteras grundläggande data om den studerade populationen samt utfall av enkät- och

årsredovisningsstudierna. Dessutom presenteras beräkningsresultat och hypotestester. Diskussion och analys av hypotestesternas utfall får dock vänta till det efterföljande kapitlet.

Kapitel 8 – Analys

I detta avsnitt analyseras resultaten från hypotesprövningarna med utgångspunkt från den teoretiska och praktiska referensramen samt de tillvägagångssätt som använts vid bearbetning av data.

Kapitel 9 – Slutsatser och förslag till vidare forskning

I det avslutande kapitlet sammanfattas slutsatserna som dras från den genomförda studien. Dessutom presenteras förslag på möjliga forskningsområden inom området aktierelaterade incitamentsprogram.

1.6 Begreppsdefinitioner

I detta avsnitt presenteras några av de begreppsdefinitioner som används i uppsatsen. För utförligare motiveringar till varför begreppsdefinitionerna gjorts, hänvisas till teorikapitlet samt avsnittet om avgränsningar.

Ägarvärde

Med begreppet ägarvärde avses rent ekonomiskt värde för ägarna. Denna snäva definition delas inte av alla teoretiker, men den har valts på grund av dess kvantitativa mätbarhet.

Aktierelaterade incitamentsprogram

Med aktierelaterade incitamentsprogram avses den definition av begreppet som Andersson & Bratteberg¹¹ samt Borg¹² använder, aktierelaterade incitamentsprogram är program som baseras på följande aktiederivat:

- Optionsprogram baserade på köpoptioner,
- teckningsoptioner,
- syntetiska köpoptioner, eller
- konvertibla skuldebrev

I begreppet ryms således inte utgivning av aktier till anställda. Motivet är att denna form av incitamentsprogram hittills varit mycket ovanliga. I en studie från 2002 visade Price

¹¹ Andersson, Lennart, Bratteberg, Johan, *Incitamentprogram* (2000), s. 14.

¹² Borg, Mikael, *Aktierelaterade Incitamentsprogram* (2003), s. 41ff

Waterhouse Coopers att mindre än 1 % av de på stockholmsbörsen noterade bolagen använde sig av incitamentsprogram som var baserade på utgivande av aktier istället för derivat.¹³

Kontrakt

Begreppet kontrakt har redan använts vid ett par tillfällen. Detta begrepp behöver inte nödvändigtvis förknippas med ett fysiskt kontrakt som undertecknats med namnunderskrifter av båda parter. Det som i uppsatsen menas med kontrakt är överenskommelsen som görs mellan ledning och ägare för att premiera ett visst beteende hos dessa.

¹³ www.pwc.se, 2004

2. Metod

I detta kapitel redogörs för de metoder och källor som använts för att på ett adekvat sätt kunna besvara frågeställningarna. Vidare diskuteras för- och nackdelar med valda metoder och källor. I de fall det kan finnas problem med de valda tillvägagångssätten motiveras hur undersökningen utformats för att minimera negativa effekter.

2.1 Kvantitativ metod

Valet av metod bör styras av uppsatsens syfte och problemformulering.¹⁴ Uppsatsens frågeställning är att utreda huruvida förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram påverkar ägarvärdet. Frågeställningen är av sådan karaktär att det blir mycket svårt att besvara den med något annat än en kvantitativ ansats. Det faktum att det heller inte, vad vi kunnat se, gjorts några liknande kvantitativa studier på den grupp av bolag som vi valt att studera gör det extra intressant att göra kvantitativa analyser på området. Den övergripande metodik som används i denna studie utgår således från ett kvantitativt perspektiv.

Valet av kvantitativ undersökningsmetod influerar studiens resultat starkt. I den kvantitativa studien är det av stor vikt att lägga ned energi på de tillvägagångssätt som kommer att användas för att hämta relevanta data.¹⁵ Undersökningsmetoderna som används i denna uppsats består av en enkätstudie samt en studie av årsredovisningar. För att öka förmågan att ställa relevanta frågor i enkäten samt hitta rätt information i årsredovisningarna har en studie av befintlig litteratur på området aktierelaterade incitamentsprogram utförts före det att undersökningarna genomförts.

Utformningen av de begrepp som är av intresse för uppsatsen kallas för operationalisering.¹⁶ En viktig aktivitet vid operationalisering är att bryta ner de teoretiska begreppen till mätbara variabler och på så vis öka förståelsen för vad som är relevant för uppsatsens frågeställning.¹⁷ I denna uppsats är det av stor vikt att hypoteserna som ska ligga till grund för slutsatserna är relevanta och att de mäter rätt saker. Med anledning av detta ägnas ett helt kapitel åt att utifrån teori och metod ställa relevanta hypoteser som ska besvaras med hjälp av empirin.

¹⁴ Neuman, W. Lawrence, *Social Research Methods* (1999), s. 19f

¹⁵ Bryman, Alan, *Samhällsvetenskapliga metoder* (2002), s.78

¹⁶ Ibid. s 78

¹⁷ Andersson, Ib, *Den uppenbara verkligheten* (1998), s. 81.

En av fördelarna med att använda en kvantitativ metod är möjligheten att undersöka ett stort antal uppgiftslämnare och få ett större underlag att utgå ifrån när slutsatser om de fenomen som ämnas undersökas ska dras. Detta leder i sin tur till en annan positiv effekt som uppstår på grund av det stora urvalet, nämligen att undersökningen blir mer representativ. Att den kvantitativa studien utgår från en stor undersökningspopulation medför att generaliseringsmöjligheterna av slutsatserna blir bättre än vid en kvalitativ undersökning där bara ett fåtal uppgiftslämnare används.¹⁸

Som vi tidigare nämnt kommer slutsatserna i denna studie inte att kunna bli särskilt djupgående. Resultaten kan dock sannolikt ligga till grund för kommande och mer omfattande studier inom området.

2.2 Ansats

Det finns tre möjliga ansatser att utgå ifrån vid en företagsekonomisk studie. Dessa är induktiv, deduktiv samt abduktiv ansats. Vid ett induktivt förhållningssätt börjar studien med att samla in empirisk data, därefter generaliseras dessa data varpå teorier och hypoteser skapas. Motsatsen till en induktiv ansats är en deduktiv. Detta förhållningssätt bygger på att teorier eller hypoteser först skapas varpå de testas med hjälp av en empirisk undersökning. Det tredje alternativet är att ha en abduktiv ansats. Denna kan sägas vara en blandning av de två föregående förhållningssätten. Vid ett abduktivt förhållningssätt är utgångspunkten i studien teoretisk. Därefter insamlas empiriskt material varpå en jämförelse mellan teori och praktik görs. Skillnaden mellan det abduktiva och det deduktiva förhållningssättet är att teorin omformas efter insamlande av empiri.¹⁹

Utgångspunkten i denna uppsats är befintliga teorier, främst principal-agentteori och teori om aktierelaterade incitamentsprogram. Utifrån denna teoretiska bakgrund diskuteras och formuleras frågeställningarna som uppsatsen bygger på. Tanken är sedan att med denna teori som utgångspunkt försöka utforma undersökningen på ett som gör det möjligt att med hjälp av empirin besvara uppsatsens frågeställningar. Under undersökningens gång kan det tänkas visa sig att delar av teorin är irrelevant för empirin, eller tvärt om kan det tänkas att empirin kräver en utökad teoretisk grund. Om så visar sig vara fallet kommer vi att vara beredda att

¹⁸ Jacobsen Dag Ingvar, *Vad, hur och varför?* 2002, s. 146

¹⁹ Neuman, L.W, *Social Research Methods* (1999), s. 49ff

både omtolka, förkorta och komplettera empirin och teorin. Uppsatsen kommer således att bygga på ett abduktivt förhållningssätt.

2.3 Tillvägagångssätt

I detta avsnitt presenteras de praktiska tillvägagångssätt som används för att inhämta data till den kommande analysen.

2.3.1 Sekundär data

Litteraturen som används vid litteraturstudien och de årsredovisningar som används klassificeras som sekundärdata. Med detta menas information som redan finns dokumenterad, men som inte är sammanställd primärt för den egna studien.²⁰

Litteraturstudier

Som grund för skapandet av problemdiskussion och problemformulering har en litteraturstudie genomförts. Litteraturen och dokumenten är av vanligt förekommande art i företagsekonomiska studier. Detta rör sig om vetenskapliga artiklar, teoriböcker, faktaböcker, vetenskapliga avhandlingar, uppsatser och andra företagsekonomiska studier. Som komplement vid skapandet av problemformuleringen har även visst material från dags- och affärspress använts. Syftet med det senare är främst att påvisa ämnesområdets aktualitet.

Litteraturstudien kan även sägas ligga till grund för datainsamlingen. Genom att studera relevanta teorier samt befintlig empiri på närbesläktade områden erhålls en bättre förståelse för vilka parametrar som bör studeras för att kunna ge underlag till analys och slutsatser. Diskussionerna om exakta val av parametrar kommer inte att presenteras här, den intresserade hänvisas till senare avsnitt.

Studier av årsredovisningar

Grundläggande data om förekomsten av olika former av optionsprogram hämtades från studieföretagens respektive årsredovisningar under studieperioden 1999-2003. Med tanke på att den studerade populationen är så stor som 50 företag har valda delar av årsredovisningarna studerats extra noggrant. Redovisning av optionsprogrammets förekomst är nämligen vanligt förekommande i noterna till bokslutet, i informationen om aktien samt i förvaltningsberättelsen. Resterande delar av årsredovisningarna har lästs mycket översiktligt.

²⁰ Lundahl, Ulf, Skärvad, Per-Hugo, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer* (1999), s. 131

Aktiekursutveckling

Som mått på skapande av ägarvärde används i uppsatsen aktiekursutvecklingen relativt Affärsvärldens generalindex, AFGX samt aktiekursutvecklingen relativt affärsvärldens olika branschindex. Aktiekursutvecklingen justerad för utdelning, nyemissioner, aktiesplittar med mera har hämtats från informationsdatabasen SIX Trust²¹.

I ett inledande skede diskuterades även olika resultatbaserade mått som möjliga sätt att mäta företagens respektive prestationer med. Dessa förkastades dock till följd av att måtten går att manipulera samt att det finns svårigheter med att hitta relevanta jämförelsegrupper. Dessutom tar dessa mått inte hänsyn till eventuella utspädningseffekter vilka är mycket relevanta ur ett aktieägarperspektiv.

2.3.2 Primär data

Primärdata är information som samlas in för en specifik undersökning, ofta genom enkätstudier eller intervjuer. Det går dock också att samla primärdata genom observationer som exempelvis genom deltagande i sammanträden och möten.²²

De primärdata som samlats in till denna studie har insamlats med hjälp av en webb-baserad enkätundersökning samt vid behov kompletterande telefonsamtal. Informationen som härstammar från dessa undersökningar kommer att användas som komplement till redan insamlad sekundärdata samt för att bredda informationsunderlaget.

Webbenkät²³

En viktig detalj när en enkät utformas är att tänka på designen. Enkäten ska helst inte vara så lång att respondenterna blir avskräckta från att besvara den. Men önskan om att minska storleken på enkäten får inte gå ut över enkätens funktionalitet, överskådlighet och design.

Även om längden av enkäten kan vara en viktig faktor är det många som menar att layouten är den viktigaste komponenten. En professionellt utformad layout kan öka svarsfrekvensen. För att enkäten skall få ett proffsigt och lättförståligt utseende är det bra om olika teckensnitt och

²¹ Den som är intresserad av information om programmet hänvisas till www.six.se

²² Lundahl, Ulf, Skärvad, Per-Hugo, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer* (1999), s. 52.

²³ Enkäten finns i sin helhet i bilaga 6

storlekar på texten används för att förtydliga i vilken del av enkäten som respondenten befinner sig.²⁴

Med anledning av det som presenterats i ovanstående stycke kommer den webb-baserade enkäten att vara mycket kort. För att göra frågorna tydligare för respondenten avser vi att använda diverse layoutmässiga knep. Varje fråga kommer att avskiljas från de andra frågorna genom att det är ett mellanrum mellan frågorna. Dessutom kommer frågorna att ha annan bakgrundsfärg än mellanrummet mellan de samma.²⁵

Vidare innehåller enkäten två olika typer av frågor. Den ena frågetypen är envalsfrågor där det endast går att kryssa i ett svar och den andra typen är flervalsfrågor där respondenten kan kryssa i flera alternativ. Valet sker genom att en ruta markeras framför det alternativ som väljs.

E-postmeddelandet som går ut till företagen i populationen kommer utöver länken till enkäten även att innehålla en kortare text som presenterar syftet med undersökningen samt upplyser användaren om att uppgifterna kommer att behandlas konfidentiellt. Detta för att minska osäkerheten kring vad resultaten från studien ska användas till och hur de ska användas, en osäkerhet som skulle kunna påverka svarsfrekvensen negativt.

I anslutning till frågor som innehåller begrepp som lätt kan misstolkas kommer kortfattade faktarutor att finnas tillgängliga. Syftet är att förtydliga de begrepp som används i frågeställningarna.

För att ge respondenten möjlighet att kommentera andra aspekter och lämna personliga åsikter om uppsatsämnet, enkäten eller något annat har en öppen textruta placerats i slutet av enkäten.

2.4 Bearbetning av material

För att möjliggöra en analys av det insamlade materialet måste det bearbetas på något sätt. Detta görs efter att all data är insamlad genom att strukturera och organisera materialet. I detta avsnitt beskrivs hur bearbetningen av empiriskt material kommer att gå till väga på ett övergripande plan. En mer konkret genomgång av formler, statistiska samband och beräkningsgång återfinns i kapitel 6, vilket behandlar undersökningsdesignen.

²⁴ Bryman, Alan, *Samhällsvetenskapliga metoder* (2002), s. 54ff.

För att besvara uppsatsens huvudfrågeställning, huruvida aktierelaterade incitamentsprogram har effekter på aktiekursen kommer olika typer av statistiska hypotestester att användas. Två av hypoteserna som ställs baseras på eventstudier, medan en tredje hypotes formuleras fristående från desamma. Med anledning av att hypotesprövningar och eventstudier är viktiga element i uppsatsen görs en övergripande genomgång av dessa metoder nedan.

Hypotesprövningar

Grunden för att kunna göra en hypotesprövning är att specificera en hypotes. Hypotesen formuleras med utgångspunkt i uppsatsens frågeställning och mot bakgrund av insamlad data. I denna studie består data av den information som samlats in under studien av årsredovisningar samt genom svar från den utskickade webbenkäten till slumpmässigt utvalda småbolag på Stockholmsbörsens O-lista. Vid en hypotestestande undersökning fastställs huruvida hypotesen kan accepteras eller ej med hjälp av statistiska beräkningar. För resultatens relevans är det naturligtvis av stor vikt att hypoteserna verkligen prövar det fenomen som åsyftas. Konkreta formuleringar av hypoteser samt konkretisering och prövning av dessa behandlas vidare i kapitel 5 och 6.²⁶ I uppsatsen kommer tvåsidiga t-test att utföras för att testa hypoteserna som ställts.

Eventstudie

En eventstudie genomförs när kurspåverkande konsekvenser av en ekonomisk händelse skall studeras. Grundtanken bakom eventstudien är att en händelse som påverkar företaget även påverkar företagets värde. Vid en positiv händelse kommer exempelvis marknaden att värdera företaget högre.²⁷

Eventstudiemetodiken bygger på sju grundsteg²⁸:

1. *Definition av händelse* – Den första uppgiften består i att definiera vilken händelse som kommer att ligga till grund för eventstudien. Här definieras även under vilken tid som händelsens påverkan på aktiekursen ska studeras. Denna tidsperiod kallas i eventstudieterminologi för händelsefönstret.

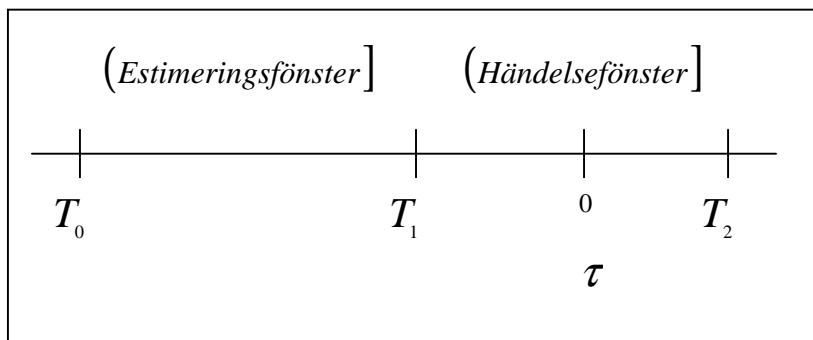
²⁵ Enkäten återfinns i bilaga 2

²⁶ Blom, Gunnar, *Sannolikhets teori och statistikteori med tillämpningar* (2000), s. 253ff.

²⁷ Campbell, John, MacKinlay, Craig, *The econometrics of financial markets* (1997), s.149ff.

²⁸ Ibid s.149ff.

2. *Urvalsmetod* – I detta steg presenteras hur urvalen av företag och avkastningsmått har gjorts.
3. *Definition av abnormal avkastning* – För att kunna bestämma huruvida avkastningen är abnormal efter det att händelsen inträffat definieras vad som menas med abnormal avkastning samt hur denna beräknas.
4. *Parameteruppskattning* – För att kunna uppskatta den normala avkastningen om händelsen inte hade inträffat används historiska data som utgångspunkt för beräkning av estimeringsparametrar. Den tiden under vilka dessa skattas kallas för undersökningens estimeringsfönster.
5. *Testning* – Här beskrivs och formuleras hypoteser och mothypoteser.
6. *Empiriska resultat* – Resultatet av beräkningarna presenteras
7. *Slutsatser* – I det ideala fallet leder eventstudien till statistiskt säkerställda resultat som tillåter slutsatser om hur händelsen påverkat aktiekursen.²⁹



Figur 2.4.1 – Tidslinje för en eventstudie³⁰

Många eventstudier har fokus på en relativt kort tidsperiod före och efter händelsen. Dessa behandlar ofta marknadens reaktion på en viss händelse och har sin teoretiska utgångspunkt i den effektiva marknadshypotesen. Vi avser att studera långsiktiga effekter på aktiekursen och inte marknadens reaktion varför de eventstudier som utförs inom ramen för denna uppsats kan sägas vara långsiktiga eventstudier.

2.4 Metodkvalité och källkritik

2.4.1 Reliabilitet

Hög reliabilitet betyder att undersökningen är pålitlig och att den inte påverkas starkt av slumpmässiga mätfel. Undersökningen skall inte påverkas av vem som genomför den eller

²⁹ Campbell, John, MacKinlay, Craig, *The econometrics of financial markets* (1997), s.149ff.

³⁰ Cambell, John, MacKinlay, Craig, *The econometrics of financial markets* (1997), s.157.

under vilka omständigheter den genomförs. Om inte populationen eller några andra yttre faktorer förändrats skall två undersökningar med samma syfte och frågeställningar ge samma resultat. En god reliabilitet är grunden för en god validitet.³¹

Ett bra sätt att öka reliabiliteten är att standardisera sina mätningar och genomföra dem så identiskt som möjligt.³²

För att denna uppsats ska få en så god reliabilitet som möjligt har utgångspunkten varit att försöka samla in så mycket material som möjligt från en relativt stor undersökningspopulation, nämligen 50 företag. Den kvantitativa studiens reliabilitet och generaliserbarhet ökar nämligen då fler observationer ryms inom studien. Utöver detta har vi i väldigt stor utsträckning använt oss av sekundärdata i form av årsredovisningar och kursinformation. Dessa sekundärdata påverkas inte av vem som gör undersökningen och den påverkas heller inte av omständigheterna runt undersökningen.

