



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska
institutionen
VT 2010



Ersättning till ledande befattningshavare
*- En studie om Incitamentsprogram i Svenska
Small Cap Bolag*

Författare: Eric Brandt
Ida Johansson
André Paulsson

Handledare: Mats Persson

Sammanfattning

Titel: En studie om Incitamentsprogram i Svenska Small Cap bolag.

Seminariedatum: 2010-06-04, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Ämne: Kandidatkurs i Företagsekonomi (FEKK01)

Författare: Eric Brandt, Ida Johansson och André Paulsson

Handledare: Mats Persson

Nyckelord: Incitamentsprogram, Agentteorin, Aktierelaterad ersättning, Resultatbaserad ersättning, Institutionell teori.

Syfte

De senaste årens debatt om incitamentsprogram har varit livlig och flertalet studier har gjorts inom ämnet. Trots det saknas entydiga svar på huruvida incitamentsprogram är lönsamma eller inte. Syftet med föreliggande studie är att bringa klarhet i vilka typer av incitamentsprogram som svenska Small Cap bolag använder till sina ledande befattningshavare. Användningen av incitamentsprogram kommer att knytas samman med företagets prestation för att undersöka om bolag med incitamentsprogram presterar annorlunda. Avslutningsvis är syftet med studien att beskriva möjliga bakgrunder till valen av incitamentsprogram.

Metod

En kvantitativ studie har gjorts utifrån en deduktiv ansats där teorier inom forskningsområdet ligger till grund för en avslutande analys och slutsats. Fokus ligger på monetär belöning och dess motivationsförmåga. Sambandet mellan incitamentsprogram och prestation testas med hjälp av hypotestester. I studien har även en semistrukturerad intervju gjorts med en representant från studiens fallföretag Aspiro.

Teoretiska perspektiv

Utgångspunkten i studien utgörs av Principal Agentteorin. Ytterligare teorier i form av Institutionell teori, Maslows behovshierarki, Herzbergs tvåfaktorteori, Vrooms förväntansteori samt Rättviseteorin kommer emellertid också att behandlas.

Empiri

Empirin utgår från samtliga svenska bolag på Nasdaq OMX Small Cap lista. Förekomsten av incitamentsprogram knutna till resultat och aktiekurs har studerats under åren 2004-2009. För att öka förståelsen för användningen av incitamentsprogram har dessutom ett kompletterande empiriskt underlag i form av en intervju med Jörgen Carlsson, svensk ekonomichef på Aspiro utförts.

Resultat

Den i studien uppställda hypotesprövningen kunde inte urskilja något signifikant samband mellan använt incitamentsprogram och företagets prestation. Eftersom ersättningsmodellerna till ledningarna samtidigt är likartade företagen emellan, dras slutsatsen att det är marknadskrafter samt att argumentationen inom Institutionell teori som styr utformningen av incitamentsprogrammen. Utifrån studiens avgränsningar, empiri och teoretiska referensram bedöms konkurrensen på arbetsmarknaden för ledande befattningsmän därav tvinga företagen att erbjuda likartade anställningsavtal.

Abstract

Title: A study about Small Cap companies usage of incentive programs.

Seminar: 2010-06-04, at Lund University School of Economics and Management

Course: Bachelor course in Business Administrations (FEKK01)

Authors: Eric Brandt, Ida Johansson och André Paulsson

Advisor: Mats Persson

Keywords: Incentive program, Agency theory, Share-based compensation, Floating compensation, Institutional theory.

Purpose

In recent years, the debate surrounding incentive programs has been lively and several studies on the subject have been done, although no conclusive answer have been found to whether incentive programs profitable or not. The purpose of the following study is to clarify what types of incentive programs that Swedish Small Cap companies use to their senior executives. The usage of incentive programs will be linked with corporate performance in order to examine whether companies with incentive programs are performing differently. Finally, the purpose of the study is to describe the possible backgrounds to companies' choice of incentive programs.

Methodology

A quantitative study has been made based on a deductive approach, in which theories will be used to analyze and draw conclusions. Focus is on the monetary compensation and their ability to motivate. To exam the relationship between incentive programs and company performance there will be made a test of hypothesis. The study has also involved a semi-structured interview with a representative from our case study company Aspiro.

Theoretical perspectives

The starting point of this study lies in the Principal Agent theory. Several additional theories have been used, Institutional theory, Maslow's hierarchy of needs, Herzberg's motivation-hygiene theory, Vrooms expectation theory and the Theory about justice.

Empirical perspectives

The empirical data are based on all Swedish companies listed on Nasdaq OMX Small Cap. The existence of incentive programs tied to either result or stock price have been studied between 2004 and 2009. To increase the understanding of the usage of incentive programs there have been made a complementary empirical interview with Jörgen Carlsson, Swedish finance manager at Aspiro.

Result

The test of hypothesis could not show any significant relation between corporate performance and incentive programs. Since the study showed similarities between the companies compensation-models, the authors draw the conclusion that it is market forces together with arguments in the institutional theory that control the design of the incentive programs. Based on the study's boundaries, empirical and theoretical framework the authors' conclude that high competition on the labor market for senior managers, force companies to offer similar motivation program.

Begreppsförklaring

Incitamentsprogram – i studien används incitamentsprogram som en generell term för olika monetära belöningar som är beroende av företagets prestation. Både prestation i form av aktiekursutveckling, men också andra kvantifierbara rörliga mått som kan ligga till grund för exempelvis bonusutbetalningar ryms alltså inom begreppet.

Motivationsprogram – Motivationsprogram används i studien som en generell term för alla former av program inom företag som led för att motivera anställda. Motivationsprogram är således studiens samlingsnamn för samtliga monetära samt icke-monetära belöningar.

Resultatbaserade incitamentsprogram – Monetär ersättning som är rörlig och knuten till någon form av resultatmått, exempelvis rörelseresultat eller omsättning.

Aktierelaterade incitamentsprogram – Ersättning som är rörlig och som på något vis knyts till företagets aktiekurs. Aktierelaterade incitamentsprogram kan även handla om optionsprogram i olika former.

IFRS - International Financial Reporting Standards är lagstiftningens regelverk för redovisning som regleras av IASB (International Accounting Standards Board)

OMX Nasdaq – Världens största exchange företag. OMX Nasdaq bedriver handeln på de nordiska börserna samt i fem andra kontinenter (Nasdaq OMX Nordic, 2010).

Small Cap – småbolagslistan, en av de tre listor som återfinns på OMX Nasdaq. På Small Cap listan finns de företag vars börsvärde inte överstiger 150 miljoner euro (Nasdaq OMX Nordic, 2010).

Medium Cap – Även kallad Mid Cap. Mid Cap är listan för *medelstora bolag*. Företaget på listan har ett börsvärde på mellan 150 miljoner euro och 1 miljard euro. (Nasdaq OMX Nordic, 2010)

Large Cap - Nordic Large Cap, här återfinns de företag vars börsvärde överstiger 1 miljard euro (OMX Nasdaq Nordic 2010)

H_0 - Nollhypotes är det förhållande mellan två variabler som statistiskt skall hypotesprövas. Hypotesen formuleras utifrån det beroende förhållandet mellan två eller flera variabler som skall undersökas (Körner och Wahlgren 2000).

H_1 - Mothypotes, det vill säga att relationen mellan de två variablerna i nollhypotesen inte kan styrkas utifrån vald population (Körner och Wahlgren 2000).

ÖPWC – Örlings PricewaterhouseCoopers

CEO - Chief Executive Officer – Verkställande direktör, VD

Sammanfattning av tabeller, diagram och formler

Tabell 4.1. Fördelning över incitamentsprogram.....	37
Tabellen visar hur många Small Cap bolag som hamnar inom respektive kvot: Företag med aktierelaterade program, företag med resultatbaserade program, företag med både aktierelaterade samt resultatbaserade, företag utan incitamentsprogram samt företag som förändrat sin användning under perioden.	
Tabell 4.2. Årlig procentuell förändring i Aktievärde (medelvärde).....	39
Tabellen visar kvoterna: Punktobservationer med aktierelaterade incitamentsprogram, punktobservationer utan aktierelaterade program samt samtliga företag på Small Cap och dessa gruppers årliga procentuella ökning av aktievärde i medelvärde.	
Tabell 4.3. Årlig procentuell förändring i Aktievärde (median).....	39
Visar ovan nämnda kvoters median gällande årlig förändring i aktievärde.	
Tabell 4.4. Rank tal från SPSS.....	42
Uträkning från SPSS där ett Mann-Whitney test utförts.	
Diagram 4.1. Procentuell fördelning av incitamentsprogram.....	37
Visar Small Cap-bolags procentuella fördelning uppdelade i de fem kvoterna (förklarade ovan i anslutning till Tabell 4.2.)	
Diagram 4.2. Procentuell fördelning av företag med resultatbaserade incitamentsprogram....	44
Visar den procentuella fördelningen av punktobservationerna som använt sig av resultatbaserade incitamentsprogram.	
Diagram 4.3. Förändring i rörelseresultat – 2006.....	45
Visar den nominella förändringen i rörelseresultat för företag som infört resultatbaserade incitamentsprogram 2006	
Diagram 4.4. Förändring i rörelseresultat – 2007.....	46
Visar den nominella förändringen i rörelseresultat för företag som infört resultatbaserade incitamentsprogram 2007	
Diagram 4.5. Förändring i rörelseresultat – 2008.....	46
Visar den nominella förändringen i rörelseresultat för företag som infört resultatbaserade incitamentsprogram 2008	
Diagram 4.6. Nominell aktiekursutveckling Aspiro.....	48
Visar aspiros nominella aktiekursutveckling för perioden 2004-2009	
Diagram 4.7. Nominell rörelseresultatutveckling Aspiro.....	48
Visar aspiros nominella rörelseresultatutveckling för perioden 2004-2009	
Formel 4.1. Z-test.....	40
Z-test för två oberoende stickprov där vardera population är större än 30.	
Formel 4.2. Standardavvikelse.....	41
Formeln för uträkning av standardavvikelse.	

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	9
1.1. Problembakgrund	9
1.2. Tidigare studier	11
1.2.1. Undersökning av Nordic Investor Services 2008.....	11
1.2.2. ”Långsiktiga incitamentsprogram – ökar de företagens lönsamhet”	11
1.2.3. ”Motivation People: Getting beyond Money”	12
1.3. Problemdiskussion.....	13
1.4. Problemformulering	14
1.5. Syfte	14
1.6. Avgränsningar	15
1.7. Målgrupp	16
2 Forskningsmetoder	17
2.1. Undersökningsmetod.....	17
2.2. Karaktär på studien.....	18
2.3. Studiens omfattning.....	19
2.4. Datainsamling.....	19
2.5. Urval och bortfall	20
2.6. Reliabilitet	21
2.7. Validitet	22
2.8. Källdiskussion	22
3. Teoretiskt ramverk	24
3.1. Ramverkets relevans	24
3.2. Centrala begrepp	24
3.2.1. Belöningsystem.....	24
3.2.2. Fasta respektive rörliga delar av ersättningen	25
3.2.3. Kortsiktiga incitamentsprogram	26
3.2.4. Långsiktiga incitamentsprogram - aktierelaterad ersättning	26
3.3. Teoretisk bakgrund.....	28
3.3.1. Principal agentteorin	28
3.3.2. Maslows motivationsteori – Motivation and Personality.....	31
3.3.3. Förväntansteorin	32
3.3.4. Institutionell teori	34
4 Kvantitativ empirisk undersökning	36
4.1. Kvantitativ studie	36
4.1.1. Kartläggning av incitamentsprogram	36
4.1.2. Hypotesprovning av Optionsprogram	38
4.1.3. Mann-Whitneys test	42
4.1.4. Resultatbaserad lön	43
4.1.5. Sammanställning	47
4.2. Fallstudie av Aspiro	48
4.2.1. Bakgrundsfakta.....	48
4.2.2. Intervju med Jörgen Carlsson.....	49
5. Analys och slutsats	51
5.1. Analys.....	51
5.1. Slutsats	57
5.2. Förslag till fortsatt forskning.....	58
6. Källförteckning.....	59

6.1. Tryckta källor	59
6.2. Artiklar från tidskrifter och tidningar	60
6.3. Avhandlingar samt undersökningar	62
6.4. Elektroniska källor	62
6.5. Årsredovisningar och bolagsstyrningsrapporter	64
6.6. Muntliga källor	64
7. Bilagor	65
7.1. Justerade aktiekurser (SEK)	65
7.2. Rörelseresultat (MSEK)	68
7.3. Företagsadresser	71
7.4. NF regeln	74
7.5. Intervju guide	75

1. Inledning

Kapitlet inleds med den problembakgrund och resultatet från de tidigare studier som bidragit till forskningsproblemet i föreliggande studie. Kapitlet behandlar även problemdiskussion, problemformulering samt syftet med studien. Avslutningsvis redogörs de avgränsningar som omgärdar utredningen samt den målgrupp till vilken studien främst riktar sig till.

1.1. Problembakgrund

De två senaste åren, efter att Husqvarna knoppats av från moderbolaget Electrolux har de ledande befattningshavarna erbjudits ekonomiska motivationsprogram. Ett av dessa är det i 2007 års årsredovisning beskrivna incitamentsprogrammet till 36 chefer. Innebörden av programmet är att cheferna får gratisaktier om de själva också köper aktier, vid köp av en aktie tilldelas de ytterligare 1,5 aktier av bolaget. Programmet lyckades dock inte eftersom aktiekursen ständigt dalat. Men trots detta togs det under 2008 beslut om ett nytt incitamentsprogram knutet till aktiekursen (Affärsvärlden, 2009-02-20).

Malmberg ett industriföretag noterat på Stockholmsbörsens Small Cap lista har i sin bolagsstyrning klart och tydligt markerat att bolaget inte har några som helst former av incitamentsprogram till koncernchefen eller andra ledande befattningshavare (med undantag för vd:n i Sverige). Till dessa befattningshavare utgår enbart fast lön (Malmbergs årsredovisning, 2004-2009).

Fenix Outdoor ett annat företag på Stockholmsbörsen för Small Cap, beskriver i sina årsredovisningar att det inte förekommer incitamentsprogram knutna till aktiekursen. Istället används motivationsåtgärder i form av en rörlig del av lönen, knuten till resultat och andra lönsamhets mått (Fenix Outdoors årsredovisning, 2004-2009).

Nordea är ytterligare ett företag som använder sig av bonus. Under 2009 betalade de sammanlagt ut 2,9 miljarder kronor i olika former av bonusar till sina anställda, något som fick mycket stark kritik från svenska staten. Finansmarknadsminister Mats Odell (KD) krävde exempelvis stopp för bonusar och rörlig lön i bolag med statligt ägande (Veckans Affärer, 2010-03-24).

Grunden i argumentationen mot incitamentsprogram ligger ofta i företagsledningars kortsiktiga incitament att tjäna pengar för egen vinning, vilket det även finns otaliga exempel på. I vissa fall har företagsledarna använt sig av tvivelaktiga redovisningsmetoder. Denna form av destruktivt beteende kan i extremfallen leda till företagskollaps på övriga intressenters och inte minst ägarnas bekostnad. Exempelvis i det jättelika amerikanska elbolaget Enron manipulerades siffrorna med hjälp av avancerade metoder, allt för att förmå aktiekursen att rusa. Resultatmanipuleringen uppdagades dock och 2002 blev konkursen ett faktum. Bland huvudmotiven till skandalen nämns i efterhand ofta de optionsprogram som lanserats till ledningen under 90-talet (Kim & Nofsinger 2007, Fox; 2003).