Redovisningsreglerna för aktierelaterade incitamentsprogram har varit relativt bristfälliga under perioden. De har speglats mycket av praxis och har varierat mycket från bolag till bolag.³³ För att inte riskera att stå utan tillräckligt med material att analysera skapades därför den tidigare nämnda enkätstudien. Avsikten med denna var alltså att inhämta mer material för analys och på så vis hjälpa till att stärka reliabiliteten.

I de fall företagen inte besvarat den webb-baserade enkätstudien, har deras respektive ”Investor Relations”-ansvariga kontaktats med syftet att påverka dem till att besvara enkäten så att analysunderlaget skulle bli större.

Ett annat sätt att stärka reliabiliteten på är att webb-enkäten till övervägande del innehåller standardiserade svar som inte medger möjligheter till tolkning.

2.4.2 Validitet

Validitet visar om källan mäter det den utger sig för att mäta.³⁴ I kvantitativa undersökningar är validiteten ofta beroende av vad som mäts och hur detta är klargjort i frågeställningen. Det

³¹ Lundahl, Ulf, Skärvad, Per-Hugo, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer* (1999), s 152

³² Ibid. s. 152

³³ Nilsson, Sven-Arne, Intervju, 2004-05-04

³⁴ Eriksson, Wiedersheim-Paul, *Att utreda, forska och rapportera* (2001), s. 153

är viktigt att måtten som används i undersökningen kan återspegla de begrepp som är aktuella.³⁵ I denna uppsats där ägarvärdet mäts i förhållande till förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram är det viktigt att kunna hitta något relevant sätt att mäta begreppet ägarvärde.

Vi har valt att mäta begreppet ägarvärdeskapande med aktiekursutvecklingen justerad för nyemissioner, utdelning, aktiesplittar med mera, relativt utvecklingen av olika aktieindex. Som tidigare nämnts har även andra möjliga mått att mäta effekterna, som aktierelaterade incitamentsprogram kan förväntas ha på ägarvärdet, diskuterats. Litteraturstudien samt värdering av olika mått ledde fram till valet av mått på ägarvärde. Att tid har lagts ned på diskussion om olika möjligheter att mäta värdeskapandet har ökat förståelsen för problematiken med att mäta programmets effekter vilket i sin tur ökat validiteten för denna studie.

Det kan finnas problem med att respondenten missförstår frågorna i webbenkäten. För att minimera risken för oklarheter och därmed missförstånd kommer webbenkäten att innehålla möjligheter för respondenten att få förklaringar på svåra begrepp i samband med respektive fråga. Mindre missförstånd av frågorna ger ökad träffsäkerhet i svaren, vilket leder i sin tur till ökad validitet.

2.4.3 Samtidskrav

Att uppfylla samtidskravet innebär att källorna som används måste vara tidsmässigt aktuella.³⁶ Under uppsatsens gång kommer vi att försöka använda oss av information som är så aktuell som möjligt där det är nödvändigt. Vissa av de grundläggande teoretiska resonemangen, som exempelvis principal-agentteorin, har dock ett ursprung från ganska lång tid tillbaka. De resonemang som förs i uppsatsen används dock av många teoretiker än idag vilket understryker att många anser dem vara giltiga fortfarande.

2.4.4 Tendenskritik

Det är viktigt att granska vilka personliga intressen uppgiftslämnaren har i den fråga som tas upp.³⁷ Vi kommer i så stor utsträckning som möjligt granska uppgifterna från ett objektivt perspektiv. Vi är dock medvetna om att information som tillhandahållits från de undersökta

³⁵ Bryman, Alan, *Samhällsvetenskapliga metoder* (2002), s. 89.

³⁶ Eriksson, Wiedersheim-Paul, *Att utreda, forska och rapportera* (2001), s. 154

³⁷ Eriksson, Wiedersheim-Paul, *Att utreda, forska och rapportera* (2001), s. 154

företagen genom årsredovisningar eller på det sätt som personer inom företaget besvarar enkäten kan tänkas framställa företaget på ett sätt som inte fullt ut överrensstämmer med verkligheten. För att minska risken att bli påverkade av de undersökta företagen kommer vi att i största möjliga mån använda oss av information som givits ut av en oberoende part. Detta är en av anledningarna bakom att vi valt aktiekursutvecklingen som grundmått för skapandet av ägarvärde.

2.4.5 Etiska överväganden

Resultaten från enkäterna kommer att vara konfidentiella, vilket kommer att påpekas för respondenten redan vid första kontakten. För att inte röja respondenten eller dennes företag kommer resultat som kan tänkas avslöja varifrån informationen kommer därför inte att redovisas i uppsatsen. För att undvika missförstånd och osäkerhet kring vad uppsatsens resultat kommer att användas till inleds det e-mail, i vilket länken till webb-enkäten skickats, med att förklara uppsatsens syfte.

2.4.6 Källkritik

Tidigare i detta avsnitt har olika aspekter på källornas tillförlitlighet och pålitlighet diskuterats. I detta avsnitt avses att ge mer specifika kommentarer till de olika typerna av källor som har använts.

Litteraturstudie

Litteraturstudien som ligger till grund för utformandet av undersökningen samt för problemformuleringen har utformats från faktaböcker, kurslitteratur, akademiska uppsatser och artiklar samt dagstidningsartiklar. Vad gäller faktaböcker och kurslitteratur är de ofta skrivna för att ge en överblick över området de behandlar. Med anledning av deras syfte går de inte särskilt djupt in på de områden som studeras i denna uppsats. Detta kan naturligtvis vara en risk om källorna inte används på ett förnuftigt vis. Då viktiga delar av uppsatsen utformats har dessa källor kompletterats med mer utförligt skrivna akademiska uppsatser och artiklar på området.

De akademiska artiklar som använts är i regel sådana som är utgivna av forskare vid väletablerade lärosäten i Sverige och i världen. Tillförlitligheten anses därmed relativt hög även om det på intet sätt är en garanti för källornas fullständiga riktighet.

Dagstidningsartiklar får anses vara mycket opålitliga som källor. Journalister är oftast inte specialister på området de skriver om varför risken för allt för vidlyftiga tolkningar av grundmaterialet är stor. I uppsatsen används dessa källor endast i problemformuleringen samt för att spegla den allmänna debatten om aktierelaterade incitamentsprogram. Syftet är att påvisa att debatten om aktierelaterade incitamentsprogram är aktuell samt för att ge en viss retorisk effekt för att locka läsarens intresse.

I den praktiska referensramen, samt i vissa andra delar av studien, används material från en studie gjord av Price Waterhouse Coopers. Företaget är ett välkänt konsultbolag med mångårig erfarenhet i branschen. Källan anses därav tillförlitlig även om det kan finnas risk att materialet utöver informativt syfte även presenteras ur ett marknadsföringssyfte för bolagets tjänster.

Enkätstudie

Eftersom enkätstudien är en relativt viktig del av uppsatsen har utformningen av den samma diskuterats flitigt i tidigare delar av uppsatsen. I användandet av enkätstudien som källa finns alltid en risk att respondenten missuppfattar frågorna, eller slarvar vid besvarandet av frågorna. Vi är medvetna om denna risk och försöker eliminera effekterna av den så gott som möjligt genom diverse åtgärder som diskuterats i tidigare avsnitt.

Årsredovisningsstudie

Årsredovisningsstudien bygger på de studerade bolagens årsredovisningar under perioden 1999-2003. I de fall bolagen gett information om att de har haft aktierelaterade incitamentsprogram till ledning och anställda anses denna mycket tillförlitlig. Eftersom redovisningsreglerna på området varit otydliga går det dock inte att dra slutsatser om de aktierelaterade incitamentsprogrammets förekomst baserat på att företagen inte redovisat förekomsten.

Aktiekursutveckling

För att mäta företagets bidrag till skapande av värde för ägarna har, enligt tidigare, kursutveckling från Six Trust samt olika branschindex från tidningen affärsvärlden använts. Källorna är välanvända och välkända i finansiella kretsar varför tillförlitligheten anses vara god.

Aktieindex

Till samtliga hypotestester har aktiekursutvecklingen på ett eller annat vis relaterats till utvecklingen av ett visst aktiekursindex. De index som har använts är Affärsvärldens generalindex, AFGX, samt dess branschindex. Affärsvärlden är en källa som sannolikt inte har egenintressen i att påverka index, varför tillförlitligheten i deras publicerade indexutveckling anses vara god.

3. Teoretisk referensram – Principal-agentteori

I detta kapitel presenteras den teoretiska referensram som ligger till grund för studien av årsredovisningar, för skapandet av enkätfrågor samt för framtida analys och slutsatser. Här behandlas bland annat relevanta begrepp som kontrakt och agentkostnader.

3.1 Allmänt om teorin

Principal-agentteorin har sin utgångspunkt i relationer mellan två individer eller mellan olika grupper av individer. Teorin växte från början fram för att beskriva och analysera relationen mellan aktieägare och företagsledningar i bolag där ägandet är skilt från den dagliga ledningen av det samma.³⁸

Grunden för teorin är att uppdragsgivaren, principalen, ger ett uppdrag till uppdragstagaren, agenten. När principalen delegerat uppdraget, exempelvis att leda företaget principalen äger, förbinder han sig att ge en viss kompensation för agentens bidrag. Eftersom principalen betalar en belöning för utförandet av uppdraget vill han även försäkra sig om att agenten arbetar i hans intresse och därmed bidrar till att uppfylla principalens målsättningar. Den stora frågan som behandlas i teorin är hur principalen kan försäkra sig om att agenten verkligen arbetar i enlighet med dennes intressen. Hur kan aktieägarna försäkra sig om att deras intressen tillvaratas i dagens bolag där ägandet ofta är skilt från den operativa ledningen? Teorins svar på föregående fråga är att principal och agent tecknar kontrakt där bland annat belöningen för utfört uppdrag specificeras.³⁹

3.2 Grundläggande antaganden

Att det krävs kontrakt för att principalen ska kunna försäkra sig om att dennes intressen tillvaratas beror på ett antal beteendemässiga och informationsrelaterade antaganden.⁴⁰ Ett av de viktigaste antagandena är att det råder en målkonflikt mellan principal och agent.

Principalen och agenten antas ha olika preferenser och arbetar därför med olika målsättningar. Utan att skriva kontrakt som förenar principalens och agentens intressen kvarstår denna naturliga måldivergens som kan bli skadlig för principalen.

³⁸ Nygaard, Claus & Bengtsson, Lars, *Strategizing* (2002), s. 79

³⁹ Nygaard, Claus & Bengtsson, Lars, *Strategizing* (2002), s. 79ff

Ett annat av teorins grundläggande antaganden är antagandet om agentens nyttomaximerande. Jensen & Meckling uttryckte år 1976 konsekvenserna av detta beteende enligt nedan.

”If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs”⁴¹

Jensen & Meckling förespråkar alltså två sätt för principalen att minska de negativa effekterna av agentens beteende, att kontrollera agentens arbete samt att skapa lämpliga incitament. Ägarnas kontrollfunktioner i bolagen utgörs exempelvis av bolagets revisorer, men även styrelsen har ett ansvar för att företräda ägarnas intressen i bolaget.⁴² Jensen & Mecklings andra sätt att tillse att ägarintressen tillgodoses är att skapa goda incitament. Som exempel på ett dylikt incitamentskontrakt nämner Nygaard & Bengtsson exempelvis ett köptionskontrakt till en ledande befattningshavare.⁴³

Ett annat grundläggande antagande som kan anses viktiga ur uppsatsens perspektiv är antagandet om att beslut som fattas är begränsat rationella. Innebörden är att principalen fattar beslut utan att ha fullständig information om konsekvenserna av de samma. Eftersom beslutsunderlag aldrig är fullständigt uttömmande går det heller inte att teckna kontrakt som är fullständigt uttömmande. Sett ur detta perspektiv går det således inte att utforma aktierelaterade incitamentsprogram som fullt ut sammanfogar ägarnas målsättningar med de anställdas.⁴⁴

Teorin utgår även ifrån att det råder informationsasymetri mellan principal och agent. Betydelsen av detta är att principalen inte har fullständig information kring huruvida agenten fullföljer sitt uppdrag på ett för honom optimalt sätt.⁴⁵

De två sista antaganden är att agenten handlar opportunistiskt och att han är riskovillig för egen del. Ett exempel på agentens opportunistik kan vara att han/hon håller inne med

⁴⁰ Nygaard, Claus & Bengtsson, Lars, *Strategizing* (2002), s. 82ff

⁴¹ Jensen, Michael & Meckling, William, *Theory of the firm* (1976), s. 5

⁴² Lundén, Björn, *Styrelseboken* (2000), s. 11

⁴³ Nygaard, Claus & Bengtsson, Lars *Strategizing* (2002), s. 92

⁴⁴ Ibid s. 83

⁴⁵ Ibid s. 83

information vid kontraktsteckandet för att få ut mer nytta av kontraktet än vad som egentligen är befogat. Att agenten är riskovillig betyder att om agenten tvingas ta en större personlig risk kräver han/hon större ersättning.⁴⁶

3.3 Kontraktstyper

Teorin nämner två typer av kontrakt som tecknas mellan principal och agent, produktionskontrakt och beteendekontrakt.

Produktionskontraktets grunder är att belöning grundas på den produktion som agenten bidrar med till organisationen. I detta kontrakt grundas agentens belöning på om dennes bidrag uppfyller de krav som ställs i kontraktet. Risken ligger på medarbetaren eftersom belöning endast utbetalas om de uppställda kraven uppfylls. Ett aktierelaterat incitamentsprogram kan sägas vara en form av produktionskontrakt då utbetalning av belöning är relaterat till företagets totala prestation, värdeskapande för ägarna.⁴⁷

Det vanliga lönekontraktet utgör ett exempel på ett beteendekontrakt. Här kopplas ersättningen inte till prestationen utan istället erhålls en fast ersättning för att agentens arbete.⁴⁸

3.4 Agentkostnader

I den tidigare presentationen av teorin har fokus legat på anledningar till varför kontrakt måste skapas mellan ägare och ledning samt hur dessa kontrakt kan utformas. Det finns dock en generell nackdel med kontrakten. Effektiva kontrakt medför nämligen alltid kostnader, eller som Jensen och Meckling uttryckt det:

” It is generally impossible for the principal at zero cost ensure that the agent will make optimal decisions from the principal’s viewpoint”⁴⁹

Efter ovanstående konstaterande introduceras begreppet agentkostnader som bland annat definieras som de kostnader som uppstår på grund av att det finns en måldivergens mellan principal och agent samt kostnaderna som principalen tar för att tillse att deras intressen

⁴⁶ Nygaard, Claus & Bengtsson, Lars *Strategizing* (2002, s. 82ff

⁴⁷ Ibid. s. 89

⁴⁸ Ibid. s. 89

⁴⁹ Jensen, Michael & Meckling, William, *Theory of the firm* (1976), s. 5

tillvaratas.⁵⁰ I det efterföljande kapitlet kommer vi att gå in mer specifikt på konkreta agentkostnader som förknippas med aktierelaterade incitamentsprogram. Dessa kan exempelvis vara skattekostnader eller utspädningseffekter för ägarna.

3.5 Principal-agentteorins relevans i sammanhanget

Principal-Agentteorin anger de teoretiska grunderna till varför det är viktigt för ägarna att teckna goda incitamentskontrakt mellan ägare och anställda. Eftersom aktierelaterade incitamentsprogram är en mycket vanligt förekommande typ av sådana kontrakt är det relevant att ta upp de teoretiska grunderna och komplikationerna som kan finnas med dylika kontrakt. Om kontrakten är effektiva är det rimligt att anta att dessa ger någon form av effekt på företagets förmåga att skapa värde för sina ägare.

3.6 Kritik mot principal-agentteorin

Principal-agentteorin är mycket väl använd och frekvent citerad i företagsekonomiska sammanhang. Det finns dock teoretiker som ifrågasätter huruvida teorin gör korrekta antaganden. I den så kallade stewardshipteorin dras fundamentalt skilda slutsatser om relationen mellan principal och agent. I stället för att båda parter försöker erhålla maximal nytta av relationen förespråkas att medarbetarna är goda tjänare, stewards, till företaget.⁵¹

⁵⁰ Jensen, Michael & Meckling, William, *Theory of the firm* (1976), s. 6

⁵¹ Palmer, Ian & Hardy, Cynthia, *Thinking about Management* (2000), s.98

4 Praktisk referensram - Aktierelaterade incitamentsprogram

I det föregående avsnittet presenterades principal-agentteorin som grund för kontraktet mellan ägare och ledning. Eftersom denna uppsats handlar om en specifik typ av kontrakt, aktierelaterade incitamentsprogram, är det av stor vikt för den allmänna förståelsen av uppsatsen att på ett så tydligt sätt som möjligt förklara hur optionsprogram är upplagda. I detta avsnitt presenteras därför olika aspekter rörande dessa program.

4.1 Historik

Aktierelaterade incitamentsprogram blev vanligt i Sverige under 1980-talet. Att ett företag inför aktierelaterade incitamentsprogram till anställda innebär att det på ett eller annat sätt emitterar optioner eller konvertibler till sina anställda. Motiven bakom införandet kan vara många och programmen riktas vanligen till ledande befattningshavare, nyckelpersoner eller till hela personalen. Den första formen av dylika program var sådana som baserades på riktade emissioner av konvertibla skuldebrev. Så småningom kom konvertibelprogrammen att bli mindre och mindre vanliga till följd av att mindre förmånliga beskattningsvillkor infördes. När konvertibelprogram blev mindre populära blev det allt vanligare att incitamentsprogrammen baserades på teckningsoptioner och köpoptioner. I början av 1990-talet kom de första programmen baserade på syntetiska optioner. Dessa har dock aldrig kommit att bli särskilt vanliga till följd av de utsattes för hård kritik från media ganska snart efter introduktionen.⁵²

4.2 Motiv bakom varför aktierelaterade incitamentsprogram införs

Ur ett rent principal-agentteoretiskt perspektiv har vi redan i det föregående avsnittet kunnat konstatera att optionsprogrammet är en typ av kontrakt mellan ledning och ägare för att få ledningen att arbeta i ägarnas intressen. Men vilka beteenden är det egentligen ägarna vill styra med hjälp av optionsprogrammen? Ytterst handlar det sannolikt om att skapa så mycket värde som möjligt på lång sikt, men denna målsättning kan naturligtvis brytas ned i olika beståndsdelar.

⁵² Tivéus, Ulf, *Optioner – reavinst eller lön?* (1999), s. 34f

Hansson nämner ett antal motiv bakom införandet av optionsprogram:⁵³

- Personalmotiv – Motiven för införandet är att rekrytera ny personal eller att behålla nyckelpersonal
- Incitamentsmotiv – Motivet för införandet är att öka personalens effektivitet i arbetet genom att ge dem ägarintressen.
- Lönemotiv - Lönemotiv betyder att företaget lanserar optionsprogrammen som komplement till fast lön.