Trots den senaste tidens turbulens kring bonusar och ersättningar finns det många som också försvarar dem. Nordeas koncernchef Christian Clausen och styrelseordföranden Hans Dahlborg är två av dem. De menar att bonusen förra året i Nordea endast motsvarar 10 % av de totala lönerna (DN – Ekonomi, 2010-03-24). Även Jan-Henrik Sandberg, ordförande i Pappers säger att han inte har något emot bonusar. *”Jag vill påstå att det är bolagets anställda, inte aktieägarna, som är fundamentet i ett bolag, det är de som får bolagen att fungera väl.”* säger Sandberg i en intervju till affärsvärlden. Sandberg tillägger också att om företaget har dåligt med pengar skall pengarna i första hand gå till beslutsfattarnas löneökningar (Affärsvärlden, 2010-03-23).

Andra argument för rörlig ersättning är de ökade drivkrafterna som skapas (Arvidsson, 2005). Exempelvis uttalade TeliaSoneras VD Lars Nyberg nyligen sitt missnöje över att företaget framöver slopar den incitamentsbaserade lönedelen. På frågan om han tror att svenska staten i form av storägare resonerar fel svarar han: *”Jag tycker att de underskattar värdet av verktyget (rörliga löner, reds anm.). Men de har en annan uppfattning, och det får man respektera”*(e24, 2010-04-20). Samme Nyberg uttalade sig även om det nya löneprogrammet i Aktuellt: *” Det är som att spela fotboll utan mål, man har inget att kämpa för”*. (Nyberg, 2010)

1.2. Tidigare studier

1.2.1. Undersökning av Nordic Investor Services 2008

Nordic Investor Services gjorde 2008 en undersökning för Folksam's räkning med syfte att undersöka om aktierelaterade incitamentsprogram hade effekter på bolagets aktieavkastning. Undersökningen grundar sig på data från tidsperioden 1999-2007 och undersökningsgruppen utgjordes av bolag noterade på någon av Stockholmsbörsens tre OMX listor (Small-, Medium- och Large Cap). I november 2007 var totalt 273 bolag noterade på listorna varav 222 ingick i undersökningen. I undersökningen kategoriserades företagen i tre grupper utifrån vilken typ av incitamentsprogram som användes. Grupp ett hade under hela perioden haft incitamentsprogram, grupp två hade inte haft något incitamentsprogram alls och grupp tre hade haft incitamentsprogram under 40-60 % av tidsperioden. De data som samlats in för undersökningen analyserades enligt två beräkningsmetoder, genomsnittlig aktiekurs och genomsnittligt sektorindex.

Beräkningen, grundad på relativavkastningen baserat på genomsnittskurs och index vid periodens inledning och slut, påvisar inte på något tydligt samband mellan avkastning och valet av incitamentsprogram. Det mest anmärkningsvärda var dock att de företag som aldrig använt incitamentsprogram slog sitt respektive sektorindex under undersökningsperioden. Resultatet av studien klargjorde således att det mellan 1999 och 2007, inte var lönsamt för aktieägarna att bekosta bonusprogrammen (Nordic Investor Services, 2008).

1.2.2. ”Långsiktiga incitamentsprogram – ökar de företagens lönsamhet”

I en magisteruppsats från företagsekonomiska institutionen vid Uppsala universitet undersöker Andreas Gerde och Andreas Propst huruvida långsiktiga incitamentsprogram är lönsamma. Syftet med studien är att med hjälp av uppställda hypoteser undersöka om det går att påvisa ett samband mellan avkastning och incitamentsprogram.

Undersökningen genomfördes med en kvantitativ ansats med sekundärt datamaterial baserat på underlag i årsredovisningar under sex år. Urvalet som användes bestod av 20 företag som alla var verksamma inom industrisektorn. I urvalet fanns 10 företags som använde långsiktiga incitamentsprogram och 10 företag som inte gjorde det. All insamlad data användes sedan för att genomföra ett ensidigt hypotestest. Nollhypotesen testas mot en alternativ hypotes för att undersöka om bolag med incitamentsprogram är lönsammare än de tio företagen utan

långsiktigt incitamentsprogram. Resultatet av studien är att inget signifikant samband mellan incitamentsprogram och avkastning kunde påvisas (Gerde & Propst, 2010).

1.2.3. ”Motivation People: Getting beyond Money”

Artikeln är skriven i McKinsey Quarterly och berör en undersökning som handlar om motivation inom företag. Utgångspunkten är den aktuella finanskrisen där ett försök gjorts att undersöka vilka former av icke-monetära motivationsprogram som är effektiva. Undersökningen baseras på frågor till företag och berör tankar kring alternativa belöningsformer.

Resultatet visade på att tre icke-monetära belöningar verkade motiverande för anställda: beröm samt uppmärksamhet från närmaste överordnad och möjligheten att leda projekt, var tre mer eller lika effektiva ur motivationssynpunkt jämfört med vad monetära belöningar varit. Undersökningen visar trots dessa resultat att företag i liten utsträckning använder sig av icke-monetära belöningar. Anledningen menar författarna beror på den ökade tidsåtgång som de alternativa belöningsformerna som nämns tar i anspråk.

Då företag till viss del fått skära ner på monetära belöningar till sina anställda under finanskrisen 2009, visar undersökningen på att då företagen börjar återhämta sig från krisen så är de också väg tillbaka till sina gamla belöningsystem. I undersökningen menar dessutom 28 % av företagen att de planerar att återinföra monetära belöningar de kommande åren.

”Fast att finansiella belöningar är viktigt, oroar det mig att företag så snabbt återgår till bonusar igen. Lärde de sig inget från vad som skedde på Wall Street?” (Neeru Biswas Program Director, The Asia Institute SolBridge International School of Business)

I slutsatsen av artikeln framhäver författarna att även om bonusar spelar viktiga roller, borde fler företagsledare ha lärt sig något av krisen. Om företag agerar nu och inför andra former av belöningar kan man gå ur krisen starkare än vad man var förut (Dewhurst *et al*, 2010).

1.3. Problemdiskussion

Grunden för incitamentsprogram över lag refereras ofta till Principal Agent teorin där syftet med programmen är att minimera distansen mellan ägare, styrelse och företagsledningens intressen. Genom utformningen av incitamentsprogrammen eftersträvas sålunda i grunden den teoretiska utopi där företagsledningen skall styras till att fatta beslut som även är till gagn för ägarnas intressen. En mängd tidigare forskning finns inom området. En del undersökningar har fokuserat på att utreda om just incitamentsprogram verkar motiverande, och om effekterna avspeglas i företagets prestation. Vidare tar många tidigare svenska uppsatser inom ämnet sin utgångspunkt Large och Mid Cap bolagen. I Large Cap företag finns i högre utsträckning aktiebonusprogram¹ (PWC 2009). Enligt Hallvarsson och Halvarsson (2008) är en av anledningarna till situationen de stora kostnaderna förknippade med aktiebonusprogram, vilket leder till att de förekommer mer frekvent i större bolag. Ingen kvantitativ forskning har däremot påträffats som endast fokuserat på Small Cap bolagen.

Kontentan av många tidigare undersökningar att det ofta varit svårt att kvantitativt bevisa att företag där incitamentsprogram används presterat bättre. Ett annat viktigt perspektiv på motivationsprogram är också vad som i grunden egentligen motiverar ledande befattningshavare till att arbeta och göra sitt bästa för organisationen de arbetar för. Inom motivationsforskningen har därför många studier gjorts om vad som egentligen motiverar personalen och en rad olika teorier har utarbetats för att söka svaren på denna gåta.

Incitamentsprogram tycks idag trots allt finnas i de flesta svenska börsbolag och exemplen i problembakgrunden belyser bara några av de variationer som finns. En uppdelning av incitamentsprogram i två huvudinriktningar är dock möjlig, de som på något sätt är knutna till aktiekursen och de som är knutna till vinstmått (ÖPWC, 2008). Då grundvalet av incitamentsprogram delvis står mellan de båda huvudinriktningarna är det lätt att fråga sig hur effekterna mellan dessa egentligen skiljer sig åt? Varför agerar företag olika när det gäller ersättningen till ledningen och varför finns incitamentsprogram trots att sambandet mellan dem och företagets prestation ofta är svåra att bevisa? Uppenbarligen existerar det delade åsikter och skilda argument om vilken form som är mest föredelaktig och varför företagen använder olika former av incitamentsprogram. Ägarkonstellationer, maktbalans,

¹ Aktiebonusprogram innebär att aktier delas ut gratis.

marknadskrafter, skatteeffekter, kostnader samt skillnader i ambitionen med incitamentsprogrammen är alla potentiella anledningar som kan ligga till grund för valet.

Diskussionen om incitamentsprogram är i högsta grad aktuell. Argument för och emot kan diskuteras ur många aspekter. Somliga kritiker tar upp riskerna med fast lön som de menar kan leda till att motivationen sjunker hos viktiga personer. Dessa personer skulle då inte vara lika benägna att prestera maximalt. Med en rörlig lön finns å andra sidan potentiella problem, exempelvis tordes mer eller mindre manipulativa metoder ibland användas i chefernas strävan att maximera sin rörliga ersättningsdel från incitamentsprogrammet. Det kan till exempel handla om att flytta investeringar och kostnader till för belöningssystemet fördelaktiga tidpunkter (Hopwood, 1974). De vanligt förekommande optionsprogrammen bygger bland annat på löptider som avslutas med möjlighet till inlösen. En hög aktiekurs under denna period medför en bra avkastning till optionsinnehavaren. I Enrons fall kunde till exempel grundaren Kenneth Lay och VD:n Jeffrey Skillning på grund av den höga aktiekursen i slutet av 1999, tre år före kollapsen, kvittera ut motsvarande hundratals miljoner kronor genom sina optioner (Fox, 2003). Många bonusprogram är å sin sida knutna till redovisningsmått där det finns visst utrymme till påverkan av måtten (Sandell, 2006) och utbetalningar sker ofta på årsbasis vilket kan tänkas påverka långsiktigt handlande i bolagen (Merchant & Van der Stede, 2007). Med bakgrund i de många skilda åsikterna känns det därför relevant att försöka utröna vilka effekterna och motiven till ett visst incitamentsprogram tordes vara. Varför finns denna mängd olikheter i incitamentsprogram och finns det kanske någon form som är mer fördelaktig än andra?

1.4. Problemformulering

Debatten kring incitamentsprogram är livlig och infallsvinklarna är många. Tidigare studier har tagit upp både för och nackdelar med incitamentsprogram. Ambitionen med denna studie är att undersöka i vilken omfattning incitamentsprogram används i de mindre bolagen på Stockholmsbörsen.

1.5. Syfte

Syftet med studien är att bringa klarhet i vilka typer av incitamentsprogram som bolag på Small Cap listan använder. Detta kommer sedan att knytas samman med företagets resultat för att undersöka om bolag med incitamentsprogram presterar bättre. Avslutningsvis är syftet med studien att beskriva möjliga bakgrunder till valen av incitamentsprogram.

1.6. Avgränsningar

Denna undersökning är utförd med en mängd avgränsningar på ett väldigt brett och komplext ämne. Litteraturen och teorierna kring incitamentsprogram är också omfattande och kräver att studien avgränsas i flera avseenden. I grunden kommer studien därför endast att omfatta Small Cap bolag noterade på svenska OMX Nasdaq. Studien kommer vidare att endast baseras på bolag som varit börsnoterade på Small Cap listan under åren 2004 fram till och med 2009. Denna period innefattar olika konjunkturlägen vilket bidrar till att tidsperioden känns lämplig. En ytterligare motivering till periodvalet är att det i Sverige infördes strängare redovisningskrav för insyn i företagen genom IFRS under 2004. De nya stadgarna i IFRS har medfört att företagen sedan dess i årsredovisningen måste redovisa all ersättning till ledande befattningshavare (SOU 2004:130). Den tydligare redovisningen innebär att det är lättare att granska användandet av belöningsprogram till ledande befattningshavare i företagen vilket är en grundpelare för genomförandet av studien. Därav avgränsas även studien till att endast omfatta incitamentsprogram till ledande befattningshavare. I de avseendet att det finns någon form av belöningsprogram till någon av de ledande befattningshavarna kommer företaget därför att ingå i en kvot för företag med incitamentsprogram. Detta innebär att studien heller inte tar hänsyn till hur ersättningsprogrammen inom respektive företag ser ut.

Då det finns en mängd former av incitamentsprogram har därtill en central avgränsning gjorts. Samtliga incitamentsprogram kommer delas upp i två kvoter; incitamentsprogram vars utfall beror på aktiekursens utveckling samt incitamentsprogram vars utfall beror på andra kvantitativa resultatmått. Inom de båda kvoterna görs även en avgränsning gällande att skillnader mellan företagens utformning av incitamentsprogram inom kvoten inte kommer att jämföras. Trots mängder av skillnader inom de två kvoterna har bedömningen gjorts att på grund av främst tidsbrist var denna grova avgränsning nödvändig och motiverad. Kontentan är följaktligen att avgränsningen vidtagits där samtliga rörliga delar, så som bonus, tantiem samt liknande kvantitativa mått klassificeras som resultatbaserade incitamentsprogram. Hur stor del av lönen som kan variera eller om det finns ett tak för den rörliga lönedelen beaktas heller inte i studien.

Då undersökningar om huruvida företag använder sig av icke-monetära belöningar är omfattande, har ingen sådan empirisk undersökning gjorts. Studien avgränsar sig från icke-monetära belöningar i detta avseende men kommer att diskutera vad som motiverar

människor och ta upp en del bakomliggande teorier till motivation. Slutligen kommer undersökningen även att bortse ifrån skatteeffekter. Skatteeffekter bedöms vara något som kan påverka utformningen av incitamentsprogram. Men skulle skatteeffekterna beaktas så blir studien bli för bred med tanke på den begränsade tid som står till förfogande.

1.7. Målgrupp

Undersökningen riktar sig främst till ekonomistuderande vid högskolor och universitet i Sverige. Ambitionen är dock även att andra personer med intresse inom området skall kunna dra nytta av innehållet. Med en mer lättillgänglig information kan undersökningen på så vis verka vägledande till de incitamentsprogram som idag finns i de svenska Small Cap bolagen. Grundläggande finansiella begrepp och uttryck kommer därför även att i viss mån förklaras.

2 Forskningsmetoder

I kapitlet åskådliggörs den metod och det tillvägagångssätt som använts för att undersöka forskningsproblemet och kunna uppfylla syftet. Kortare diskussioner förs även om den hänsyn som tas till begrepp som validitet och reliabilitet.