Utöver dessa nämns redovisningsmässiga samt skattetekniska motiv, men dessa detekterades inte i något av de studerade företagen.⁵⁴

I stora drag delas även bilden av de tre huvudgrupperna av motiv som ligger bakom införandet av programmen av andra som gjort studier på området. Anell nämner dock i huvudsak incitamentsmotiv⁵⁵, medan Borg i huvudsak nämner såväl incitamentsmotiv som personalmotiv som anledningar till varför aktierelaterade incitamentsprogram införs.⁵⁶

4.3 Utformning av aktierelaterade incitamentsprogram

Motiven bakom varför företagen inför optionsprogram kan variera. Om motiven är olika är det inte helt förvånande att även utformningen av aktierelaterade incitamentsprogram kan se olika ut. I avsnitt 4.2.1 beskrevs de olika typer av aktierelaterade incitamentsprogram som används i Sverige idag. För att ge läsaren en djupare förståelse om programmens funktion, dess resultatpåverkan samt effekter på spädning av aktiekapital kommer varje programtyp att beskrivas i detta avsnitt. Utöver detta kommer begreppet personaloption att redas ut.

4.3.1 Köptionsprogram

Allmänt

En köption är ett finansiellt instrument som ger innehavaren rättigheten att köpa en underliggande vara till lösenpriset av utställaren. Köptioner, med aktier i det egna företaget som underliggande vara, kan ställas ut till personalen på två olika sätt. Antingen genom att företaget gör återköp av aktier eller genom att en aktieägare ställer ut optioner.⁵⁷

⁵³ Hansson, Emma, *Optionsprogram för anställda* (2001), s. 150

⁵⁴ *Ibid.* s. 141

⁵⁵ Anell, Barbro, *Anställda Ägare* (1989), s. 16ff

⁵⁶ Borg, Mikael, *Aktierelaterade Incitamentsprogram* (2003), s. 23

⁵⁷ Andersson, Lennart & Bratteberg, Johan, *Incitamentprogram* (2000), s. 76ff

Resultatpåverkan

Då företaget använder köptionsprogram kan resultatet påverkas genom skattemässiga effekter. Exempelvis kan nämnas att om optionspremien understiger marknadsvärdet tolkas mellanskillnaden som en löneförmån för vilken bolaget förväntas betala sociala avgifter. Bolaget kan dessutom få betala skatt för optionspremien som erhållits.⁵⁸

Det finns även en risk för att optionsåtagandet kostar bolaget pengar genom att de får stå för kostnaden för kursuppgången. För att undvika detta kan återköp av aktier göras vid samma tidpunkt som optionerna utfärdas. Alternativt kan någon form av hedge-arrangemang konstrueras med tredje part. Att minska risken, enligt ovan, är dock förknippat med resultatpåverkande kostnader även detta. Under vissa omständigheter finns det dock möjlighet att göra skatteavdrag på den förlust som ackumulerats genom fullföljande av ett köptionsprogram.⁵⁹

Utspädning av aktiekapital

Köptionen är ett värdepapper som innebär rätten att förvärva aktier. Eftersom köptioner vanligen ställs i samband med återköp av aktier alternativt av en befintlig ägare, riskeras vanligen ingen utspädning av aktiekapitalet.⁶⁰

4.3.2 Syntetiska köptionsprogram

Allmänt

Enligt den definition som används i URA 2 är en syntetisk köption något som ger innehavaren rätt att få kontant betalning som är beroende av företagets aktiekursutveckling under kontraktperioden. Optionsprogram som baseras på syntetiska köptioner ger således inte rättigheter att förvärva aktier för anställda utan de erhåller istället en kontant betalning som relateras till aktiekursens uppgång.⁶¹

Resultatpåverkan

Som redan nämnts ger de syntetiska optionsprogrammen direkta resultatpåverkande effekter. Kostnaden för fullföljandet av det syntetiska optionsprogrammet är den enskilt största resultatpåverkande faktorn även om den är avdragsgill som reaförlust. Om premien som den

⁵⁸ Andersson, Lennart & Bratteberg, Johan, *Incitamentsprogram* (2000), s. 86ff

⁵⁹ Ibid. s. 86ff

⁶⁰ Nordic Investor Services, *Ersättningsystem i svenska börsbolag* (2003), s. 16

⁶¹ *FARs Samlingsvolym del I* (2003), s 1122

anställda erlägger för optionen ligger under gällande marknadsvärde påverkas resultatet genom att bolaget får betala sociala avgifter för skillnaden mellan premien och marknadsvärdet.⁶²

Utspädning av aktiekapital

En av fördelarna med syntetiska köptionsprogram är att det befintliga aktiekapitalet inte riskerar att spädas ut. Det blir således inga negativa effekter på aktiekursen till följd av ökat utbud av aktier.⁶³

4.3.3 Teckningsoptionsprogram

Allmänt

En teckningsoption är en option som ges ut av ett aktiebolag. Den ges alltid ut i kombination med någon form av obligation eller förlagslån. Optionsrätten går dock att avskilja från skuldebrevet. Teckningsoptionen ger innehavaren rättigheten att teckna sig för nya aktier vid en framtida nyemission.⁶⁴ Utfärdaren är i sin tur skyldig att emittera aktier om innehavaren av optionen så kräver.⁶⁵

Teckningsoptionerna emitteras ofta till ett dotterbolag. Dotterbolaget avskiljer sedan skuldebrevsdelen och förmedlar själva optionerna till de anställda. Det är inte ovanligt att dotterbolaget behåller en del av de erhållna optionerna. Detta beror på möjligheten att vid senare tillfälle kunna erbjuda nyanställda möjligheten att förvärva eller erhålla optioner.⁶⁶

Resultatpåverkan

Precis som tidigare nämnda program kan teckningsoptionsprogram medföra kostnader för sociala avgifter om premien sätts lägre än gällande marknadsvärde för optionen. I övrigt finns inga direkta resultatpåverkande faktorer.⁶⁷

⁶² Andersson, Lennart & Bratteberg, Johan, *Incitamentprogram* (2000), s. 66

⁶³ *Ibid.*, s. 55

⁶⁴ Andersson, Lennart, *Värdepapper* (2003), s. 146

⁶⁵ Andersson, Lennart & Bratteberg, Johan, *Incitamentprogram* (2000), s. 17

⁶⁶ *Ibid.* s. 18

⁶⁷ *Ibid.* s. 43

Utspädning av aktiekapital

Nackdelen med teckningsoptionsprogram är att optionen medför en rättighet att teckna nya aktier i bolaget. Följden av detta är att aktiekapitalet späds ut om kursen stiger över lösenpriset. Utspädningen kan ses som en dold kostnad för befintliga aktieägare.⁶⁸

4.3.4 Konvertibelprogram

Allmänt

Ett konvertibelt skuldebrev är ett av företaget utfärdat skuldebrev som dels löper med en fast ränta och dels medför en rättighet att under en given tidsperiod konvertera det utlånade beloppet mot aktier till en förutbestämd kurs.⁶⁹ Konvertibelprogram var framförallt vanliga fram till början av 90-talet. De har dock minskat i popularitet till följd av ofördelaktiga beskattningsvillkor samt till följd av att anställda behöver göra ett betydligt större initialt utlägg för att erhålla en konvertibel än den premie som är förknippad med andra typer av aktierelaterade incitamentsprogram.⁷⁰

Resultatpåverkan

Företagets resultat påverkas negativt av den löpande kupongräntan. Dessutom riskeras en resultatpåverkande effekt om konvertibeln löses in till en kurs över lösenpriset.

Utspädning av aktiekapital

En av nackdelarna med konvertibelprogram är att ägandet riskerar att spädas ut om aktiekursen stiger över konverteringskursen.⁷¹

4.3.5 Personaloptioner

Personaloptioner är egentligen ingen egen typ av option utan ett personaloptionsprogram är uppbyggt av samma optionstyper som andra optionsprogram. Effekterna av att ett optionsprogram klassificeras som personaloptionsprogram är i huvudsak skattemässiga. Huruvida ett optionsprogram ska kategoriseras som personaloptionsprogram eller ej beror på om följande tre villkor är uppfyllda:

- Optionen ska ha erhållits eller förvärvats till följd av en anställning
- Optionen ska innebära en rätt att i framtiden förvärva värdepapper till ett bestämt pris, samt

⁶⁸ Andersson, Lennart & Bratteberg, Johan, *Incitamentsprogram* (2000), s. 43f

⁶⁹ Andersson, Lennart, *Värdepapper* (2003), s. 108

⁷⁰ *Ibid*, s 108ff

⁷¹ Nordic Investor Services, *Ersättningsystem i svenska börsbolag* (2003), s. 16

- Optionerna som används i programmen ska inte skattemässigt vara klassificerade som värdepapper.

De två första kriterierna är relativt tydliga i sin tolkning. Däremot krävs en lite djupare genomgång av vilka optioner som skattemässigt klassificeras som personaloptioner.⁷²

Enligt Borg kan avtalsregleringar som inskränker personalens förfoganderätt över derivaten spela en avgörande roll för huruvida optionerna ska klassas som värdepapper eller ej. Exempel på sådana inskränkningar kan vara att en option inte får överlåtas eller pantsättas, att den inte kan utnyttjas förrän efter en viss tidsperiod eller att optionen blir värdelös om anställningen upphör.⁷³

Effekterna av en skattemässig personaloptionsklassificering kan vara både positiva och negativa. Genom skriva in ovan nämnda förfoganderättsinskränkningar i optionsavtal kan det utgivande bolaget knyta sin personal närmare företaget än med andra optionstyper. Om det exempelvis inte går att överlåta optionen samt om den samtidigt blir värdelös då den anställde slutar vid företaget är den enda möjligheten att tjäna på optionen att fortsätta arbeta för företaget. För den anställde betyder förfoganderättsinskränkningarna en minskad handlingsfrihet vilket gör dem något mindre attraktiva ur dennes perspektiv.⁷⁴

Huvudeffekten av att ett optionsprogram klassificeras som personaloptionsprogram är dock skattemässig. För den anställde innebär personaloptionsklassificeringen övervägande negativa konsekvenser. Detta på grund av att inkomsten från värdeökningen av personaloptionerna beskattas i inkomstslaget tjänst vilket innebär högre skatt än om de beskattats i inkomstslaget kapital vilket andra optionsprogram gör. Även för det utgivande bolaget kan personaloptionsklassificering innebära förhöjda skattekostnader. Detta beror på att företaget även måste betala sociala avgifter för optionens värdeökning eftersom de beskattas i inkomstslaget tjänst.⁷⁵

4.3.6 Övrigt

I detta avsnitt presenteras några övriga variabler som måste tas i beaktande vid utformande av aktierelaterade incitamentsprogram.

⁷² Borg, Mikael, *Aktierelaterade Incitamentsprogram* (2003), s. 41ff

⁷³ *Ibid.* s. 44

⁷⁴ *Ibid.* s. 46

⁷⁵ *Ibid.* s. 46f

Löptiden är den tid som förlöper från dess att det aktierelaterade incitamentsprogrammet startat till det datum då optionsrätten kan användas. Ju längre löptiden är desto högre blir optionspremien. Då skillnaden mellan den premie som den anställde erlägger för optionen och optionens marknadsvärde räknas som en löneförmån kan längre löptider medföra högre sociala kostnader för företaget.⁷⁶

Lösenpriset är det pris till vilket aktier får förvärvas vid utgången av löptiden. I fallet med syntetiska optionsprogram är lösenpriset den kurs som ligger till grund för den kontantbetalning som den anställde erhåller vid slutet av löptiden. Om lösenpriset sätts lågt riskerar företaget att drabbas av högre kostnader.⁷⁷

Målgruppen till vilka det aktierelaterade incitamentsprogrammet riktas är en annan faktor att ta hänsyn till vid utformandet av aktierelaterade incitamentsprogram. Vanliga målgrupper är ledande befattningshavare, nyckelpersoner samt hela personalen.⁷⁸

4.4 Kritik mot aktierelaterade incitamentsprogram

Tidigare har det redogjorts för vanliga motiv bakom varför aktierelaterade incitamentsprogram införts. Avsikten med detta avsnitt är att nyansera bilden av programmen genom att framföra vanligt förekommande kritik mot de samma.

De aktierelaterade incitamentsprogrammen har kritiserats frekvent den senaste tiden. Ett argument som är vanligt förekommande är att kopplingen mellan företagets aktiekurs och den enskilde individens arbetsprestation är mycket svår att se. Att det inte finns en tydlig korrelation mellan prestation och belöning gör enligt dessa kritiker att optioner fungerar illa som incitament.⁷⁹

Annan vanlig kritik mot aktierelaterade incitamentsprogram är att de ger för riklig kompensation i förhållande till ledningens prestationer. Vissa för fram argumentet att optioner lockar till ett allt för stort risktagande⁸⁰, medan andra kritiker menar att aktierelaterade incitamentsprogram ofta blir en dold kostnad för aktieägarna till följd av den hittills

⁷⁶ Hansson, Emma, *Optionsprogram för anställda* (2001), s. 49

⁷⁷ Ibid. s. 47

⁷⁸ Ibid. s. 50

⁷⁹ Ibid. s. 50

⁸⁰ www.di.se, 2004

bristfälliga redovisningen av de samma.⁸¹ Nya harmoniserade redovisningsregler som infördes år 2005 kommer dock att innebära att programmets värdeförändring kommer att bokföras mot resultaträkningen varför programmets kostnader kommer att bli tydligare för ägarna.⁸²

4.5 Tidigare studier på området

Som indikerats tidigare har det, vad vi sett, gjorts väldigt få kvantitativa studier på området aktierelaterade incitamentsprogram. Det finns dock ett par amerikanska studier som studerat ägarvärdeseffekter relaterade införandet av aktierelaterade incitamentsprogram. Dessa har dock uppvisat motsägelsefulla resultat.⁸³ Även om entydiga resultat erhållits från de amerikanska studierna hade det varit svårt att göra direkta jämförelser med dessa eftersom amerikanska program i regel är betydligt mer omfattande än svenska.⁸⁴

Enqvist och Lindqvist har studerat marknadens reaktion på införande av aktierelaterade incitamentsprogram. I denna kortsiktiga eventstudie, utförd på bolag som år 1998 var noterade på stockholmsbörsen, konstaterades att marknadens kortsiktiga reaktion på pressreleaser om införande av aktierelaterade incitamentsprogram var signifikant negativ.⁸⁵

Sammantaget kan sägas att det är svårt att finna studier som kvantitativt försöker utreda aktierelaterade incitamentsprogramms långsiktiga påverkan på börskursen.

⁸¹ www.aktiespararna.se, 2004

⁸² www.deloitte.com, 2004

⁸³ Hansson, Emma, *Optionsprogram till anställda* (2001). s. 35

⁸⁴ Nordic Investor Services, *Ersättningsystem i svenska börsbolag* (2003), s. 11

⁸⁵ Enqvist, Johanna & Lindqvist Tobias, *Optionsprogram till ledande befattningshavare* (1998)

5. Hypoteser

I de senaste två kapitlen har olika teoretiska aspekter rörande aktierelaterade incitamentsprogram presenterats. Med utgångspunkt från detta material tillsammans med de arbetsmetoder som används kommer uppsatsens hypoteser att formuleras. Syftet är att skapa grunder för relevant analys och slutsatser av uppsatsens frågeställning, att utröna hur förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram påverkar ägarvärdet.

Det mest frekvent förekommande argumentet för varför aktierelaterade incitamentsprogram införs är det så kallade effektivitetsmotivet som diskuterats den praktiska referensramen. En övergripande målsättning med de flesta aktierelaterade incitamentsprogram är således att skapa konvergens mellan anställdas och ägarnas målsättningar och att detta mer effektivt ska motivera anställda till att fatta beslut som effektiviserar värdeskapandet för aktieägarna. Jensen och Meckling⁸⁶ menar att det är en nödvändighet att skapa goda incitament i dagens bolag där ägandet är skilt från det operativa arbetet. Aktierelaterade incitamentsprogram är enligt flera färiska studier ett av de absolut vanligaste sätten att skapa dylika incitament i dagens svenska näringsliv.⁸⁷ Precis som principal- agentteorin förutspår finns dock kostnader, så kallade agentkostnader, förknippade med alla effektiva sätt att skapa incitament. Hos de aktierelaterade incitamentsprogrammen finns flera exempel på möjliga sådana kostnader. Det finns direkta kostnader för bolagen exempelvis i form av slutregleringslikvider eller betalning av sociala avgifter i samband med programstart. Dessutom finns för vissa program även indirekta kostnader i form av utspädning av det befintliga aktiekapitalet. Den stora frågan är om effektivitetsvinsterna är större än agentkostnaderna. Uppsatsens syfte är att utreda hur programmets effekter på ägarvärdet, eller aktiekursen, ser ut och den första hypotesen lyder:

Hypotes I – Under en ettårsperiod efter att ett aktierelaterat incitamentsprogram startats uppvisar de utfärdande bolagen abnormal avkastning till aktieägarna.

Beräkningsgång samt uppställande av mothypotes beskrivs i det efterföljande kapitlet.

Den tidigare diskussionen om effektivitet kontra agentkostnader kan sägas vara den röda tråden för samtliga hypoteser som ställs i denna uppsats. Utöver den kortsiktiga eventstudien på ettårsbasis vill vi studera mer långsiktiga effekter av de aktierelaterade incitamentsprogrammen. Ofta nämns ju att företag vill skapa långsiktiga incitament för

⁸⁶ Jensen, Michael & Meckling William, *Theory of the firm* (1976), s.6

⁸⁷ jmf. Price Waterhouse Coopers, *Värdebaserade Incitamentsprogram* (2002)

anställda att skapa värde för sina ägare. Det är tänkbart att det kan ta ett tag innan effektivitetsvinsterna slår igenom i aktiekursutvecklingen. För att se huruvida företagen på lång sikt blivit bättre på att generera avkastning till sina ägare, efter införande av aktierelaterade incitamentsprogram, har följande hypotes ställts upp:

Hypotes II – Företag som startat aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2000 har uppvisat abnormal avkastning under tidsperioden 2002-2003

För att utreda denna frågeställning utförs ytterligare en eventstudie. Dess undersökningsdesign och konkreta mothypotes kommenteras vidare i det efterföljande kapitlet.

Studien är utförd på ett antal av de något mindre bolagen som är noterade på stockholmsbörsen. Enligt flera undersökningar genererar mindre bolag högre avkastning än genomsnittet. Om det är så att aktierelaterade incitamentsprogram ger extra effektivitet i bolagen bör vi definitivt kunna förvänta oss att de studerade bolagen som haft aktierelaterade incitamentsprogram under den studerade tidsperioden 2000-2003 har genererat högre avkastning till aktieägarna än respektive branschindex. Om det är så att bolagen genererat mer avkastning till ägarna är detta inget förvånansvärt resultat, om det däremot är så att småbolagen inte genererat mer avkastning till ägarna än vad branschindex genererat kan detta resultat vara intressant att studera. Det bör dock poängteras att denna hypotes är av underordnad betydelse för studien i jämförelse med tidigare ställda hypoteser. Resultatet vid testning kan dock utgöra ett intressant komplement till de övriga hypotestesterna

Hypotes III – De bolag som har haft aktiva aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 2000-2003 har genererat avkastning till aktieägarna som avviker från respektive branschindexavkastning under samma tidsperiod

Precis som för de två föregående hypoteserna presenteras undersökningsdesign och mothypoteser i det efterföljande kapitlet.

Nu har uppsatsens hypoteser formulerats. I det kommande kapitlet kommer undersökningsdesignen bakom besvarandet av varje hypotes att beskrivas. Här kommer även hypoteserna preciseras med relevanta statistiska mått och mothypoteser.

6. Undersökningsdesign

I kapitel 2 har uppsatsens övergripande metodiska tillvägagångssätt presenterats. I detta avsnitt konkretiseras dessa med utgångspunkt från uppsatsens nyss uppställda hypoteser. I kapitlet presenteras även statistiska beräkningssamband som använts vid databearbetningen.

Uppsatsens huvudsyfte är att utröna hur förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram påverkar aktiekursen. Som hjälp att besvara frågeställningen ställdes i föregående avsnitt tre hypoteser. Detta kapitel är strukturerat efter hur beräkningsgång och statistiska samband ställs upp för att medge prövning av varje hypotes.

6.2 Eventstudie I – Hypotes I

Eventstudie I genomförs i enlighet med den justestegsmodell som presenterades i kapitel 2. Målet är att så småningom hitta relevanta mått för att testa hypotes I.

6.2.1 Steg 1 – Definition av händelse

I denna eventstudie vill vi studera om införandet av aktierelaterade incitamentsprogram har effekter på ägarvärdet och definierar därför den studerade händelsen som den månad då ett aktierelaterat incitamentsprogram införs.

I det första steget ska även händelsefönstret definieras. I denna eventstudie studeras en period av tolv månader efter det att programmen införts i respektive bolag. Under denna period kommer bolagens avkastning relativt förväntad avkastning att beräknas.

6.2.2 Steg 2 – Urvalsmetod

Bland de i studien ingående bolagen har i första hand bolag som inte haft aktierelaterade incitamentsprogram samt bolag för vilka ingen information erhållits sorterats bort. Efter det har bolag som inte varit noterade under en tillräckligt lång tidsperiod sorterats bort. Efter dessa uteslutningar återstår 24 bolag vilka tillsammans startat 49 aktierelaterade incitamentsprogram under tidsperioden. Vissa av dessa är dock startade vid en tidpunkt då tillräckligt stora estimerings- eller händelsefönster inte kunde erhållas. Efter eliminering av dessa återstod 38 observerade programstarter. Ett problem med vissa av dessa observationer är att månaden då programmet startade inte är känd. Vi gör därför en studie på de observationer där månaden för programmets start är känd, 20 observationer, samt en studie på samtliga observationer med den 1 juli, respektive år, som schablonmässigt startdatum för programmen.

En annan viktig faktor är att definiera vilka mått som används i studien. Som mått på ägarvärde använder vi företagets totalavkastning varje månad definierad enligt nedan:

$$R_{it} = \frac{P_{t+1} - P_t + D}{P_t}$$

R_{it} =periodens avkastning
 P_t = Aktiepriset vid början av tidsperioden
 P_{t+1} = Aktiepriset vid slutet av tidsperioden
 D = Utdelning under tidsperioden

Figur 6.2.2.1 Totalavkastningsberäkningar

Eftersom avkastningen kommer att relateras till ett index måste avkastningen för detta index också beräknas. Denna beräknas på analogt vis, dock utan utdelningstermen.

6.2.3 Steg 3 – Definition av normal och abnormal avkastning

Beräkning av företagets abnormala avkastning under perioden görs genom att beräkna skillnaden mellan den verkliga avkastningen och den avkastning som är att vänta om händelsen inte inträffat.⁸⁸ En beskrivning av hur den normala avkastningen skattas finns i nästa avsnitt.

6.2.4 Steg 4 – Beräkningsgång

Den normala avkastningen för tidsperioden skattas med hjälp av den så kallade marknadsmodellen.

Marknadsmodellen är en statistisk modell som relaterar företagets aktiekursutveckling till utvecklingen för en marknadsportfölj. I tillämpningar representeras marknadsportföljen av breda aktieindex⁸⁹ varför vi låter affärsvärldens generalindex (AFGX) representera den samma.

Beräkningarna utgår från händelsens estimeringsfönster vilket i detta fall utgörs av en period av ett år innan programmet startades. Parameteruppskattningarna baseras på månatlig avkastning relativt AFGX-utveckling för samma period.

Modellen skattar den normala avvikelser från index med en rät linje enligt nedan:

⁸⁸ Campbell, John, MacKinlay, Craig, *The Econometrics of financial markets* (1997), s. 149ff.

⁸⁹ Ibid. s. 154ff.

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

$$\varepsilon_{it} = E(\varepsilon_{it}) = 0$$

$$\text{Var}[\varepsilon_{it}] = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Figur 6.2.4.1 Marknadsmodellen⁹⁰

R_{it} representerar aktiens avkastning under tidsperioden och R_{mt} representerar marknadsportföljens avkastning under tidsperioden medan parametrarna α och β är konstanter.

Till att börja med skattas konstanterna α_i och β_i genom att använda månadsdata för respektive avkastningsslag hämtade från estimeringsfönstret. Konstanterna skattas med minsta kvadratmetoden enligt formeln nedan:

$$\hat{\beta}_i = \frac{n \times \sum (R_{mt} \times R_{it}) - \sum R_{mt} \times \sum R_{it}}{n \times \sum R_{mt}^2 - (\sum R_{mt})^2}$$

R_{it} = avkastning för aktie i under tiden t
 R_{mt} = avkastning för index m under tiden t
 n = antalet månader i estimeringsfönstret

$$\hat{\alpha}_i = \frac{\sum R_{it}}{n} - \hat{\beta}_i \times \frac{\sum R_{mt}}{n}$$

Figur 6.2.4.2 Parameterberäkning⁹¹

Med hjälp av dessa parametrar kan aktiens normala avkastning skattas med sambandet nedan.⁹²

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{mt}$$

Figur 6.2.4.3 Skattning av normal avkastning i händelsefönstret.

Som framgår av figur 6.2.4.3 utgörs marknadsmodellens skattning av normal avkastning ett linjärt samband mellan aktiens avkastning och marknadsportföljens avkastning. Ekvationen representerar således en rät linje där variabeln $\hat{\beta}$ är linjens lutning medan $\hat{\alpha}$ är dess

⁹⁰ Blom, Gunnar, *Sannolikhetsteori och statistikteori med tillämpningar* (1989), s. 278.

⁹¹ Körner, Svante, Wahlgren, Lars, *Statistisk Dataanalys* (2000), s.328f.

skärningspunkt med y-axeln⁹³. Rent konkret används modellen så att normal avkastning för en månadsperiod i händelsefönstret beräknas genom att multiplicera $\hat{\beta}$ -värdet med AFGX-avkastning för perioden för att sedan addera $\hat{\alpha}$.

För att kunna se om händelsen, införandet av aktierelaterade incitamentsprogram, påverkar företagets aktiekursutveckling måste periodens abnormala avkastningen beräknas. Detta görs genom att först beräkna den månadsvisa abnormala avkastningen, AR , för varje månad i händelsefönstret för varje observation.

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

Figur 6.2.4.4 Beräkning av AR för observation i vid tiden t . Variabelbeteckningar enligt tidigare

Genom att använda formeln i figur 6.2.4.5 beräknas händelsefönstrets totala abnormala avkastning, CAR .⁹⁴

$$CAR_i(t_1, t_2) = \left(\prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + AR_{it}) \right) - 1$$

Figur 6.2.4.5 Beräkning av CAR för varje observerad start av ett aktierelaterat incitamentsprogram

Uttryckt i ord är CAR i detta fall alltså den totala abnormala avkastningen, eller avvikelserna från normal utveckling, för en ettårsperiod efter införandet av ett aktierelaterat incitamentsprogram.

⁹² I vårt fall AFGX

⁹³ Olbjer, Lennart, *Experimentell och industriell statistik* (1999), s.205f.

⁹⁴ Ibid.

För att möjliggöra testandet av huruvida hela populationen genererat abnormal avkastning under händelsefönstret beräknas medelvärdet av CAR.⁹⁵

$$\overline{CAR}_i(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2)$$

$N = \text{antal observationer}$

Figur 6.2.4.6 Beräkning av medelvärdet av CAR per startat incitamentsprogram.

6.2.5 Steg 5 – Testning

I det föregående avsnittet beskrevs en beräkningsgång för att komma fram till hur medelvärdet av CAR beräknas. Den konkreta hypotesen som ska testas i eventstudien är huruvida populationens CAR är signifikant skiljt från noll. Vi använder oss av ett dubbelsidigt t-test för att testa den konkreta hypotesen:

$$H_0: \overline{CAR} = 0,$$

med mothypotes:

$$H_1: \overline{CAR} \neq 0$$

6.2.6 Övriga steg

Eftersom denna uppsats även innehåller analys och slutsatser av andra hypoteser än den i eventstudien uppställda hypotesen kommer det empiriska materialet att sammanställas och analyseras gemensamt.

6.3 Eventstudie II – Hypotes II

6.3.1 Definition av händelse

Det som studeras i denna studie är om införandet av aktierelaterade incitamentsprogram kan ge abnormal avkastning på längre sikt. Eftersom antagande om att det kan ta lång tid innan effektivitetsvinsterna blir synliga i högre avkastning görs, studeras huruvida bolag som startat program under åren 1999-2000 har genererat abnormal avkastning längre fram i tiden. För att få en tillräcklig grund med data studeras bolag som startat aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2000. Estimeringsfönstret utgörs av tidsperioden 1999-2000 och händelsefönstret av perioden 2002-2003. Egentligen är det alltså ingen konkret händelse som ligger bakom eventstudien utan ett antagande om att det kan dröja ett tag innan effekterna blir synliga i form av avvikande avkastning.

⁹⁵ Filson, Darren, <http://spe.cgu.edu> (2004)

6.3.2 Urvalsmetod

Bolag som startat aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2000 utgjorde studieobjekt i denna studie. Dessa utgjorde sjutton bolag till antalet.

Det som mäts är precis som i tidigare genomförd eventstudie månatlig avkastning relativt den normala avkastningen, vilken i sin tur beräknas med hjälp av marknadsmodellen och Affärsvärldens generalindex, AFGX.

6.3.3 Övriga steg

Den andra eventstudien påminner starkt om den första i sitt upplägg. Det som skiljer sig från denna är att estimeringsfönstret utgörs av tidsperioden 1999-2000 samt att händelsefönstret utgörs av tidsperioden 2002-2003. I vissa fall blir estimeringsfönstret något kortare på grund av att bolagen inte varit noterade under samtliga studerade månader. Detta har dock accepterats om parameterskattningarna verkat rimliga.

Skattningar av parametrarna α och β samt beräkningar av AR och CAR görs analogt med tidigare presenterad beräkningsgång. Den konkreta hypotesen som testas är således densamma som vid den tidigare eventstudien nämligen:

$$H_0 : \overline{CAR} = 0$$

med mothypotes,

$$H_1 : \overline{CAR} \neq 0$$

6.4 Avkastning relativt branschindex – Hypotes III

6.4.1 Urval

För att kunna testa hypotes III gjordes urvalet av studiebolag enligt följande procedur. Bolag som inte varit noterade under hela perioden sorterades bort, varpå bolag som inte bevisligen haft aktiva program under hela tidsperioden sorterades bort. Kvar att studera fanns nu de bolag som haft aktiva aktierelaterade incitamentsprogram under hela perioden och som samtidigt varit börsnoterade under samma tidsperiod.

6.4.2 Databearbetning och konkret hypotes

För att testa huruvida de studerade bolagen genererat avvikande avkastning jämfört med respektive branschindex beräknades skillnaden mellan respektive bolags totalavkastning och respektive branschindexavkastning för perioden 2000-2003. Bolagets avkastning beräknas enligt nedan.

$$R_{it} = \frac{P_{t+1} - P_t + D}{P_t}$$

R_{it} = periodens avkastning
 P_t = Aktienpriset vid början av tidsperioden
 P_{t+1} = Aktienpriset vid slutet av tidsperioden
 D = Utdelning under tidsperioden

Figur 6.4.2.1 – Beräkning av periodens avkastning

Branschens avkastning beräknas på samma sätt, förutom att det inte finns någon utdelning att ta hänsyn till. Genom att beräkna skillnaden mellan bolagets avkastning och branschens avkastning erhålles en datamängd med bolagens respektive avkastning relativt branschindex. Denna datamängd utgör teststorheten och benämns, M , i beräkningarna. Det konkreta hypotestestet innebär att pröva huruvida M är skiljt från noll, följaktligen:

$$H_0 : M = 0$$

med mothypotesen:

$$H_1 : M \neq 0$$

Precis som tidigare används t-test för att pröva huruvida hypotesen kan förkastas eller ej.

7. Resultat

I detta kapitel presenteras först resultat av datainsamlingen samt fakta om den studerade populationen. Därefter presenteras diagram, beräkningsresultat och resultat av de statistiska hypotestester som tidigare ställts upp.

7.1 Datainsamling

Det första steget i datainsamlingen var studien av populationsföretagens årsredovisningar. Flertalet av årsredovisningarna fanns tillgängliga på respektive företags hemsida och insamlingen av dessa gick mycket bra. Tyvärr saknade en del hemsidor årsredovisningar från de första och de sista åren av studieperioden. Det var därför nödvändigt att beställa dessa för leverans via post, vilket medförde en del tidsfördröjning i datainsamlingsprocessen.

Som komplement till årsredovisningarna användes även en webbaserad enkät som skickades ut till företagen. Att använda en internetbaserad enkät visade sig vara mycket praktiskt då svaren var tillgängliga för sammanställning direkt utan fördröjning av postgång och samtidigt fick vi snabbt en klar bild över vilka företag som var sena med att svara. Svarsfrekvensen på enkäten blev 60 %. I vissa aspekter var svaren tillfredsställande. Det hade dock varit önskvärt att få in mer information om motiven bakom införandet, om skatteklassificering av programmen samt om utspädningseffekter. Denna information hade kunnat utgöra en intressant grund för ytterligare analyser av uppsatsens syfte.

Företag som ansågs intressanta för underökningen som inte svarat på enkäten efter ca en vecka kontaktades via telefon för att reda ut eventuella oklarheter som uppstått vid studien av deras årsredovisningar.

En sammanställning över den information som samlats in via årsredovisnings- och enkätstudien återfinns i bilaga 2.

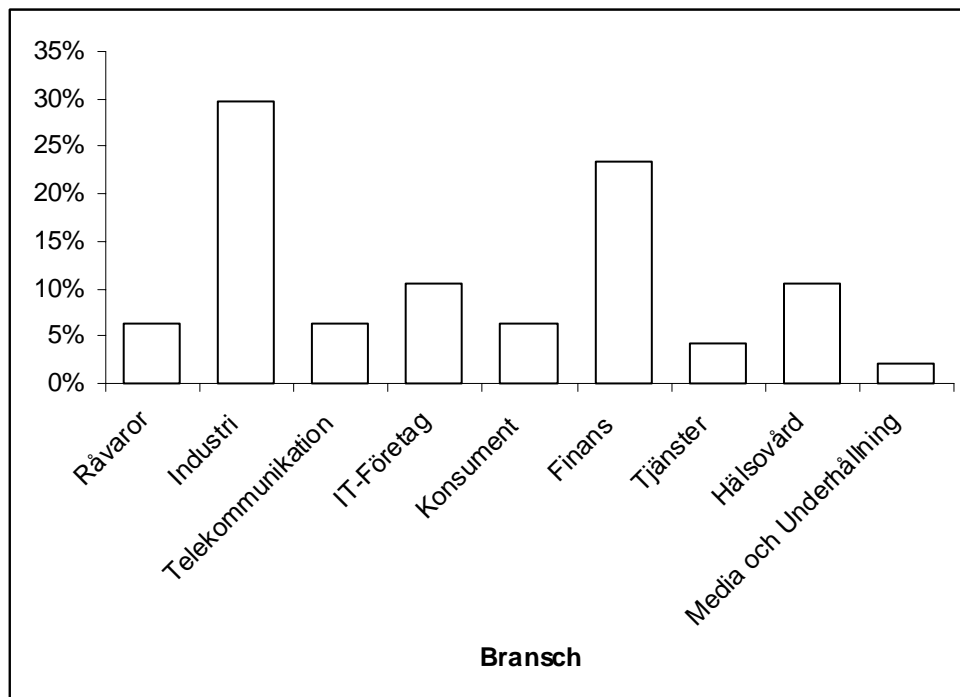
7.2 Populationen

Den ursprungliga studiepopulationen bestod av 50 bolag. Under insamlandet av bolagens årsredovisningar fick 3 av bolagen strykas ur populationen då dessa bolag inte varit noterade under tillräckligt lång tid för att en studie skulle vara möjlig eller också hade bolagen blivit uppköpta eller avknoppade under perioden.

Under studien av företagens årsredovisningar och vid genomgång av enkätsvaren bortföll ytterligare bolag ur den studerade populationen. Detta berodde på att information om företagens aktierelaterade incitamentsprogram var bristfällig och inte räckte till för vår studie. Några av företagen uppfyllde kriterierna för att kunna ingå i den ena studien, men inte i den andra medan vissa uppfyllde kriterierna för båda. Dessutom framkom att 13 av bolagen inte haft någon form av aktierelaterade incitamentsprogram under studietiden och även dessa bortföll därför ur undersökningspopulationen.

Totalt erhöles tillräcklig information för att delta i någon av våra studier från 30 av de ursprungliga 50 företagen i populationen. Till följd av skiftande noggrannhet i informationen varierade dock antalet bolag som kunde delta i de olika studierna från mellan 16 och 22.

Den studerade populationen fördelade sig över olika branscher enligt figur 7.2.1.



Figur 7.2.1 – Populationsföretagens branschtillhörighet enligt Affärsvärldens branschindelning

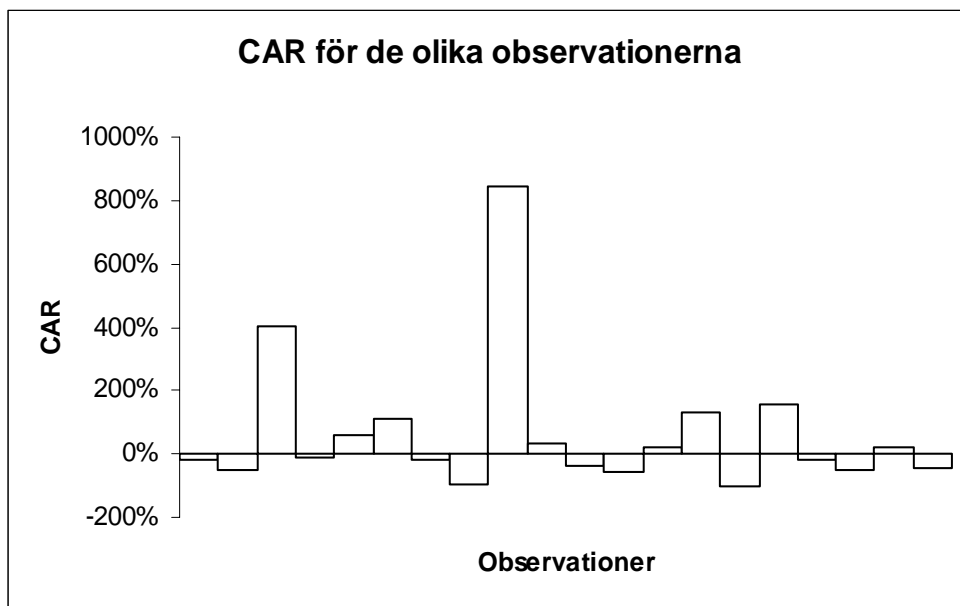
7.3 Hypotes I

7.3.1 Känt startdatum

Denna eventstudie gick ut på att utröna huruvida hypotes I kan accepteras eller ej. Som tidigare nämnts studerades för detta ändamål huruvida företag med aktierelaterade

incitamentsprogram genererat abnormal avkastning från den månad de införde sina program och månadsvis ett år efter.