2.1. Undersökningsmetod

För att studiens syfte skall uppnås kommer en empirisk kvantitativ undersökning att utföras som inbegriper samtliga svenska Small Cap bolag. I denna kvantitativt orienterade undersökning kartläggs användningen av incitamentsprogram i Small Cap bolagen. Kartläggningen kommer i ett första steg att dela in företagen i kvoter beroende på dess användning av incitamentsprogram. För att jämföra de olika kvoternas prestation kommer fokus ligga på aktiekursutveckling samt rörelseresultat som referensmått. Hypoteser samt diagram kommer att användas för att testa och åskådliggöra huruvida några tydliga mönster kan utläsas vad gäller incitamentsprogrammets effekter på företagens prestation. Genom undersökningsresultatet kommer på så vis eventuella samband mellan företagens prestation i förhållande till använt incitamentsprogram att kunna utläsas och kartläggas. För att ytterligare öka förståelsen för hur incitamentsprogram används kommer studien även att kompletteras med en enklare kvalitativt orienterad fallstudie av ett Small Cap bolag. Denna kompletterande empiri kommer slutligen att tillsammans med den teoretiska referensramen och resultatet från den kvantitativa kartläggningen att analyseras för att leda fram till studiens slutsats. Motivet till detta upplägg har sin utgångspunkt i syftet. Tanken är att dra nytta av fördelarna med båda perspektiven, vilket på så vis syftar till att ge olika vinklar på problemformuleringen som sen vävs samman i analysen. Därmed är förhoppningen att syftet med utredningen uppnås på ett så bra sätt som möjligt.

2.2. Karaktär på studien

Undersökningen har utförts med utgångspunkt i en deduktiv ansats. Enligt Bryman & Bell (2002) förknippas det deduktiva förfarandet som forskningsstrategi främst med ett kvantitativt angreppssätt på problemformuleringen, vilket även är fallet i denna studie. Undersökningen tar således sin utgångspunkt i bakomliggande teorier inom forskningsområdet för motivation och incitamentsprogram. Teorierna kommer sen att tolkas och appliceras på den empiri som ryms i utredningen för Small Cap bolagen (Bryman & Bell, 2002). I studien används Principal Agentteorin som utgångspunkt och kompletteras med organisationsorienterade teorier om belöning och motivation. Teorierna har valts främst för att öka förståelsen för motivation, samt för att utreda varför användningen av incitamentsprogram ser ut som den gör i Small Cap bolagen. Den deduktiva ansatsen avslutas med att uppställda hypoteser bekräftas eller förkastas varpå teorin som utgör utgångspunkt i studien i någon mån revideras eller byggs på.

Ur ett epistemologiskt perspektiv så utgår studien inte från det naturvetenskapliga positivistiska synsättet där strikt naturvetenskapliga forskningsmetoder appliceras på företagsekonomisk forskning. Kunskapsgenereringen om incitamentsprogram får i stället betraktas som en del av en social verklighet och inte ett naturvetenskapligt fenomen. Därmed anses heller inte incitamentsprogram kunna betraktas som något som kan studeras och bedömas helt objektivt (Bryman & Bell, 2002). Enligt Bryman och Bell (2002) innebär ett objektivt tillstånd en opåverkbar yttre verklighet, vars innebörd är oberoende av vem som betraktar den. Den ontologiska inriktningen i denna utredning är istället mer av en konstruktivistisk karaktär. Hur incitamentsprogram uppfattas och fungerar bedöms bero mycket på i vilken kontext de studeras och på de uppfattningar som råder i den företagskultur de används.

Sammanfattningsvis kommer studien utföras utifrån ett empiriskt underlag, den teoretiska referensramen och en deduktiv ansats. Empirin kommer att utarbetas med hjälp av en kartläggning över förekomsten av incitamentsprogram och en kompletterade förståelseinriktad fallstudie av incitamentsprogrammen i fallföretaget. Både kvantitativa och kvalitativa inslag kommer därmed att bidra till analysen och slutsatsen.

2.3. Studiens omfattning

Den kvantitativa delen av undersökningen omfattar samtliga företag som fanns noterade på Stockholmsbörsens lista för Small Cap i april 2010 då undersökningen genomfördes. Som nämns i studiens avgränsningar är kravet för att ingå i undersökningen att företagen kontinuerligt varit noterade på Small Cap listan mellan åren 2004 och 2009. Studien omfattar samtliga av dessa företags årsredovisningar för respektive år, det vill säga sex årsredovisningar per företag.

I undersökningen kartläggs de olika incitamentsprogram som används endast till ledande befattningshavare samt aktiekursens utveckling under respektive period. Aktiekursen har valts som huvudsakligt referensmått då den bedöms som ett bra och hanterbart mått på företagets prestation under åren. Även rörelseresultaten i årsredovisningen för respektive år utgör referensmått i undersökningen eftersom många incitamentsprogram är knutna till olika resultatmått. Rörelseresultatet som resultatnivå har valts då den bedöms vara mest relevant med tanke på att skatteplanering och bokslutsdispositioner, som studien inte tar hänsyn till, inte har påverkat måttet. Även ett fallföretag ingår i studien. Av de 88 undersökta företagen kommer således ett fallföretag väljas ut. I fallföretaget kommer en person som anses ha inblick i orsaker till användningen av incitamentsprogram intervjuas.

2.4. Datainsamling

Genomgående i denna studie har data samlats in som berör incitamentsprogram till ledande befattningshavare. Det finns en vedertagen skillnad mellan primär- och sekundärdata. Sekundärdata utgörs av data som sedan tidigare finns tillgänglig för andra ändamål medan primärdata avser data som samlats in specifikt för denna studie (Bryman & Bell 2002). Det empiriska underlaget utgörs främst av sekundärdata om Small Cap bolagens existerande belöningsystem till ledningen och respektive företags prestation i form av aktiekurs- och resultatutveckling. Fördelarna med att använda sekundärdata är för denna studies vidkommande främst den tidsbesparande aspekten samt att data med hög kvalitet ofta erhålls.

De data som är samlats in i fallstudien klassas som primärdata för studien. Den intervjuemetod som används kan klassificeras som semistrukturerad och har utförts med hjälp av en enklare intervjuguide där stödfrågor förberetts. Vid strukturerade intervjuer som ofta används när

svaren på frågorna skall utgöra underlag för en kvantitativ sammanställning av flera respondenters åsikter, är frågorna som använts inom denna studie mer generella och öppna. Motiveringen till att använda en semistrukturerad inriktning på frågorna är för att säkerställa att svaren inte helt glider ifrån ämnet, trots att öppna svar erhålls. Denna metod och inriktning på frågorna bedöms vara bäst för att fånga respondentens egna uppfattningar och åsikter då syftet med intervjun är att utgöra underlag för en ökad förståelse (Bryman & Bell, 2002). Enligt Bryman & Bell (2002) är det då viktigt att låta respondenten röra sig mer fritt, eftersom detta ger kunskap om vad intervjupersonen upplever som relevant och viktigt. Här är det viktigt att betona att det inte är nödvändigt att exakt följa en intervjuguide, vilket däremot är av högsta vikt vid kvantitativt inriktade studier. Syftet med frågorna i studien är inte att koda eller att fastställa ett samband utan syftar endast till att höra åsikter och en förklaring till hur incitamentsprogram används i fallföretaget.

I utredningen används också en mängd information hämtad från främst artiklar, litteratur samt årsredovisningar som alltså betraktas som sekundärdata för studien. Information om företagens rörelseresultat och använda belöningsformer till ledande befattningshavare har hämtats från årsredovisningar på företagens hemsidor. Informationen om ersättningen till ledande befattningshavare finns dock inte angivet i enlighet i de olika företagen, utan har hämtats från skilda ställen i respektive årsredovisning. Information har bland annat kunnat hittas i förvaltningsberättelsen, bolagsstyrningsrapporter, särskild not, not om ersättningar till ledande befattningshavare samt i vissa fall även på andra ställen. För att avslutningsvis säkerställa att ingen information förbisets har en kontroll utförts. Detta har skett med hjälp av sökfunktion i Adobe Reader med vilken årsredovisningarna har genomsökts. Sökningar gjordes på ord som frekvent uppmärksammats i samband med incitamentsprogram och bonuslöner. Orden som söktes på var följande: *aktierelaterat*, *optionsprogram*, *option*, *incitamentsprogram*, *rörlig*, *rörlig del av lön*, *ersättning*, *bonus* och *aktiekursrelaterat*. I de fall engelska översättningar behövdes har orden översatts.

2.5. Urval och bortfall

Då studien utgår från år 2010 och undersöker samtliga 125 företag som vid denna tidpunkt fanns noterade på Stockholmsbörsens Small Cap lista uppstår ett bortfall av en del företag. Bortfallet består av de företag som fanns noterade 2010 men inte 2004. Av de 125 företagen som var noterade på OMX Nasdaq 2010 blev således 31 företag exkluderade från studien

(OMX Nasdaq Nordic, 2010). De företag som i större avseende förändrats under perioden, som exempelvis har blivit uppköpta faller även utanför studiens ramar. Motivet till detta är att en för stor förändring bedöms ha skett och att en jämförelse på så vis skulle vara för missvisande. Denna avvägning har medfört att tre företag exkluderades från undersökningsmaterialet (Acando, Dagon samt Xano). Värt att nämna är också att ytterligare tre företag inte var jämförbara då information ej fanns tillgänglig om företagen (Coastal Contracts, Midelfartson samt Sintercast). Undersökningen omfattas följaktligen till slut av 88 bolag på Small Cap listan som därmed utgör den empiriska grunden för studien. Dessa 88 företag kommer vidare att genom en framtagen urvalsprocess delas upp i kvoter som används för jämförelserna företagen emellan.

Vad gäller fallstudien av ett företag har Aspiro valts. Motivet till att Aspiro används ligger främst i det faktum att Aspiro använt sig av både resultatbaserade samt aktierelaterade löner till ledande befattningshavare under studieperioden. Jörgen Carlsson, Svensk ekonomichef på Aspiro har intervjuats för Aspiros räkning. Carlsson valdes i egenskap av svensk ekonomichef. (En mer detaljerad beskrivning av valet av företag, Jörgen Carlsson och begränsande faktorer för denna undersökning finns i anslutning till undersökningen i kap. 4).

2.6. Reliabilitet

Reliabilitet berör frågan huruvida resultatet från en undersökning skulle bli detsamma om undersökningen utfördes på nytt, det vill säga att begreppet förhåller sig till pålitlighet och stabilitet. I en undersökning med god reliabilitet finns skall det finnas få utrymmen för slumpmässiga fel (Lundahl & Skärvad, 1999). Begrepp är oftast aktuellt när en, som i detta fall, kvantitativ undersökning utförs eftersom forskarna är intresserade av om ett mått är tillförlitligt eller inte. Replikation innebär att det i vissa fall och omständigheter skall kunna vara möjligt att göra en upprepning på studien. Skulle en upprepning av en studie ge ett annorlunda resultat får resultatet av den ursprungliga studien betraktas som slumpmässigt eller tillfälligt. För att i utredningen underlätta och säkerställa att undersökningen är replikerbar är ambitionen att tydliga beskrivningar och motiveringar genomgående görs. Sekundärdata underlättar arbetet med reliabilitet vilket också är fallet i denna studie. Siffror och historiska aktiekurser ändras inte och bedöms vara tillförlitligt noterade. Vad gäller den empiriska delen och dess hypotesprövningar samt intervjun spelar självklart undersökningsperioden och urvalet av företag en viktig roll för resultatet (Bryman & Bell

2002). Görs en studie av Small Cap företag med samma undersökningsmetod om tio år går det till exempel inte att garantera att resultatet blir detsamma.

2.7. Validitet

Generellt sett står validitet för ”mätningvaliditet” och är ett mått på i vilken utsträckning ett undersökningsmått verkligen ger en bild av begreppet som mäts (Bryman & Bell, 2002) . Enligt Halvorsen (2006) betyder validitet giltighet och relevans. Att skapa relevans och giltighet är viktigt i denna studie varpå relevansen i valet av både teorier och undersökningsmetoder gjorts för att på bästa sätt knyta an till syftet med studien. Den metod som valts där rörelseresultat och aktiekurser kartläggs bedöms vara rimlig för att studera huruvida valet av incitamentsprogram avspeglas kvantitativt eller inte. Enligt Bryman & Bell (2002) handlar validitet också om att de slutsatser som dras utifrån undersökningen verkligen är genererade från undersökningen. Hög validitet i denna studie uppnås genom att ständigt återkoppla empiri samt teori till syftet och problemformulering för att på så vis slutligen kunna dra, utifrån studiens ramar och begränsningar, relevanta slutsatser.

2.8. Källdiskussion

De sekundärdata som i årsredovisningarna har erhållits är redan behandlade av företagen själva. Nackdelen skulle kunna relateras till att siffrorna är behandlade och att de därmed kan rymmas vinklingar i materialet som inte uppmärksammas. Inom studien bedöms dock de lagar som omgärdar årsredovisningarna att vara tillräckliga för att de data som inhämtas från årsredovisningar kan betraktas som tillförlitliga. De sekundärdata om historiska aktiekurser som används som referensmått på företagens prestation i studien har hämtas från OMX Nasdaq hemsida vilken också betraktas som en trovärdig källa.

De källor som används i den teoretiska referensramen klassas också som trovärdiga. Artiklarna har hämtats från välkända databaser samtidigt som att belägg för de grundläggande teorierna har hittats på flera ställen vilket tyder på god spridning och acceptans. Dock kan en viss kritik riktas mot de undersökningar som är gjorda i andra länder än Sverige. Undersökningarna anses trovärdiga men främst kvantitativa resultatet skulle eventuellt blivit annorlunda om de utförts i Sverige. Författarna har ändå valt att ta upp och referera till utländska undersökningar. Motivet till valet är att undersökningarna anses bidra till forskningen inom området samtidigt som svenska studier inte bedöms utgöra tillräckligt referensunderlag inom området.

Gällande den kvalitativa fallstudien så anses Jörgen Carlsson, svensk economicchef på Aspiro vara väl insatt i hur man resonerat kring utformningen av incitamentsprogramen på Aspiro. Att det endast används ett företag i den kvalitativa fallstudien kan självklart anses bristfälligt och kritiseras. Men trots att endast en person på ett företag har intervjuats, ansågs det relevant att utföra intervjun då dess syfte var att utgöra ett komplement till den kvantitativa undersökningen. Förhoppningen med intervjun var att få en förklaring från företagets istället för från litteratur. Carlssons svar anses trovärdiga för Aspiros utformning av incitamentsprogram, men då endast ett företag och en fallstudie gjorts kan självklart inga generella slutsatser dras utifrån studiens kvalitativt orienterade del.

3. Teoretiskt ramverk

Kapitlet inleds med en förklaring av begrepp varpå de snarlika begreppen bonus, rörlig lön samt incitament diskuteras. Därefter presenteras de för studien bakomliggande centrala teorierna. De bakomliggande teorier som beskrivs kommer att ligga till grund för analysen och därför fortlöpande refereras till.

3.1. Ramverkets relevans

Kapitlet är tudelat, där den första delen syftar till att tidigt klargöra och särskilja de många begrepp som finns inom definitionen av belöningsystem. Den andra delen av ramverket verkar för att ge en förståelse för bakomliggande teorier och framförallt Agent-Principal problematiken som ligger till grund för införandet av motivationsprogram i företag. För att ge läsaren ytterligare förståelse kring de skilda meningar som finns i litteraturen kring människors motivation ges även främst Maslows motivationsteori, förväntansteorin och institutionell teori utrymme i ramverket. De sistnämnda teorierna syftar till att belysa ytterligare problematik kring incitamentsprogram samt att ge läsaren ett annat perspektiv.