I den första av två eventstudier ingick 16 bolag där startmånad för deras respektive aktierelaterade incitamentsprogram var känd. Då vissa bolag startat fler än ett program under studietiden erhöles totalt 20 observerade programstarter. En sammanställning av CAR-värden för samtliga observationer finns att skåda i figur 7.3.1.1 Hypotestestet sammanfattas i figur 7.3.1.2



Figur 7.3.1.1 – En grafisk presentation av observationernas CAR

$$\begin{aligned} \overline{CAR} &= 63,78 \% \\ S_{\overline{CAR}} &= 215,72 \% \\ n &= 20 \\ t &= \frac{63,78\%}{\left(\frac{215,72\%}{\sqrt{20}}\right)} \approx 1,32 \end{aligned}$$

Figur 7.3.1.2 – Beräkning av fördelningens t-värde

För att testa hypotesen jämförs absolutbeloppet av det ovan framräknade värdet med t-fördelningens kritiska värde för 19 frihetsgrader och 95 % konfidensgrad. Detta värde är

enligt tabell lika med 2.09.⁹⁶ Vid jämförelser mellan det kritiska värdet, 2.09, och absolutbeloppet av det framräknade värdet, 1.32, konstateras att det kritiska värdet är störst.

Att absolutbeloppet av det beräknade t-värdet är mindre än det kritiska värdet betyder att nollhypotesen inte kan förkastas. Det går således inte att på 95 % signifikansnivå, eller högre nivåer, säga att bolagen genererat positiv eller negativ abnormal avkastning ett år efter programstart.

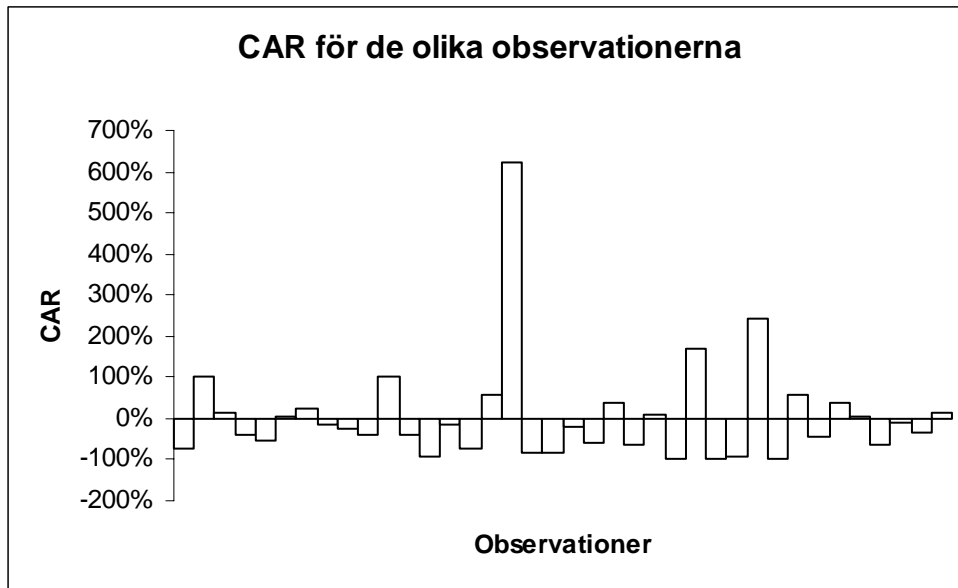
Som komplement till ovanstående presenterade beräkningar har motsvarande beräkningar även gjorts med respektive branschindex som marknadsportfölj. Resultatet av hypotestet skiljde sig dock inte från det nuvarande. Eftersom resultaten inte skiljt sig åt samt eftersom branschindex egentligen ansågs innehålla för få bolag för att representera marknadsportföljen i en eventstudie presenteras dessa resultat inte närmare.

7.3.2 Schablonmässigt startdatum

Även denna eventstudie gick ut på att testa hypotes I. Till skillnad från föregående studie valde vi här att anta att alla aktierelaterade incitamentsprogram startade den förste juli under det året vi visste att respektive program startats.

Denna eventstudie genomfördes på samma sätt som föregående eventstudie, fast populationen bestod denna gång av 22 bolag mot 16 i den förra. Även i denna population startade vissa av bolagen mer än ett program under studieperioden och på så vis blev antalet observationer fler än antalet bolag, närmare bestämt 38 st. CAR för respektive observation ses i 7.3.2.1 och en sammanfattning av beräkningarna redovisas i figur 7.3.2.2

⁹⁶ Blom, Gunnar, *Sannolikhets teori och statistikteori med tillämpningar* (1998), s. 317.



Figur 7.3.2.1 – En grafisk presentation av observationernas CAR

$$\begin{aligned}\overline{CAR} &= 4,82\% \\ S_{\overline{CAR}} &= 125,58\% \\ n &= 38 \\ t &= \frac{4,82\%}{\left(\frac{125,58\%}{\sqrt{38}}\right)} \approx 0,237\end{aligned}$$

Figur 7.3.2.2 – Beräkning av fördelningens t-värde

Absolutbeloppet av vårt framräknade värde, 0,237, skall jämföras mot ett kritiskt värde för att ge oss svar på om nollhypotesen kan förkastas eller inte. Det värde vi skall jämföra mot erhålles ur en tabell över t-fördelningen och är, vid 37 frihetsgrader och 95 % konfidensgrad, 2,02.⁹⁷ Som vi kan se är 0,237 betydligt mindre än 2,02.

Absolutbeloppet av det framräknade t-värdet är mindre än tabellvärdet, vilket betyder att nollhypotesen inte kan förkastas här heller. Resultatet skiljer sig således inte från det som erhöles då den exakta startmånaden var känd.

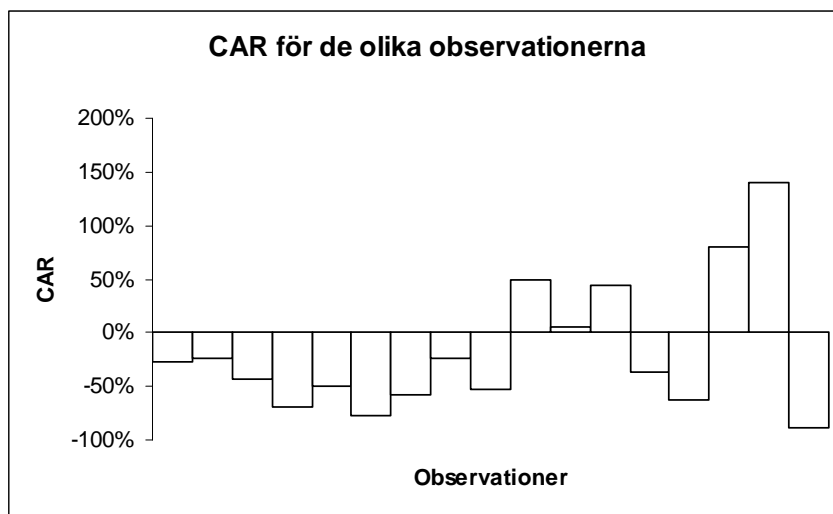
Som komplement till ovanstående presenterade beräkningar har motsvarande beräkningar även gjorts med respektive branschindex som marknadsportfölj. Resultatet av hypotestet skiljde sig dock inte från det nuvarande. Eftersom resultaten inte skiljt sig åt samt eftersom

⁹⁷ Blom, Gunnar *Sannolikhets teori och statistikteori med tillämpningar* (1998), s. 317.

branschindex egentligen ansågs innehålla för få bolag för att representera marknadsportföljen i en eventstudie presenteras dessa resultat inte närmare.

7.4 Hypotes II

I denna eventstudie testades hypotes II. Det fanns 17 bolag i vår population som startat aktierelaterade incitamentsprogram under åren 1999 och 2000. För dessa studerades den huruvida den månadsvisa avkastningen under perioden från den 1 januari 2002 till 31 december 2003 varit abnormal. CAR för de 17 observationerna kan ses i figur 7.4.1 och en sammanfattning av beräkningarna redovisas i figur 7.4.2.



Figur 7.4.1 – En grafisk presentation av observationernas CAR

$$\begin{aligned} \overline{CAR} &= -17,34 \% \\ S_{\overline{CAR}} &= 62,09 \% \\ n &= 17 \\ t &= \frac{-17,34\%}{\left(\frac{62,09\%}{\sqrt{17}}\right)} \approx -1,15 \end{aligned}$$

Figur 7.4.2 – Beräkning av fördelningens t-värde

Från en tabell över t-fördelningen vid 95 % konfidensgrad och vid 16 frihetsgrader erhålles det kritiska värdet, 2.11.⁹⁸ När absolutbeloppet av det uträknade värdet -1.15, som alltså blir 1.15, jämförs mot 2.11 kan vi se att värdet är mindre.

⁹⁸ Blom, Gunnar *Sannolikhets teori och statistikteori med tillämpningar* (1998), s. 317.

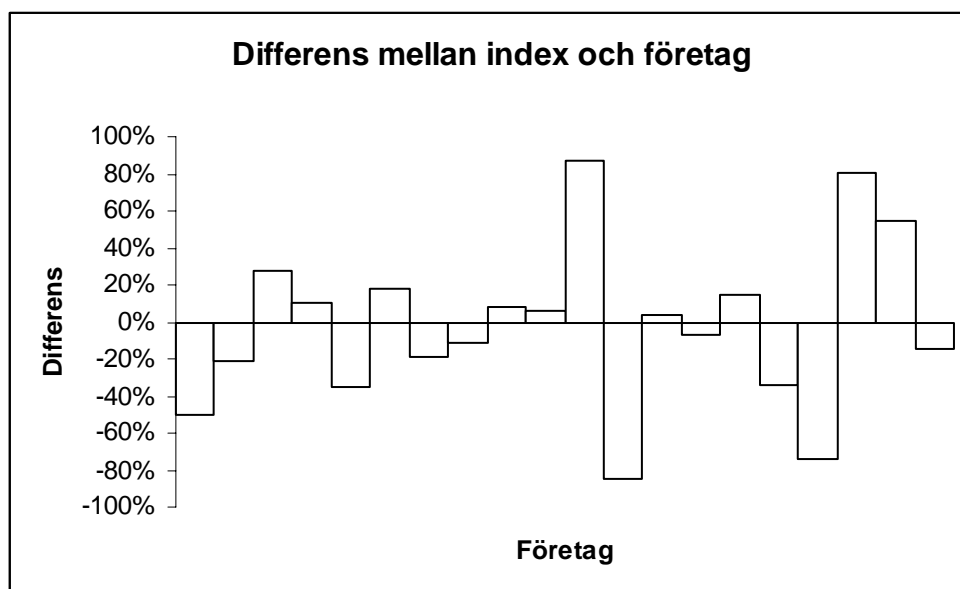
Precis som vid de tidigare hypotestesterna innebär detta att nollhypotesen inte heller här kan förkastas. Det går alltså inte att med denna studie påvisa att bolagen genererat abnormal avkastning under perioden 2002-2003.

Även här kompletterades beräkningarna med motsvarande beräkningar där respektive branschindex fick utgöra marknadsportfölj. Liksom i de föregående två fallen erhöles ingen avvikelse från resultatet som erhöles i nyss presenterade hypotestest.

7.5 Hypotes III

Den tredje studien görs för att testa hypotes III, huruvida företag med aktiva aktierelaterade incitamentsprogram genererat bättre avkastning än respektive branschindex under perioden 2000-2003. Här testas huruvida det enskilda företagens kursutveckling avviker från utvecklingen för branschindex under 4 år. Bolagen som studerades var de i populationen som under hela perioden från år 2000 till och med år 2003 hade något aktivt aktierelaterat incitamentsprogram.

Populationen bestod av 20 företag och eftersom kriteriet för att ingå i populationen var att ha minst ett aktivt program igång under hela perioden är antalet observationer följaktligen lika många, det vill säga 20 stycken. Differensen mellan observationerna och index kan presenteras i figur 7.5.1 och en sammanfattning av beräkningarna redovisas i figur 7.5.2



Figur 7.5.1 – Differensen mellan observationernas kursutveckling och utvecklingen för branschindex under perioden 2000 tom 2003

$$\begin{aligned} n &= 20 \\ M &= -1,989\% \\ S &= 44,441\% \\ t &= \frac{-1,989\%}{\left(\frac{44,441\%}{\sqrt{20}}\right)} \approx -0,200 \end{aligned}$$

Figur 7.5.2– Beräkning av fördelningens t-värde

Precis som vid de tidigare hypotesprövningarna erhålles det kritiska värdet ur en tabell över t-fördelningen. I detta fall är konfidensgraden 95 % och antalet frihetsgrader är 19, vilket ger oss det kritiska värdet 2.09.⁹⁹ Absolutbeloppet av vårt uträknade t-värde blir 0.2, vilket är betydligt mindre än tabellvärdet 2.09.

Det går således inte att förkasta nollhypotesen och därmed kan någon signifikant effekt heller inte uttydas här.

⁹⁹ Blom, Gunnar, *Sannolighetsteori och statistikteori med tillämpningar* (1998), s. 317.

8. Analys

I detta kapitel analyseras resultaten som framkom i det föregående kapitlet. Utgångspunkten för denna analys är den teoretiska och praktiska referensramen. Utöver dessa utgångspunkter kommer tänkbara felkällor som härstammar från arbetsmetoderna att diskuteras.

Hypotes I behandlade huruvida företag har genererat abnormal avkastning under en ettårsperiod efter införandet av ett aktierelaterat incitamentsprogram. För att besvara hypotesen genomfördes eventstudier med ettåriga estimeringsfönster. Eftersom fullständig data saknades för samtliga observationer gjordes ett test med samtliga observationer där ett schablonmässigt startdatum sattes för samtliga program. En likadan studie genomfördes sedan för de observationer där startmånaden för programmet var känd. Resultaten från båda hypotestesterna blev att det mot bakgrund av denna studie inte går att påvisa att bolagen uppvisat abnormal avkastning efter införandet av aktierelaterade incitamentsprogram. Det går således inte att påvisa någon positiv eller negativ effekt på ägarvärdet.

Hypotes II handlar om huruvida företag som startat aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2000 har genererat abnormal avkastning under perioden 2002-2003. Eventstudien som genomförts som underlag för testet har inte heller den genererat statistiskt säkerställt stöd för att bolagen uppvisat abnormal avkastning i händelsefönstret. Det går således inte att påvisa någon effekt på längre sikt heller.

Hypotes III, att bolag som haft aktiva aktierelaterade incitamentsprogram har slagit respektive branschindex under perioden 2000-2003, har inte heller den påvisat att bolag som använt aktierelaterade incitamentsprogram har haft avkastning som avviker från respektive branschindex.

Mot bakgrund av denna studie går det således inte att fastställa att de aktierelaterade incitamentsprogrammen har någon effekt på värdeskapandet för ägarna. Analysen kommer därför att inriktas på olika teoretiska och metodrelaterade motiv bakom varför inga effekter detekterats.

8.1 Teoretiska perspektiv

I detta avsnitt diskuteras möjliga teoretiska motiv bakom varför studien visat att aktierelaterade incitamentsprogram inte påverkat aktiekursen på ett statistiskt säkerställt vis.

8.1.1 Effektivitetsökning vs agentkostnader

I principal-agentteorin konstateras att kontrakt, exempelvis aktierelaterade incitamentsprogram, tecknas för att förena anställdas och ägarnas målsättningar.¹⁰⁰ Jensen och Meckling konstaterar att vidare att det i princip är omöjligt att teckna effektiva sådana kontrakt utan att det uppstår så kallade agentkostnader.¹⁰¹ I den praktiska referensramen har vi sett att konkreta exempel på sådana agentkostnader kan vara sociala avgifter, slutregleringslikvider och kostnader för utspädning av aktiekapitalet. Det finns en möjlighet att skillnaden mellan effektivitetsvinster, som erhålles genom målkonvergens, och agentkostnader som uppstår till följd av kontraktet är relativt små. Eftersom aktiekursen är beroende av ett stort antal faktorer, så väl företagsspecifika som makroekonomiska,¹⁰² finns då en uppenbar risk att effekten av programmen blir mycket svår att mäta, något som i sin tur kan förklara varför hypotestest inte påvisar några signifikanta effekter.

Jensen och Meckling menar att det är viktigt att skapa effektiva incitament för att minska problemen som anställdas och ägares måldivergens medför.¹⁰³ Som vi nämner i teoriavsnittet som behandlar principal-agentteorin är aktierelaterade incitamentsprogram en form av kontrakt mellan ägare och anställd. Som också nämnts i teoriavsnittet finns teoretiker som betvivlar att aktierelaterade incitamentsprogram utgör effektiva incitament, med anledning av att det är svårt att koppla den enskilde medarbetarens arbetsprestation till aktiekursen. En möjlig förklaring till att inga statistiskt säkerställda effekter kunnat konstateras i någon av de tre hypoteserna kan således vara att aktiederivat inte skapar effektiva incitament.

8.1.2 Kontraktets utformning

I studierna som gjorts har samtliga aktierelaterade incitamentsprogram behandlats som likvärdiga. Detta är en konsekvens av att informationen till viss del varit svårtillgänglig, men denna förenkling av frågeställningarna kan ha påverkat resultatet. I den praktiska referensramen har det konstaterats att det finns fyra vanligt förekommande typer av aktierelaterade incitamentsprogram samt att det kan finnas olika motiv bakom införandet av

¹⁰⁰ Nygaard, Claus & Bengtsson, Lars, *Strategizing*, s. 79ff

¹⁰¹ Jensen, Michael & Meckling William, *Theory of the firm* (1976), s. 6

¹⁰² Georgsdotter, Siv, *Spara i Aktier och fonder* (2001), s. 35ff

de aktierelaterade incitamentsprogram. Andra parametrar som sannolikt skiljer sig åt mellan de olika typerna av program är optionspremie, lösenpris, vilken målgrupp programmen riktar sig till, hur många optioner varje anställd erbjuds samt om programmet är skatteklassat som personaloptionsprogram. I våra beräkningar har indirekt antagits att programmens effekter är liknande oavsett utformningen. Med tanke på att det finns många parametrar som kan skilja sig åt mellan de olika programmen är det möjligt att program med olika utformning kan ge olika effekter. Den ovan beskrivna generaliseringen kan vara ytterligare en annan anledning till varför resultaten inte påvisar endera positiva eller negativa effekter. Programmen kan möjligen medföra olika effekter beroende på hur de är utformade.