3.2. Centrala begrepp

3.2.1. Belöningsystem

Begreppet belöning härstammar ursprungligen från naturvetenskapen och medicinen. Enligt Nationalencyklopedin (2010) är belöningsystemet en ansamling nervceller i den mänskliga hjärnan som tillsammans med ett närbeläget bestraffningscentrum reglerar lust och olustkänslor. I grunden är det detta belöningsystem hos individen som även ekonomiska belöningsystem anspelar på. Belöningsystemets funktion är att motivera till måluppfyllelse som skapar vällust hos individer berörda av belöningen.

”What gets measured, gets done” (Arvidsson, 2005)

En dominerande bakomliggande tanke med belöningsystem är att det som är mätbart också blir utfört, samt att beteenden som belönas förstärks och kommer att återskapas (Arvidsson 2005). Pengar utgör en vanlig form av belöning till anställda och ofta är belöningen till främst ledande befattningshavare prestationsbaserad. Generellt kan dock ekonomisk belöning till anställda delas in i tre huvudkategorier: prestationsbaserade löneökningar, kortsiktiga

incitamentsprogram och långsiktiga incitamentsprogram. Det går även att dra en gräns mellan monetära och icke-monetära belöningsformer. Icke-monetära belöningar kan handla om exempelvis befördran, ökat ansvar, ett visst kontorsrum eller andra former av motiverande erkännanden (Merchant & Van der Stede, 2007).

I litteraturen diskuteras ofta just skillnaderna mellan monetära och icke-monetära belöningars effekter. Inte sällan refereras det också till att icke-monetära belöningar kan ha en kraftfullare motivationseffekt än de monetära motsvarigheterna. Det kan dock enligt Arvidsson (2005) konstateras att monetära belöningar kopplade till önskvärda resultat är det normala.

3.2.2. Fasta respektive rörliga delar av ersättningen

Lön är i grunden ersättning för arbete enligt ett anställningsavtal. En skillnad görs emellertid mellan fast och rörlig lön som är beroende av resultat och prestation. Fast lön baseras ofta på arbetets relativa svårighet samt på hur hög konkurrens som råder på marknaden (Jäghult, 2005).

Bonus härstammar vidare från latinets ”god” vilket innebär gottgörelse av någon form. Bonus förekommer som en extra ersättning för bra utfört arbete (Nationalencyklopedin, 2010).

”Bonus betyder tillägg till lön. Rörlig lön är en del av lönen – inte en bonus. Där blir det en begreppsförvirring, och det leder till kaos när man ska ha en mer intellektuell diskussion om huruvida rörlig ersättning är bra eller inte.” (Wallenberg, Aktiespararen, 2010)

Wallenberg menar alltså att det är viktigt att påpeka att den rörliga delen av lönen inte är synonymt med bonus. Författarna anses dock att begreppen är svårdefinierade och att de inte alltid används konsekvent. Inom ramen för denna studie dras därför den huvudsakliga gränsen mellan fast lön, någon form av resultatbaserade incitamentsprogram samt aktierelaterade incitamentsprogram. Bonus jämföras därmed i studien med resultatbaserad incitamentslön. Motivet till denna kategorisering är att begreppen båda syftar till utbetalningar som i slutändan kan variera.

Aktierelaterade ersättningar samt resultatbaserade löner är åtskilda i bemärkelsen att aktierelaterade ersättning vanligtvis benämns ofta som långsiktiga incitamentsprogram. Resultatbaserade delar däremot betraktas däremot som kortsiktiga i bemärkelsen att de är

knutna till resultatmått som presenteras årligen (Merchant & Van der Stede 2007). För att inte förvirra läsare kommer författarna i den fortsatta studien benämna alla former av kortsiktiga incitamentsprogram, så som bonus och tantiem och andra former av rörliga delar som är kopplat till andra prestationer än aktievärdet, - som resultatbaserade incitamentsprogram eller också, mot motivet ovan som kortsiktiga incitamentsprogram.

3.2.3. Kortsiktiga incitamentsprogram

De kortsiktiga eller resultatbaserade incitamentsprogrammen återfinns i de flesta större företag och baseras vanligtvis på uppsatta mål på upp till ett års sikt. Dessa mål är ofta kvantitativa och knutna till redovisningsmått såsom omsättning, rörelseresultat etcetera. Den rörliga delen betalas vanligen ut en gång per år och från företagets sida är en betydande fördel med denna typ av rörlig ersättning riskdelningen, detta då löneutbetalningarna matchas mot företagets prestation under motsvarande period. När företaget tjänar mycket pengar ökar därmed i regel också löneutbetalningarna och vice versa (Merchant och Van der Stede, 2007).

3.2.4. Långsiktiga incitamentsprogram - aktierelaterad ersättning

Långsiktiga incitamentsprogram baseras vanligtvis på perioder längre än ett år (Merchant och Van der Stede, 2007). Dock är den vanligaste löptiden för aktierelaterade incitamentsprogram i Sverige tre år (KPMG, 2009). Denna typ av program finns i olika former men är huvudsakligen beroende av förändringar i aktiekursen.

Bland de vanligast förekommande aktierelaterade incitamentsprogrammen finns olika former av optioner. En option definieras i grunden som ett derivatinstrument med en underliggande tillgång. I optionskontraktet finns en säljare och en köpare. För köparen eller kontraktssinnehavaren finns vidare möjligheten att vid en viss tidpunkt utnyttja innehavet av kontraktet för att köpa eller sälja den underliggande tillgången. Utställaren av optionskontraktet har däremot skyldigheten, att om innehavaren eller köparen vill utnyttja sin position i kontraktet, sälja eller köpa den underliggande tillgången enligt på förhand överenskomna premisser (Berk & DeMarzo 2008). När företag använder sig av optioner som incitament till sina anställda är företaget oftast den part som ställer ut optionen. Företaget är på så vis skyldigt att vid en viss tidpunkt sälja en aktie till den anställda till ett förutbestämt pris (Hansson, 2001). Det finns flera olika optioner varav köpoptioner betraktas vara grundpelaren. En köpoption ger innehavaren rätten att vid en given tidpunkt i framtiden, till ett i förväg givet lösenpris, förvärva den underliggande tillgången. I de fall företag använder

köptioner får den anställde köpa en redan existerande aktie av företaget. Andra vanliga optionsformer är teckningsoptioner, personaloptioner, konvertibler samt syntetiska optioner (Andersson & Bratteberg, 2000). Vidare kan optioner under löptiden antingen vara ”in the money” eller ”out of the money”. Är optionen ”in the money” innebär det att optionens lösenpris är lägre än aktiekursen. Situationen betyder att optionen kommer att kosta utställaren pengar om kontraktet utnyttjas. Är optionen istället ”out of the money” är aktiepriset lägre än lösenpriset vilket betyder att optionen i regel kommer att förfalla utan kostnad för utgivaren eftersom det är billigare att köpa aktierna direkt på marknaden än genom optionskontraktet (Hull, 2008). Optioner kostar inget, eller väldigt lite, för företag vid utställandetidpunkten. Företag kan därför slippa ligga ute med pengar samtidigt som kontrakten under tiden teoretiskt sätt skapar incitament för de anställda att arbeta hårdare, något som kan vara fördelaktigt för företaget vid uppstartandet av programmen (Lynch & Perry, 2002).