8.1.3 Principal-Agentteorins antaganden felaktiga

I teoriavsnittet förklaras principal-agentteorins grundläggande antaganden som anledningen till varför kontrakt måste slutas för att optimera effektiviteten ur ägarnas synvinkel. Principal-agentteorin är dock inte accepterad av alla teoretiker. I den så kallade stewardshipteorin dras fundamentalt annorlunda slutsatser om medarbetarens beteende. Här menas att medarbetarna är goda tjänare, stewards, till företagets ägare.¹⁰⁴ Även om principal-agentteorin är betydligt mer frekvent använd än stewardshipteorin kan det sannolikt finnas individuella skillnader mellan hur personalens beteende relativt principal-agentteorins antaganden ser ut. I ett företag med medarbetare som arbetar i enlighet med stewardshipteorins antaganden medför införandet av aktierelaterade incitamentsprogram sannolikt inte alls den effektivtetsökande effekt som förespråkas i principal-agentteorin. Det senare på grund av att det inte finns någon risk med måldivergens eftersom, de anställda arbetar redan innan införandet för företagets bästa. Om principal-agentteorins antaganden om målkonflikt och nyttomaximerande inte stämmer på alla studieföretag kan detta således vara en anledning till att effektivitetsökningar till följd av införandet av aktierelaterade incitamentsprogram inte kan styrkas. Om effekterna inte finns kan de så klart heller vara synliga i form av abnormal avkastning till ägarna.

En annan sak som kan tänkas påverka principal-agentteorins antagande om assymetrisk information samt målkonflikt är förekomsten av aktiva ägare. Om exempelvis en storägare arbetar aktivt i bolagets ledning är informationsassymetrin säkerligen betydligt mindre än vid ett fragmenterat inaktivt ägande. Om en stor andel av ägandet finns koncentrerat inom bolaget gör detta även att antagandet om måldivergens mellan ledning och ägare till viss mån blir felaktigt. Detta eftersom storägaren faktiskt utgör en del av bolagsledningen. Att storägare

¹⁰³ Jensen, Michael & Meckling, William, *Theory of the firm* (1976), s. 5

jobbar mer aktivt i bolagen minskar agentproblemet och därmed också behovet av incitamentsprogram. Genom det dagliga arbetet kan storägaren regelbundet kontrollera att arbetet sker i enlighet med dennes önskemål varför effekter av aktierelaterade incitamentsprogram kan förväntas bli mindre. Det är således tänkbart att förekomsten av aktivt ägande påverkar våra resultat så att effekten av aktierelaterade incitamentsprogram är mindre i dessa bolag.

8.2 Metodtekniska perspektiv

I detta avsnitt presenteras tänkbara problem med använda arbetsmetoder som kan ha gjort att resultatens signifikans påverkats negativt.

8.2.1 Marknadsmodellen

I eventstudierna har marknadsmodellen använts för att skatta respektive bolags normala avkastning. Eftersom resultaten i båda dessa studier är starkt beroende av vilken normal avkastning som beräknas med hjälp av marknadsmodellen är det av stor vikt att marknadsmodellen gör bra skattningar av den normala avkastningen. Det kan dock finnas problem med denna modell vilka i sin tur påverkar våra beräkningsresultat. Marknadsmodellen antar, som tidigare nämnts, att aktiens normala avkastning endast är beroende av en variabel, den studerade jämförelsegruppens avkastning. Att den normala avkastningen endast skulle vara beroende av en variabel är sannolikt en förenkling. Att modellen därtill antar att förhållandet mellan normal avkastning och jämförelsegruppens avkastning är linjärt är något som ytterligare kan påverka modellens skattning av den normala avkastningen. Marknadsmodellens förenklade antaganden kan alltså påverka beräkningsresultaten. Den är dock trots allt mycket välanvänd i denna typ av studier och det ska tilläggas att det förmodligen är omöjligt att hitta en modell som exakt kan uppskatta hur den framtida aktiekursutvecklingen hade sett ut om ett aktierelaterat incitamentsprogram inte införts.

Ett annat problem med marknadsmodellen är att finna en relevant jämförelsegrupp. I våra beräkningar har affärsvärldens generalindex, AFGX, använts som marknadsportfölj. Förmodligen hade det varit bättre att använda mer specifika branschindex, men problemen med svenska branschindex är att de sannolikt består av för få bolag för att vara intressanta som marknadsportfölj i en eventstudie. Ett möjligt sätt att komma runt problematiken med för smala index är att istället använda utländska index. Det är dock inte säkert att dessa index

¹⁰⁴ Palmer & Hardy, *Thinking about management* (2000), s.89

skulle vara bättre än AFGX för vårt syfte med tanke på att dessa inte påverkas lika mycket av svenska makroekonomiska förhållanden som AFGX gör.

8.2.2 Den studerade tidsperioden

Det är tänkbart att den studerade tidsperioden kan ha haft inverkan på studiens resultat på några olika sätt.

För det första har börserna i allmänhet gått relativt dåligt under perioden 2000-2002. Med tanke på att optionernas värde minskar i takt med att aktiekursen sjunker är det sannolikt ett antal optionsprogram som löpt utan att de anställdas personliga förmögenheter växt alls. Om de anställda inte märker värdestegringseffekter blir incitamenten sannolikt försvagade eller till och med tillintetgjorda. Den tredje hypotesens resultat kan särskilt ha influerats av en nedåtgående börs. Småbolageffekten som omnämns i samband med att hypotesen ställs upp beror delvis av att småbolag har mer riskfylld verksamhet. Risk innebär större svängningar i kursen och vid börsnedgång drabbas företagen aktiekurs hårdare än större bolag. Långa perioder av nedgång för vissa bolag kan ha resulterat i att kursen ännu inte återhämtat sig från kraftiga fall i början av 2000-talet. Detta kan vara anledningen till att det inte går att säga att bolagen, trots småbolageffekt och en antagen ökad effektivisering till följd av aktierelaterade incitamentsprogram inte genererat mer avkastning än respektive branschindex.

Det hade på många sätt varit intressant att studera en längre tidsperiod än de fem år vi nu använt som grund för våra studier. Dels hade det kunnat vara intressant att ha längre estimerings- och händelsefönster i eventstudierna och dels hade det sannolikt blivit intressantare att studera bolagens prestation relativt branschindex. Studier av fler år hade gett fler observerade programstarter vilket i sin tur kanske hade kunnat ge signifikanta resultat. Det stora problemet och den främsta anledningen till varför en längre tidsperiod inte valts är att redovisningen av aktierelaterade incitamentsprogram var mycket otydlig i början av tidsperioden och den var sannolikt ännu mer bristfällig innan dess. När de nya redovisningsreglerna för finansiella instrument införs år 2005 kommer dock informationsflödet till ägarna bli större. Detta kommer att göra den här typen av studier enklare att genomföra i framtiden.

8.2.3 Observationerna

I eventstudierna kan det ha funnits störande element i form av andra aktiva incitamentsprogram som ännu inte löpt ut vid den tidpunkt då nya program startades. Detta

kan i sin tur ha påverkat data i respektive estimeringsfönster så att den förväntade avkastningen blivit hög. Idealet hade varit att göra en eventstudie på företagens allra första incitamentsprogram, men då i princip samtliga bolag som använder denna typ av program lanserar nya program med jämna mellanrum är det svårt att finna dessa observationer utan att gå mycket långt tillbaka i tiden.

Att statistisk signifikans inte uppnås kan vara en konsekvens av att spridningen är väldigt stor. Om populationen hade utökats till att omfatta ännu fler bolag hade möjligheten att finna statistiskt signifikanta resultat ökat. Då datainsamlingen i sig varit den mest tidskrävande delen av denna uppsats fanns dock ingen möjlighet att i efterhand komplettera med mer data.

8.2.4 Målgruppen

Målgruppen av bolag som skulle studeras valdes ut i ett tidigt skede. Motiven var att det gjorts få studier totalt sett på småbolag samt att möjligheterna att hämta relevanta data bedömdes som större. Det kan dock finnas extra svårigheter med att studera denna grupp av bolag. Att småbolag ofta uppvisar en högre riskprofil än genomsnittet är en allmänt vedertagen princip. Utöver detta innehöll, som tidigare presenterats, populationen en relativt hög andel IT och telekomföretag för vilka aktiekurserna varierat kraftigt de senaste åren. Att bolagsgruppen sammantaget har hög risk innebär att spridningen i avkastningen är större. Större spridning gör att det kan finnas större svårigheter i att finna signifikanta resultat.

9. Slutsatser och förslag på framtida forskningsområden

I detta kapitel presenteras de slutsatser som kan dras mot bakgrund av studien. Dessutom ges förslag på fortsatta studier inom ämnesområdet.

9.1 Slutsatser

I denna studie har aktierelaterade incitamentsprograms effekter för ägarvärdet studerats. Två eventstudier samt en kompletterande studie över bolagens avkastning relativt branschindex under perioden 2000-2003 har utförts. Resultaten från de tre studierna har varit att det inte går att förkasta någon utav nollhypoteserna. Det går således inte att med utgångspunkt från denna studie att fastställa att förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram påverkat bolagens ägarvärde. Troliga anledningarna kan vara någon eller några av följande:

- **Det finns inga effekter** - En anledning kan vara att det helt enkelt inte finns några effekter på ägarvärdet.
- **Programmen ger inte likadana effekter**- Programmen är trots många likheter väldigt olika i sin uppbyggnad vilket sannolikt har konsekvenser för verkan på ägarvärdet.
- **Mätsvårigheter** - Som diskuterats i analysdelen är det svårt att hitta riktigt bra sätt att mäta effekterna av ett aktierelaterat incitamentsprogram.

9.2 Förslag till framtida studier inom området

Aktierelaterade incitamentsprogram är ett hett debatterat område där starka argument förs fram såväl för som emot programmen. Att vi i denna studie inte lyckats finna att programmen har positiva eller negativa effekter på ägarvärdet betyder inte att programmen trots allt inte kan ha såväl positiva som negativa effekter.

Något som skulle vara intressant att studera är hur program med olika uppbyggnad presterar. En sådan uppsats kan exempelvis baseras på en eventstudie liknande någon av de som utförts i denna studie.

Vidare hade det varit intressant att studera om det finns skillnader i programmens inverkan på ägarvärdet mellan bolag som har ett starkt fragmenterat ägande och bolag som har få fast dominerande storägare.

I takt med att redovisningsreglerna blir tydligare kommer programmens effekter dessutom sannolikt att bli tydligare för investerarna. Detta medger i sin tur att det kan bli lättare att genomföra studier liknande den här i framtiden. Om all information om kostnaderna för bolagets aktierelaterade incitamentsprogram finns tillgänglig i årsredovisningen går det att gå än mer in på djupet i vad som kan tänkas förklara programmens påverkan på ägarvärdet.

Det finns fler modeller för att skatta normal aktiekursutveckling än marknadsmodellen. Det hade kunnat vara av intresse att studera hur väl olika modeller historiskt sett lyckats med att förutsäga den framtida normala avkastningen. Detta eftersom behovet av att modellerna fungerar väl är stort, framförallt då de effekterna som studeras är relativt små.

Bilaga 1: Källförteckning

Intervju

Sven-Arne Nilsson, auktoriserad revisor, Deloitte & Touche, 2004-05-05

Artiklar, rapporter och avhandlingar

Enqvist, Johanna & Lindqvist Tobias, *Optionsprogram till ledande befattningshavare* (1998), <http://www.iui.se/staff/tobiasl/stockoptionplans.pdf>, 27 maj 2004

Hansson, E (2001), "Optionsprogram för anställda – en studie av svenska börsföretag", *Linköpings Universitet*, http://www.ep.liu.se/lic/science_technology/09/17/digest.pdf, 23 maj 2004.

Jansson, Anna, "Redovisa optionsprogrammen", www.aktiespararna.se/frameset.asp?page=http://www.aktiespararna.se/opinion/, 26 maj 2004

Jensen, Michael & Meckling, William (1976) "Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Volym 3, 1976, s. 305-360

Nordic Investor Services (2003), "Ersättningssystem i svenska börsbolag – en rapport som underlag till förtroendekommissionen", <http://www.sou.gov.se/fortroende/PDF/12%20L%C3%B6ner%20o%20ers%C3%A4ttningar.pdf>, 23 maj 2004

Price Waterhouse Coopers (2002), "Värdebaserade Incitamentsprogram i svenska börsbolag" http://www.pwcglobal.com/se/swe/about/svcs/cfr/vardebaserade_incitamentsprogram_sv_bor_sbolag.pdf, 23 maj 2004

Sundén, Maria (2004), "Bonusnotan blir dyrare än väntat", http://www.svd.se/dynamiskt/naringsliv/did_7291689.asp, 23 maj 2004

Sveriges Television (2002), "Barnevik och Wallenberg låg bakom pensionsavtal", <http://www.svt.se/nyheter/2002/020222/abb.htm>, 23 maj 2004

Tivéus, Ulf (1999), "Optioner – Reavinst eller lön?", *Skattenytt*, 1999, s. 35-43

Litteratur

Andersen, Ib (1998), *Den uppenbara verkligheten: val av samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur

Andersson, Lennart (2003), *Värdepapper*, Björn Lundén information AB

Andersson, Lennart & Bratteberg, Johan (2000), *Incitamentprogram, belöningsformer för anställda – vinstdelning, optioner, försäkringar mm*, Björn Lundén information AB

Anell, Barbro (1989), *Anställda Ägare*, SNS-förlag

Borg, Mikael (2003), *Aktierelaterade Incitamentsprogram – en civilrättslig studie*, Jure Förlag AB

Bryman, Alan (2002), *Samhällsvetenskapliga metoder*, Liber Ekonomi

Campbell, John Y, Lo, Andrew W, Mackinlay, Craig, *The Econometrics of financial markets*, Princeton University Press

Georgsdotter, Siv (2001), *Spara i aktier och fonder*, Bilda förlag

Lundén, Björn (2000), *Styrelseboken*, Björn Lundén information AB

Neuman, W. Lawrence (1999), *Social Research methods – qualitative and quantitative approaches*, Allyn & Bacon

Nygaard, Claus & Bengtsson, Lars (2002), *Strategizing – en kontextuell organisationsteori*, Samfundslitteratur

Palmer, Ian & Hardy, Cynthia. (2000), *Thinking about management*, Sage Publications Limited

Lundahl, Ulf, Skärvad, Per-Hugo (1999), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Studentlitteratur

Övriga källor

FARs samlingsvolym 2003, del I, FAR förlag

Deloitte & Touche, *Finansiella instrument*,
http://www.deloitte.com/dtt/section_node/0,2332,sid%253D32820,00.html, 27 maj 2004

Filson, Darren, The school of Politics and Economics at Claremont Graduate University(2004)
<http://spe.cgu.edu/faculty/facpages/darrenfilson/courses/undergrad/io/lecture2.ppt>

Årsredovisningar

Svedbergs: 2003

Geveko: 2002, 2001

Beijer-Alma: 2003, 2002

Fast Partner: 2003, 002, 2001, 2000, 1999

Svolder: 2002/2003, 2001/2002, 1999/2000

IFS: 2003, 2002

Lagercrantz: 2003

North Atlantic natural resources: 2003

HiQ International: 2003

Gotlandsbolaget: 2002/2003

Karolin Machine Tools: 2003, 2002

Nordnet: 2003, 2000

Årsredovisningar fortsättning

Riddarhyttan resources: 2002

Biotage: 2003

Nefab: 2003

Elanders: 2003, 2002, 2001, 2000

HL Display: 2003, 2002, 2001, 2000

Avanza: 2003, 2002, 2001, 2000

Concordia Maritime: 2003,2002,2001,2000

Switchcore: 2003

Fenix Outdoor: 2003, 2002, 2001

Havsfrun: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

Readsoft: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

Xpon Card group: 2003, 2002, 2001, 2000

Poolia: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

Gorthon Lines: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

Wilh. Sonesson: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

ITAB: 2002, 2001, 2000, 1999

Wedins skor och accessoarer: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

Ledstiernan: 2003, 2002, 2001, 2000

Icon Medialab: 2003, 2002, 2001

Traction: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

Medicover: SDB: 2002, 2001, 2000

Partnertech: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

HQ-fonder: 2003, 2002, 2001, 2000

Cherryföretagen: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

Vitrolife: 2003, 2002

Ortivus: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

Beijer Electronics: 2003, 2002, 2001, 2000

Hagströmer & Qviberg: 2003, 2002, 2001, 2000, 1999

Brinova fastigheter: 2003, 2002

VLT: 2003, 2002, 2001, 2000

Scan Mining: 2003, 2002, 2001, 2000

Net insight: 2003, 2002, 2001

Karo Bio: 2003, 2002, 2001, 2000

Luxonen SDB: 2003, 2002, 2001

Bilaga 2: Aktierelaterade incitamentsprogram i företagen

	1999	2000	2001	2002	2003
Företag 1				juni, konvertibler	
Företag 2		april, teckning		teckning	teckning
Företag 3		mars, teckning	okt, teckning		april, teckning
Företag 4	april, teckning	teckning			
Företag 5			dec, teckning		
Företag 6		juni, konvertibler		maj, konvertibler	
Företag 7		jan, syntetiska		teckning	
Företag 8		aug, teckning	köp		
Företag 9	Köp	köp	köp	teckning	
Företag 10	april, teckning		teckning	köp	
Företag 11		dec, syntetiska			
Företag 12			maj, teckning		teckning
Företag 13					
Företag 14	maj, konvert		maj, teckning		
Företag 15					
Företag 16		konvertibler			konvertibler/köp
Företag 17	teckning	teckning	teckning	teckning	
Företag 18				konvertibler/köp	
Företag 19		mars, teckning	okt, syntetisk		
Företag 20				april, teckning	
Företag 21		mars, teckning		april, teckning	
Företag 22			mars, teckning	juli, teckning	juli, teckning
Företag 23		feb, köp		köp	köp
Företag 24	aug, köp		köp	teckning	

Källa: Företagens årsredovisningar samt enkätstudie

Bilaga 3: Beräkningsunderlag

Tabell. Beräkningar 1-årig eventstudie med schablonmässigt startdatum

	α	β	CAR
Program 1	0.755	-0.034	-74%
Program 2	1.029	0.039	99%
Program 3	2.124	-0.051	13%
Program 4	4.399	-0.054	-41%
Program 5	2.659	0.108	-53%
Program 6	1.184	0.123	7%
Program 7	0.038	0.017	22%
Program 8	1.117	0.084	-17%
Program 9	2.107	-0.024	-24%
Program 10	1.945	0.077	-39%
Program 11	0.265	-0.012	104%
Program 12	-1.71	0.281	-37%
Program 13	2.397	-0.03	-92%
Program 14	3.912	0.097	-16%
Program 15	2.599	0.017	-73%
Program 16	1.144	-0.153	58%
Program 17	5.683	0.236	622%
Program 18	0.797	0.02	-85%
Program 19	1.54	0.013	-82%
Program 20	2.219	-0.015	-18%
Program 21	-0.184	0.05	-60%
Program 22	0.687	0.029	39%
Program 23	0.472	-0.004	-64%
Program 24	0.459	0.02	8%
Program 25	2.252	-0.026	-100%
Program 26	1.721	0.15	171%
Program 27	2.625	0.007	-96%
Program 28	2.507	-0.023	-91%
Program 29	0.629	0.006	242%
Program 30	2.177	0.013	-99%
Program 31	-0.296	0.009	59%
Program 32	1.743	-0.04	-45%
Program 33	-0.488	-0.004	37%
Program 34	0.931	0.04	2%
Program 35	1.475	0.026	-63%
Program 36	1.017	0.017	-9%
Program 37	1.307	-0.074	-36%
Program 38	2.796	0.045	16%

Tabell. Beräkningar 1-årig evenstudie med känd startmånad

	α	β	CAR
Program 1	-0.035	0.755	-16%
Program 2	0.151	-0.141	-53%
Program 3	-0.106	4.363	404%
Program 4	-0.018	2.128	-12%
Program 5	0.038	0.350	62%
Program 6	0.084	1.117	112%
Program 7	-0.011	2.130	-16%
Program 8	-0.005	0.325	-99%
Program 9	0.272	-1.730	842%
Program 10	-0.013	0.677	32%
Program 11	0.011	-0.046	-39%
Program 12	0.035	0.658	-60%
Program 13	0.006	0.077	21%
Program 14	0.033	0.389	130%
Program 15	-0.025	2.124	-100%
Program 16	-0.009	0.001	159%
Program 17	-0.050	1.259	-16%
Program 18	-0.095	-1.549	-50%
Program 19	0.040	0.931	20%
Program 20	0.015	0.987	-47%

Tabell. Långsiktig eventstudie

	A	β	CAR
Företag 1	-0.011	1.542	-27
Företag 2	0.019	2.965	-24
Företag 3	0.027	2.009	-43
Företag 4	0.028	1.328	-69
Företag 5	0.031	1.326	-50
Företag 6	0.04	1.595	-78
Företag 7	0.037	3.111	-58
Företag 8	0.01	0.395	-24
Företag 9	0.02	1.651	-53
Företag 10	-0.011	0.464	49
Företag 11	0.003	0.193	5
Företag 12	-0.009	0.484	44
Företag 13	-0.005	1.785	-37
Företag 14	0.044	2.532	-62
Företag 15	-0.052	1.269	81
Företag 16	0.003	1.031	141
Företag 17	0.054	3.059	-88

Tabell. Beräkningar avvikelse mot branschindex 2000-2003

	Avvikelse
Företag 1	-51%
Företag 2	-21%
Företag 3	27%
Företag 4	11%
Företag 4	-35%
Företag 5	17%
Företag 6	-19%
Företag 7	-11%
Företag 8	8%
Företag 9	6%
Företag 10	87%
Företag 11	-85%
Företag 12	3%
Företag 13	-7%
Företag 14	15%
Företag 15	-34%
Företag 16	-74%
Företag 17	81%
Företag 18	55%
Företag 19	-14%

Bilaga 4: Kursutveckling för studiebolag som startat program

Datum	Företag 1	Företag 2	Företag 3	Företag 4	Företag 5	Företag 6	Företag 7
1998/01/30	57.538		32		66.939		
1998/02/27	55.423		46		73.099		
1998/03/31	57.538		52.333		71.045		
1998/04/30	62.615		48.333		107		
1998/05/29	60.923		48.333		112		
1998/06/30	61.346		44		105		
1998/07/31	62.615		47.667		106		
1998/08/31	52.462		31		92		
1998/09/30	40.615		30.667		81		
1998/10/30	42.308		29		85		
1998/11/30	51.615		41.333		73		
1998/12/30	48.231		40		72.5		
1999/01/29	44.423		47		71		
1999/02/26	49.923		47.333		70		
1999/03/31	55.423		41		73		
1999/04/30	58.385		36.5		90		
1999/05/31	61.769		36.333		86.5		
1999/06/30	63.462	17.292	33.167	11	85	30.667	10.785
1999/07/30	67.269	29.735	29.667	18.667	78	33.333	9.176
1999/08/31	71.923	43.23	31	27.833	76	45.667	10.061
1999/09/30	72.769	42.17	34.333	28.167	74	42.667	10.544
1999/10/29	80.385	33.877	30.667	28.333	74	43	10.463
1999/11/30	80.385	48.984	42.833	37.667	74	56	10.302
1999/12/30	77	52.841	72	51.667	85	71	12.073
2000/01/31	88.846	73.926	83.333	46	80	81.667	27.768
2000/02/29	98.154	76.111	152	58.5	92.5	101	48.293
2000/03/31	94.769	56.312	104	62	120	90.667	40.646
2000/04/28	94.769	47.634	106.5	57.833	122	95.667	37.024
2000/05/31	113.38	31.884	116	62	124	105	33.402
2000/06/30	113.38	24.492	59	53.5	112	115.5	31.39
2000/07/31	95.192	34.713	59	51	100	141.67	33
2000/08/31	102.38	41.784	112	61.5	106.5	134.83	37.829
2000/09/29	105.77	30.856	111.5	60.5	95	155.33	35.415
2000/10/31	97.308	15.042	116	65.5	91	140	27.768
2000/11/30	110.85	21.021	105.5	54	104	149.67	22.698
2000/12/29	121.42	17.356	109.5	53	115	150	24.146
2001/01/31	118.04	19.671	127.5	56	114	142.33	24.468
2001/02/28	118.46	13.499	87	47.8	109	113	21.168
2001/03/30	105.77	11.571	72	37.8	110	98.333	20.283
2001/04/30	101.54	9.707	91	36.5	105	93	20.444
2001/05/31	88	10.003	80.5	38.3	127	101	18.995
2001/06/29	94.769	7.521	62	32	128	93	16
2001/07/31	81.654	6.79	49	25.3	125	70.5	14.5
2001/08/31	62.192	4.965	26.4	13.1	138	63	12
2001/09/28	58.385	3.286	23.4	10.8	120	43.5	14.5

Edmén & Westlund
- Aktierelaterade incitamentsprogram - påverkan på ägarvärdet?-

Datum	Företag 1	Företag 2	Företag 3	Företag 4	Företag 5	Företag 6	Företag 7
2001/10/31	55	3.293	29	11.4	130	44	13
2001/11/30	56.269	4.49	40	19.5	145	62.5	14.5
2001/12/28	71.923	4.162	40.5	16.6	156	59.5	15.2
2002/01/31	63.885	4.417	35.2	14.5	147	60	15.2
2002/02/28	55.846	3.651	32.4	14.8	141	52	14.7
2002/03/28	58.808	3.578	35	14.5	132	54	15.5
2002/04/30	57.962	2.928	27.5	15	131	45	13.9
2002/05/31	47.5	1.533	21.2	13.8	138	34	14
2002/06/28	45	1.571	14.4	8.6	126	31	12
2002/07/31	46.1	1.448	14.5	8.8	123	22	11
2002/08/30	40	1.438	13	7.65	125	24.5	11.5
2002/09/30	32	0.695	10	4.9	120	13.7	11.5
2002/10/31	33.5	1.133	12	5.3	115	18.5	12.8
2002/11/29	34	1.457	15.5	5.75	127	26.5	12.5
2002/12/30	32.1	0.933	9.85	4.65	115	19.7	12.7
2003/01/31	29.7	1.286	8.8	4	111	18.5	11
2003/02/28	26.1	1	9	4.4	110.5	18.5	11
2003/03/31	22.9	1.048	8.45	4.02	96.5	16.7	10.6
2003/04/30	22.3	0.971	9.75	4.96	104	19.1	10.5
2003/05/30	23.2	0.87	12.8	6.1	103.5	25.9	10.2
2003/06/30	22.6	0.85	13.9	7.2	107	20	11
2003/07/31	28.5	0.83	17.5	7.2	104	18.5	11
2003/08/29	26	1.61	20.8	7.5	109	25.5	11.5
2003/09/30	28	1.41	28.2	8.75	111	26.8	10.6
2003/10/31	26.5	1.34	27.6	10.2	119	24.5	13.3
2003/11/28	24.7	1.34	26.6	11.8	122	23	16.1
2003/12/30	23.6	1.54	28.2	11.7	121	25.2	14.6

Företag 1 Utdeln	Företag 2 Utdeln	Företag 3 Utdeln	Företag 4 Utdeln	Företag 5 Utdeln	Företag 6 Utdeln	Företag 7 Utdeln
maj/98	1998	mar/98	1998	1998	1998	1998
1.015	0	0.20833	0	0	0	0
1999	1999	mar/99	1999	apr/99	1999	1999
0	0	0.26667	0	0.75	0	0
maj/00	2000	2000	2000	2000	apr/00	apr/00
2.2	0	0	0	0		0.40244
maj/02	2001	2001	2001	maj/01	apr/01	apr/01
2.538	0	0	0	1	0.75	0.60366
2002	2002	2002	2002	maj/02	apr/02	2002
0	0	0	0	1.5	0.25	0
2003	2003	2003	2003	maj/03	apr/03	2003
0	0	0	0	1.5	0.25	0
2004	2004	apr/04	2004	maj/04	apr/04	maj/04
0	0	0.24	0	1.75	0.25	0.25

Edmén & Westlund
- Aktierelaterade incitamentsprogram - påverkan på ägarvärdet?-

Datum	Företag 8	Företag 9	Företag 10	Företag 11	Företag 12	Företag 13	Företag 14
1998/01/30	34		53.5	8.842	82.5		103.5
1998/02/27	32		56	9.684	89.5		99
1998/03/31	31		58	7.579	92.5		93.75
1998/04/30	30		54.5	7.158	98.5	110.48	93
1998/05/29	31	27.4	50	8	98	117.84	89.5
1998/06/30	31.2	30.4	40.6	8.842	95	113.7	87
1998/07/31	27	20.4	41	8.842	99	111.86	86.5
1998/08/31	22.5	16.4	33.4	7.158	93	101.27	81
1998/09/30	20	13.2	34	6.316	87	94.825	74.25
1998/10/30	17.5	27.6	35	6.737	75	82.857	89
1998/11/30	19	29	37.5	6.737	80	91.143	88.5
1998/12/30	14.8	31.4	37	6.316	80	80.556	91.5
1999/01/29	19	37.8	35	6.737	70	91.603	82.5
1999/02/26	24.5	41.2	32.1	7.158	73	90.222	80.25
1999/03/31	20	61.4	44	7.579	72	83.778	73.5
1999/04/30	18.5	62.3	42	8.842	82	83.778	78
1999/05/31	16	61.6	43	9.263	81.5	84.698	77.5
1999/06/30	15	103.4	49	8.842	85	79.635	79
1999/07/30	15	115.2	50	7.579	90	76.873	73.5
1999/08/31	13.6	91.9	55	12.632	89	80.095	74.5
1999/09/30	13.5	87.4	59	12.632	87	79.635	73
1999/10/29	13.4	184.2	70	11.789	84	79.635	72
1999/11/30	15.6	296	85	19.368	81	97.587	74
1999/12/30	15	255	124	19.368	86	112.32	84
2000/01/31	20	220.5	135	29.474	107.5	162.95	77.5
2000/02/29	26	189	142.5	39.579	92	317.62	74
2000/03/31	93	134	140	45.474	90	326.83	84
2000/04/28	90	122	146	42.947	84	280.79	81.5
2000/05/31	80	110	135.5	31.158	80.5	313.02	82.5
2000/06/30	35	123.5	131	28.211	76.5	301.97	81
2000/07/31	30.4	179.5	136	24	78	277.11	81.5
2000/08/31	28.7	127	165.5	25.937	85	313.02	96.5
2000/09/29	22.5	80.5	174	19.789	81.5	372.86	107.75
2000/10/31	11	44	150	17.179	80.5	331.43	104
2000/11/30	7.85	19.6	131	12.632	84.5	313.02	109.5
2000/12/29	7.6	16.5	134	13.558	88.5	271.59	109.75
2001/01/31	13.7	10.1	166	18.779	88	283.56	120
2001/02/28	8.75	12.1	113	14.316	85	243.05	116.5
2001/03/30	7.8	11	93	10.947	78.5	257.78	100
2001/04/30	7.5	9.8	86	10.105	77.5	314.86	98.5
2001/05/31	7.4	4.34	103	10.105	82.5	333.27	99
2001/06/29	6.3	4.01	76	9.263	84	318.54	81.5
2001/07/31	5.4	2.8	62.5	8.842	82.5	292.76	77.5
2001/08/31	3.91	2.05	56.5	5.895	76.5	294.6	69
2001/09/28	2.89	9.1	48	5.053	72.5	284.48	53
2001/10/31	4.05	4.4	55.5	6.4	73	305.65	57
2001/11/30	6.5	3.58	73	9.011	78	319.46	65
2001/12/28	6.45	3.3	69.5	6.189	82	322.22	69

Edmén & Westlund
- Aktierelaterade incitamentsprogram - påverkan på ägarvärdet?-

Datum	Företag 8	Företag 9	Företag 10	Företag 11	Företag 12	Företag 13	Företag 14
2002/01/31	6	2.86	66	6.947	85	331.43	63
2002/02/28	5.4	3	66	6.063	86	307.49	62
2002/03/28	6.25	2.2	68.5	4.632	93	253.17	71
2002/04/30	5.3	1.95	49	5.053	92	216.35	70
2002/05/31	4.9	1.5	40.5	3.377	94.5	196.1	66
2002/06/28	5.2	1.26	28.2	2.568	90	138.1	55
2002/07/31	4.01	1.25	26	2.189	90	119.68	59
2002/08/30	3.91	0.91	23	2.189	88	115.08	56
2002/09/30	2.93	0.99	15.5	2.072	77	74.111	38
2002/10/31	4.6	2.15	21	2.956	75	74.571	36.1
2002/11/29	4.25	1.11	28	4.1	71	95.746	53
2002/12/30	3.05	1.55	23.6	2.9	73	78.254	38.9
2003/01/31	2.76	1.7	20	2.71	70	66.286	43
2003/02/28	2.24	1.4	18	2.71	70	44.19	46
2003/03/31	2.05	1.34	17.5	2.63	68	27.803	43
2003/04/30	1.94	1.5	16.6	2.7	74	27.9	42
2003/05/30	2.25	2.15	19.3	2.92	73	44.1	39.1
2003/06/30	2.39	2.05	24	3.05	73.5	66.5	40.4
2003/07/31	2.35	2	25	3.15	78	67.5	47
2003/08/29	2.92	2.35	25.6	3.65	83	46.3	47
2003/09/30	3.15	2.22	31.4	4.3	82.5	43.1	45.7
2003/10/31	3	2.31	33.6	7.5	84	43	60
2003/11/28	2.88	2.33	33.6	12.5	89	33.5	63.5
2003/12/30	2.8	3.15	34.7	16.7	94	29.8	66

Företag 8 Utdeln	Företag 9 Utdeln	Företag 10 Utdeln	Företag 11 Utdeln	Företag 12 Utdeln	Företag 13 Utdeln	Företag 14 Utdeln
jul/98	1998	mar/98	maj/98	apr/98	1998	mar/98
1.25	0	0.25	0.29474	2	0	3
feb/99	1999	mar/99	maj/99	apr/99	1999	mar/99
0.5	0	0.4	0.33684	5	0	3.25
apr/00	2000	mar/00	maj/00	maj/00	2000	mar/00
7.9	0	0.75	0.33684	3	0	3.5
2001	2001	01/mar	2001	01/apr	2001	01/mar
0	0	1.75	0	4	0	4
2002	2002	2002	2002	02/apr	2002	02/mar
0	0	0	0	4	0	2
2003	2003	2003	2003	03/apr	2003	03/mar
0	0	0	0	4	0	1
2004	2004	2004	2004	04/apr	2004	04/mar
0	0	0	0	4	0	1.5

Edmén & Westlund
- Aktierelaterade incitamentsprogram - påverkan på ägarvärdet?-

Datum	Företag 15	Företag 16	Företag 17	Företag 18	Företag 19	Företag 20	Företag 21
1998/01/30	35.031				1.194		134
1998/02/27	35.395				1.052		130
1998/03/31	48.167				1.592		129
1998/04/30	59.114		94.626		1.251		117
1998/05/29	80.643		103.06		1.251		114
1998/06/30	81.373		98.374		1.052		116
1998/07/31	86.117		95.563		1.564		107
1998/08/31	74.805		97.437		1.052		90
1998/09/30	59.844		84.32		1.251		92
1998/10/30	53.641		78.699		1.024		85
1998/11/30	69.204		102.12		0.995		83
1998/12/30	76.124		112.43		1.08		82.5
1999/01/29	63.097		101.65		0.995		70
1999/02/26	56.177		110.08		0.967		68
1999/03/31	46.814		108.21		1.308		56
1999/04/30	54.549	10.6	105.87		1.507		62
1999/05/31	65.947	10.5	106.81		1.763		66
1999/06/30	66.354	11.4	103.53		1.678		64.5
1999/07/30	59.841	12.4	98.842		1.28		57
1999/08/31	67.168	21.05	111.49		1.308		57
1999/09/30	85.902	20	104.93		2.133		57
1999/10/29	87.73	23.5	108.68		1.99		58
1999/11/30	107.83	35.2	115.24		2.303		63
1999/12/30	169.06	51.3	132.1	24.985	3.639		77
2000/01/31	155.36	77.5	122.73	28.372	2.786		78
2000/02/29	180.94	84.5	120.39	24.138	4.407		70
2000/03/31	193.46	63.6	123.2	18.633	4.123		67.5
2000/04/28	167.53	88.5	126.48	17.108	4.123		82
2000/05/31	153.07	80	126.95	14.059	3.81		101.5
2000/06/30	97.725	84	120.86	9.994	3.839	102	86.5
2000/07/31	117.17	72	118.99	9.57	3.696	101	97
2000/08/31	142.6	107	108.21	10.926	4.18	123	126.5
2000/09/29	128.64	78	106.81	9.232	4.379	144	119
2000/10/31	77.282	79.5	110.55	8.554	3.753	123	137
2000/11/30	53.35	65.5	98.374	5.378	3.924	88.5	130
2000/12/29	38.492	70	90.879	4.125	3.952	97	147.5
2001/01/31	61.327	86	95.563	5.844	4.173	91.5	166
2001/02/28	31.81	63.5	94.626	5.336	3.499	78	146
2001/03/30	26.525	43	89.005	4.235	3.949	64.5	112.5
2001/04/30	25.129	46.8	97.905	4.912	3.852	53	131
2001/05/31	27.323	46.1	110.55	4.785	4.205	66.5	131
2001/06/29	32.708	26.1	104.93	4.573	4.077	54	115.5
2001/07/31	45.671	24.7	99.311	2.863	3.82	45.5	110
2001/08/31	37.794	23.1	87.6	2.456	2.247	34.5	108
2001/09/28	30.713	14.9	77.762	1.7	2.613	28.5	81.5
2001/10/31	30.315	20.8	83.383	3.2	2.64	32.6	90
2001/11/30	29.916	26.6	82.915	3.15	2.6	37.6	118
2001/12/28	30.813	24.2	89.942	2.9	2.33	37.5	114

Edmén & Westlund
 - Aktierelaterade incitamentsprogram - påverkan på ägarvärdet? -

Datum	Företag 15	Företag 16	Företag 17	Företag 18	Företag 19	Företag 20	Företag 21
2002/01/31	31.212	22.3	89.942	2.58	2.79	33.1	106.5
2002/02/28	26.426	17.3	98.374	2.12	3	26.9	123.5
2002/03/28	27.822	15.7	101.18	2.9	3.01	30.2	128
2002/04/30	20.243	12.1	96.968	2.42	3.1	23.3	116
2002/05/31	15.756	10.3	97.437	2.35	4.1	18.6	112
2002/06/28	11.567	7	89.942	1.95	3.99	17.5	101.5
2002/07/31	9.872	5.65	86.194	1.9	3.2	14	93.5
2002/08/30	8.127	5.7	75.888	1.8	3.3	8	78
2002/09/30	3.271	3.5	70.267	1.15	2.9	4.8	70
2002/10/31	4.298	4.56	70.267	1.75	3.49	7.8	80
2002/11/29	6.731	6.7	67.456	2.4	4.2	10.7	83
2002/12/30	4.388	4.9	63.709	1.95	4.51	7.6	82
2003/01/31	3.61	4.55	54.808	1.86	4.73	7.1	80
2003/02/28	3.4	5	51.529	1.8	4.6	6.5	78.5
2003/03/31	3.05	4.61	53.403	1.65	4.4	5.8	73.5
2003/04/30	3.22	6.25	54.34	1.72	4.23	6.05	80
2003/05/30	3.21	6.6	57.619	1.7	4.45	6.6	81.5
2003/06/30	3.85	6.6	55.277	1.75	3.84	8.15	87
2003/07/31	4.5	7.2	59.024	2.34	4.15	8.15	95.5
2003/08/29	5.8	8.95	58.087	3.4	4.02	9.5	89.5
2003/09/30	5.7	8.25	57.15	3.6	5.15	9.7	90
2003/10/31	5.5	10.6	47.3	3.97	6	11.8	105.5
2003/11/28	7.75	12.9	53.5	3.74	6.25	11.8	117
2003/12/30	8.6	12.5	59	3.85	6.5	11.7	120

Företag 15 Utdeln	Företag 16 Utdeln	Företag 17 Utdeln	Företag 18 Utdeln	Företag 19 Utdeln	Företag 20 Utdeln	Företag 21 Utdeln
1998	1998	1998	1998	1998	1998	maj/98
0	0	0	0	0	2.5	1.4
1999	1999	apr/99	1999	1999	1999	maj/99
0	0	3.56	0	0	3	1.4
2000	maj/00	apr/00	2000	2000	2000	maj/00
0	0.3	3.982	0	0	3.75	1.4
2001	01/apr	01/apr	2001	2001	2001	01/maj
0	0.5	3.279	0	0	0	2.8
2002	02/maj	02/apr	2002	2002	2002	02/maj
0	0.46	3.279	0	0	0	2.8
2003	2003	03/apr	2003	2003	2003	03/maj
0	0	1.405	0	0	0	2.8
2004	04/apr	04/mar	2004	2004	2004	04/maj
0	0.45	1.5	0	0	0	0

Edmén & Westlund
- Aktierelaterade incitamentsprogram - påverkan på ägarvärdet?-

Datum	Företag 22	Företag 23	Företag 24
1998/01/30	170	18.08	
1998/02/27	171.5	17.853	
1998/03/31	168	19.104	
1998/04/30	136	19.9	
1998/05/29	152.5	18.08	
1998/06/30	209	17.171	
1998/07/31	222	16.716	
1998/08/31	202	13.418	
1998/09/30	191	10.03	
1998/10/30	205	9.552	
1998/11/30	208	12.736	
1998/12/30	205.5	12.281	
1999/01/29	180	11.371	
1999/02/26	160.5	11.371	
1999/03/31	163	11.371	6.26
1999/04/30	147	12.395	6.138
1999/05/31	135	11.144	6.582
1999/06/30	121.5	10.507	7.455
1999/07/30	116	10.575	9
1999/08/31	126	11.371	16.254
1999/09/30	122	13.759	17.866
1999/10/29	113.5	14.669	19.612
1999/11/30	140	18.194	39.627
1999/12/30	161	20.582	46.478
2000/01/31	134	19.559	65.15
2000/02/29	137	27.064	120.84
2000/03/31	113.5	30.93	93.235
2000/04/28	110	33.659	93.235
2000/05/31	87	27.86	83.478
2000/06/30	115	22.245	65.048
2000/07/31	105	19.398	74.444
2000/08/31	81.5	18.674	82.394
2000/09/29	85.5	17.854	70.107
2000/10/31	66.5	15.04	35.415
2000/11/30	81	14.933	27.826
2000/12/29	73	17.067	26.381
2001/01/31	64	16.747	35.27
2001/02/28	61	16.053	19.948
2001/03/30	67	15.2	17.924
2001/04/30	70.5	15.2	13.443
2001/05/31	99	12.8	11.635
2001/06/29	105	12	11.049
2001/07/31	99	12.5	6.99
2001/08/31	105	11.2	5.86
2001/09/28	91	11.2	4.855
2001/10/31	102	13.7	4.646
2001/11/30	113	15.1	8.706
2001/12/28	127	15	10.463
2002/01/31	128	12.5	11.887
2002/02/28	146	12.3	9.71
2002/03/28	142.5	12.5	8.622

Edmén & Westlund
 - Aktierelaterade incitamentsprogram - påverkan på ägarvärdet?-

Datum	Företag 22	Företag 23	Företag 24
2002/04/30	135.5	11.8	7.617
2002/05/31	141	11.6	5.86
2002/06/28	124	10.6	5.692
2002/07/31	105	10.5	5.232
2002/08/30	104	10.2	4.688
2002/09/30	77	9.7	2.444
2002/10/31	92	11.2	3.934
2002/11/29	95	13.9	5.022
2002/12/30	91	13.1	2.947
2003/01/31	94	13.4	3.055
2003/02/28	85	12.8	2.662
2003/03/31	71.5	12.5	2.101
2003/04/30	86	12.9	1.482
2003/05/30	87	12.6	1.88
2003/06/30	82	13.3	2.05
2003/07/31	74	15.8	2.28
2003/08/29	82	18.6	2.51
2003/09/30	89	17.7	2.95
2003/10/31	91	20.9	3.42
2003/11/28	104	22.5	3.91
2003/12/30	107	28.2	4.43

Företag 22 Utdeln	Företag 23 Utdeln	Företag 24 Utdeln
apr/98	apr/98	1998
1.2	1.023	0
mar/99	apr/99	1999
1.3	1.023	0
mar/00	apr/00	2000
1.3	1.592	0
01/mar	2001	2001
1.4	0	0
02/mar	2002	2002
1.55	0	0
03/mar	2003	2003
1.65	0	0
04/mar	04/apr	2004
1.65	1	0

Källa: SIX Trust

Bilaga 5: Månadsvis data för affärsvärldens index

Datum	AFGX	Industri	Telekom	IT	Konsument	Finans	Tjänster	Hälsovård	Media	Råvaror
1998/01/30	178.4	160.0	247.1	181.8	240.1	208.1	299.7	151.7	130.1	140.0
1998/02/27	191.9	163.7	281.9	201.4	243.3	232.9	308.9	164.3	125.8	145.8
1998/03/31	204.1	178.5	295.8	229.9	257.4	247.9	347.2	168.5	151.6	154.8
1998/04/30	206.6	175.4	321.2	232.9	261.7	250.7	367.0	162.6	148.0	157.4
1998/05/29	214.1	183.4	348.7	272.7	280.1	251.2	381.5	160.9	146.5	161.1
1998/06/30	216.0	173.4	365.9	267.8	289.7	261.5	468.7	166.2	142.4	151.3
1998/07/31	214.9	172.0	367.4	278.8	302.0	264.2	514.0	157.2	140.2	144.6
1998/08/31	183.9	145.3	309.2	253.2	294.8	218.1	475.3	137.1	127.9	121.5
1998/09/30	164.9	130.0	257.0	216.0	278.9	193.9	464.9	134.8	121.6	107.9
1998/10/30	172.2	129.2	297.2	217.2	285.7	203.5	449.4	131.0	106.0	116.7
1998/11/30	193.3	135.5	372.0	273.4	310.0	223.0	552.3	151.6	101.1	117.5
1998/12/30	190.6	132.1	338.0	268.0	336.3	219.7	577.5	163.0	109.6	112.6
1999/01/29	195.1	138.0	369.8	273.0	329.3	217.9	548.2	162.3	107.7	113.4
1999/02/26	198.0	149.1	374.6	256.3	334.4	216.0	593.6	156.1	125.1	116.0
1999/03/31	201.8	154.1	353.4	236.0	336.0	219.7	568.8	180.8	124.9	119.6
1999/04/30	211.7	167.9	380.7	230.2	370.3	233.1	555.4	160.6	126.4	134.8
1999/05/31	211.2	164.9	392.4	239.6	383.0	225.9	553.4	162.0	132.7	128.7
1999/06/30	222.8	173.4	460.4	252.8	403.2	224.6	576.2	159.3	133.7	130.8
1999/07/30	221.4	175.2	448.8	247.0	404.9	226.0	552.4	147.1	152.1	138.6
1999/08/31	225.6	181.4	446.5	253.5	399.8	228.2	542.3	155.6	152.5	148.5
1999/09/30	225.2	182.3	438.0	268.5	391.4	228.3	555.0	160.1	166.9	146.0
1999/10/29	243.4	174.6	573.2	271.7	404.7	235.3	544.9	173.1	173.7	145.9
1999/11/30	272.1	179.3	694.7	401.7	466.4	252.7	623.7	177.9	192.6	153.1
1999/12/30	316.3	198.6	922.2	555.3	512.0	271.2	683.3	165.6	285.3	165.4
2000/01/31	323.3	188.9	1034.4	579.5	477.4	266.7	789.1	158.1	298.1	153.3
2000/02/29	374.3	188.6	1372.5	689.2	484.7	305.5	989.2	150.9	326.1	138.9
2000/03/31	359.2	193.1	1249.3	583.6	428.9	317.5	911.7	171.0	299.7	142.1
2000/04/28	363.1	188.1	1285.0	485.7	421.4	334.1	987.6	178.1	311.0	133.6
2000/05/31	351.8	186.9	1183.8	472.8	408.8	343.9	922.2	182.7	295.1	134.9
2000/06/30	335.2	177.7	1121.8	386.6	343.8	347.3	832.4	193.6	300.5	125.4
2000/07/31	338.1	178.1	1128.5	388.9	350.9	348.9	881.9	193.5	284.0	134.4
2000/08/31	344.3	178.2	1157.0	439.4	317.3	354.6	940.4	207.0	286.6	131.2
2000/09/29	315.8	172.1	931.9	368.3	348.3	354.5	945.0	235.2	263.7	128.6
2000/10/31	305.7	180.3	865.5	277.7	349.3	352.1	949.7	223.5	253.4	141.2
2000/11/30	284.1	179.0	751.9	229.6	334.6	333.0	789.2	238.9	253.7	138.0
2000/12/29	277.7	182.3	713.9	237.0	294.4	338.1	831.5	220.7	230.6	145.1
2001/01/31	292.9	190.2	753.4	271.2	372.7	355.7	801.6	204.5	255.6	154.3
2001/02/28	261.1	189.8	573.4	201.4	370.0	322.5	868.0	211.7	219.1	158.1
2001/03/30	226.5	165.1	450.4	167.2	306.6	283.0	806.6	224.4	190.8	150.5
2001/04/30	250.8	185.7	539.0	176.0	359.0	295.2	919.1	225.5	214.1	160.4
2001/05/31	252.0	185.8	526.0	170.5	359.7	299.8	905.4	237.4	221.2	168.5
2001/06/29	238.4	177.2	458.4	128.0	370.4	297.8	870.8	231.4	182.2	166.8
2001/07/31	233.7	170.7	445.8	109.9	391.6	286.6	869.7	235.2	170.2	165.2
2001/08/31	215.5	157.1	380.7	92.7	381.8	272.4	713.0	223.6	150.9	168.9
2001/09/28	190.5	137.3	323.4	75.0	343.9	231.3	724.7	214.1	122.9	164.9
2001/10/31	203.7	149.8	374.1	88.2	361.1	234.7	741.5	214.7	146.1	175.3
2001/11/30	227.7	166.2	439.5	109.5	412.7	260.6	813.8	219.8	161.6	187.1
2001/12/28	231.4	168.8	437.7	109.9	420.2	270.7	827.7	221.9	164.3	192.5

Edmén & Westlund
- Aktierelaterade incitamentsprogram - påverkan på ägarvärdet?-

Datum	AFGX	Industri	Telekom	IT	Konsument	Finans	Tjänster	Hälsovård	Media	Råvaror
2002/01/31	217.7	167.5	365.7	107.5	396.4	256.6	832.6	223.9	165.2	200.9
2002/02/28	219.0	176.3	341.5	105.3	408.7	255.1	877.0	237.2	153.2	212.0
2002/03/28	224.7	182.2	340.6	111.3	442.7	267.4	873.8	233.0	175.4	209.6
2002/04/30	204.1	179.7	230.5	92.1	434.7	259.1	807.4	223.3	129.6	215.4
2002/05/31	191.4	173.4	190.7	81.9	412.6	248.4	794.1	207.4	125.5	216.4
2002/06/28	177.1	169.1	152.3	69.1	414.1	228.9	783.9	186.2	96.7	206.8
2002/07/31	157.7	153.2	135.4	59.3	387.3	195.2	697.8	166.8	74.5	189.7
2002/08/30	153.4	147.5	142.3	46.7	385.2	195.4	602.2	142.8	68.9	186.1
2002/09/30	130.3	128.3	97.6	32.9	351.9	165.0	483.6	134.7	64.5	170.8
2002/10/31	147.1	132.1	149.8	41.7	372.8	177.4	546.3	161.5	71.3	174.6
2002/11/29	165.9	152.9	176.4	51.9	405.6	201.5	597.9	168.5	76.2	197.2
2002/12/30	145.2	134.8	144.8	38.0	366.4	179.4	473.1	151.5	61.7	181.6
2003/01/31	139.9	127.0	148.2	36.3	365.1	169.3	437.4	144.4	56.9	167.3
2003/02/28	137.5	128.2	133.0	34.5	377.7	173.2	410.0	133.8	49.3	167.4
2003/03/31	134.2	125.2	122.2	32.5	365.6	172.3	391.2	138.9	46.1	165.2
2003/04/30	150.4	137.8	151.5	36.7	382.7	192.6	461.7	157.4	59.7	174.1
2003/05/30	149.5	134.2	161.2	39.5	378.6	187.5	410.3	157.4	76.2	169.5
2003/06/30	155.8	142.1	170.6	43.9	390.4	190.6	428.4	166.0	84.2	175.7
2003/07/31	166.7	157.5	196.5	48.3	386.9	200.3	462.8	169.8	85.4	181.1
2003/08/29	172.7	162.3	204.7	53.5	398.9	206.0	495.5	173.3	93.3	191.9
2003/09/30	167.1	150.6	194.0	53.2	389.5	207.5	461.0	173.6	87.4	183.4
2003/10/31	182.0	169.2	218.9	60.9	384.9	227.7	475.3	195.1	99.6	192.8
2003/11/28	182.7	173.2	207.6	66.6	401.7	230.1	473.6	185.2	107.3	196.4
2003/12/30	188.4	174.0	220.5	66.1	399.0	243.7	491.8	185.1	112.4	199.9

Källa: www.affarsvarlden.se, 12 maj 2004

Bilaga 6: Internetbaserad enkät

Options- och konvertibelprogram i svenska börsnoterade bolag åren 1999 - 2003

>

Har ert företag startat någon typ av options- eller konvertibelprogram till ledning eller personal under tiden 1/1 1999 - 31/12 2003?

- Ja
- Nej

Under vilka år har ert företag startat någon typ av options- eller konvertibelprogram till ledning eller personal och vilken typ av optioner har det i så fall rört sig om?

Före mer info om de olika optionerna, klicka här: [Teckningsoption](#) [Syntetisk köpoption](#) [Köpoption](#) [Konvertibler](#)

1999	<input type="checkbox"/> Teckningsoption	<input type="checkbox"/> Syntetisk köpoption	<input type="checkbox"/> Köpoption	<input type="checkbox"/> Konvertibler	<input type="checkbox"/> Inga optioner
2000	<input type="checkbox"/> Teckningsoption	<input type="checkbox"/> Syntetisk köpoption	<input type="checkbox"/> Köpoption	<input type="checkbox"/> Konvertibler	<input type="checkbox"/> Inga optioner
2001	<input type="checkbox"/> Teckningsoption	<input type="checkbox"/> Syntetisk köpoption	<input type="checkbox"/> Köpoption	<input type="checkbox"/> Konvertibler	<input type="checkbox"/> Inga optioner
2002	<input type="checkbox"/> Teckningsoption	<input type="checkbox"/> Syntetisk köpoption	<input type="checkbox"/> Köpoption	<input type="checkbox"/> Konvertibler	<input type="checkbox"/> Inga optioner
2003	<input type="checkbox"/> Teckningsoption	<input type="checkbox"/> Syntetisk köpoption	<input type="checkbox"/> Köpoption	<input type="checkbox"/> Konvertibler	<input type="checkbox"/> Inga optioner

Vilken månad startade ert första options- eller konvertibelprogram under perioden januari 1999 tom december 2003?
Har ni exempelvis haft options- eller konvertibelprogram både 1999 och 2001 skall ni kryssa i den månad under 1999 det första programmet startade.

- Januari
- Februari
- Mars
- April
- Maj
- Juni
- Juli
- Augusti
- September
- Oktober
- November
- December

Vad är eller har varit syftet med införandet av options- eller konvertibelprogram till personal och ledning? Kryssa i det alternativ som stämmer bäst.

- Att behålla/rekrytera personal
- Att öka effektiviteten genom att förena personalens mål med ägarnas
- Som komplement till ordinarie lön
- Annat motiv

Edmén & Westlund
- Aktierelaterade incitamentsprogram - påverkan på ägarvärdet?-

Har de optionsprogram som varit aktiva under 1999-2003 varit skatteklassade som personaloptioner?

Före mer info om personaloptioner, klicka här: [Personaloptioner](#)

1999	<input type="radio"/> Ja	<input type="radio"/> Nej	<input type="radio"/> Både och
2000	<input type="radio"/> Ja	<input type="radio"/> Nej	<input type="radio"/> Både och
2001	<input type="radio"/> Ja	<input type="radio"/> Nej	<input type="radio"/> Både och
2002	<input type="radio"/> Ja	<input type="radio"/> Nej	<input type="radio"/> Både och
2003	<input type="radio"/> Ja	<input type="radio"/> Nej	<input type="radio"/> Både och

Hur stor utspädning av aktiekapitalet har i genomsnitt riskerats genom införandet optionsprogram under perioden januari 1999 tom december 2003?

- 0%
- 0-5%
- >5%
- Vet ej

Övriga kommentarer:

Skicka