3.3. Teoretisk bakgrund

3.3.1. Principal agentteorin

Det förhållande som uppkommer mellan två eller flera individer där den ena - agenten, utformar ett kontrakt och där den andra - principalen, är anställd att handla å agentens vägnar benämns agentteorin. Då agentens och principalens intressen kan skilja sig åt, finns en risk att principalen inte alltid handlar enligt vad agenten anser önskvärt (Jensen & Meckling 1976). Enligt teorin strävar båda parter efter att ytterst maximera sin egen nytta vilket kan leda till konflikter om parternas intresse skiljer sig åt. Konflikter uppstår många gånger på grund av informationsasymmetri mellan parterna, som i sin tur styr deras handlande. Situation som beskrivs kan uppstå i aktiebolag där styrande och ägande nuförtiden ofta är skilt. Ett icke önskvärt beteende från principalen som ofta kan refereras till Vd innebär en kostnad för företagets finansiärer, det vill säga aktieägarna. Lösningen på problematiken kan delas in i två kategorier: incitament och övervakning.

Övervakning innebär helt enkelt att finansiärerna eller ägarna övervakar befattningshavarna så att de fattar beslut i enlighet med deras önskemål. Eftersom många företag har en mängd olika aktieägare och då många av dem är passiva investerare faller rollen som övervakare idag ofta på företagets styrelse. Rollen som övervakare behöver dock inte vara en specifik grupp av andra människor eller principaler. Även marknadskrafter i ekonomin kan fungera som ett övervakningssystem, inte minst institutionella långivare övervakar företagen de lånat ut kapital till (Kim *et al*, 2004).

Den andra lösningen på agentproblematiken benämns incitament. Genom olika former av incitamentsprogram försöker styrelsen knyta samman befattningshavarnas löner med den ersättning som investerarna erhåller. Utgångspunkten är att befattningshavarnas personliga incitament att tjäna pengar på så vis sammanfaller med ägarnas krav på avkastning. Tanken är att säkerhetsställa ett önskvärt beteende hos agenten och motivera densamme till att handla för företagets och ägarnas bästa (Arvidsson, 2005; Kim *et al* 2004). På en fundamental nivå skapar agentperspektivet samarbete i situationer som kategoriseras av konflikt, risk, osäkerhet och informationsasymmetri (Eisenhardt, 1989).

Aktierelaterad ersättning en lösning på agentproblemtiken vilket förespråkas av Adowd och Kaplan (1999) samt Jensen och Murphy (1990). Jensen och Murphy (1990) menar att aktierelaterad ersättning är det bästa sättet att maximera aktievärdet och samtidigt öka Vd:s välmående. Huvudsyftet med de långsiktiga programmen är att belöna personalen för deras roll i maximeringen av företagets värde på längre sikt. Ledningens ersättning ökar då proportionerligt med aktiekursen, och på så vis också med företagets värde vilket gynnar principalerna som å sin sida har ett avkastningsintresse på investerat kapital. Enligt Jensen och Murphy (1990) är det viktigt att prestationer som bidrar till ett höjt aktieägarvärde ger en bra avkastning till ledningen. Samtidigt påpekas också att dåliga prestationer måste förläggas med sanktioner såsom sänkt lön och uppsägning.

Ett annat syfte med aktierelaterade incitamentsprogram är att förmå viktiga anställda att stanna kvar i bolaget i en allt hårdare konkurrens om kvalificerad personal (Jensen & Murphy 1990; Merchant & Van der Stede 2007, Arvidsson 2005), något som också var anledningen till att användningen av aktierelaterade former av ersättning under senare delen av 1990-talet drastiskt ökade i Europa (Lynch & Perry, 2002). Ytterligare fördelar med aktierelaterade incitamentsprogram har påvisats av Hambrick (1995). Exempelvis när chefers rörliga delar av lönen är baserade på deras avdelningars prestation, föreligger en risk att olika delar av företaget strävar mot olika mål istället för att företaget som en stor enhet arbetar mot samma mål. Motivet talar för ersättningar som ökar incitamenten att arbeta över gränser. Ett längre tidsperspektiv i incitamentsprogrammet borde således tala för detta ändamål. Ett företag tordes emellertid i längden inte prestera bra som en enhet om inte målsättningen för enskilda chefers ansvarsområden är välkorrelerade på en övergripande nivå.

Dearden (1972) tillhör dem som förespråkar resultatbaserade löner framför aktierelaterade. Dearden menar att problemet med att olika divisioner som stävar åt olika håll kan lösas med resultatbaserade löner som knuts till det totala resultatet. Andra kritiska åsikter mot aktierelaterade incitamentsprogram finns i CA Magazine artikeln "Rethinking executive compensation" om Roger Martin. I artikeln lyfts argument fram för att slopa rörliga löner knutna till aktiekursers utveckling till fördel för belöning baserad på rörelseresultatet. Martins argument mot aktierelaterad ersättning grundar sig främst i att aktieutvecklingen till stor del beror på spekulationer och förväntningar, snarare än hur situationen ser ut inom företaget. Martin hävdar att då exempelvis optioner prisas på marknadsmässig grund så måste företagsledningen överraska marknaden för att öka aktievärdet. Detta är något som företag

kan lyckas med, men det är svårt att konstant överträffa marknadens förväntningar (Côté, 2009).

Ytterligare än negativ aspekt med aktierelaterade incitamentsprogram är att det kan stimulera till ökat risktagande för att förmå aktiekursen att öka (Côté, 2009; Datta *et al* 2004, Tandan, 2008). Dessutom tappar optioner sin motiverande funktion när de är ”out of money”. Att optioner hamnar i detta läge beror inte alltid på att företaget presterat dåligt utan kan även bero på generella börsras samt konjunkturförändringar. I ett sådant läge är det svårt för företagsledningen att påverka aktiekursen och därmed sin egen ersättning även om företaget kanske ökar både resultat och omsättning. På så vis påstås resultatbaserade incitamentsprogram knutna till resultatmått vara mer fördelaktiga (Côté, 2009). Joe Stern (2006), ytterligare en kritiker mot aktierelaterad ersättning, skriver i sin artikel ”Fixed versus variable” att upp till 50 % av kursutvecklingen berodde på makroekonomiska och politiska faktorer vilka företagsledningar inte kunnat påverka, något som även Hodak (2005, s115) argumenterar för. Hodak menar att för att verkligen kunna mäta resultatet av aktierelaterade incitamentsprogram måste studier under mycket lång tid göras.

Mycket av dilemmat i att finna samband och belägg för att agentproblematiken minskas med hjälp av incitamentprogram ligger i svårigheten att mäta effekterna av programmen. Kostnader med incitamentsprogram är en enklare variabel att mäta men att se huruvida ledande befattningshavare fattar bättre beslut med incitamentsprogram är desto svårare (Dearden, 1972). En del undersökningar visar att incitamentsprogram verkligen ger en effekt på prestationen (Deckop, 1988; Lambert and Larcker, 1987; Masson, 1971; Murphy, 1986) samt att ledande befattningshavare fattar bättre beslut om man blir kompenserad för väl utfört arbete (Datta *et al* 2004). Andra undersökningar visar, trots de inom agentteorin argumenterade fördelarna med motivationsprogram, på en obefintlig korrelation mellan ersättningsformer och företags resultat (Carpenter & Sanders 2000; Gerde & Propst, 2010; Jensen & Murphy 1990, 1990a; Kerr & Bettis, 1987; Leonard, 1990; McGuire *et al* 1962; Murphy, 1985; NIS 2008; Redling, 1981). Ytterligare studier gjorda inom ämnet där motivationsprogram avslutats, påvisar att även om prestationen precis som teorin säger, efter borttagandet avtagit, har prestationen efterhand bevisat motsatsen och stigit till nivåer högre än vad som åstadkommits förut då incitamentsprogrammet fortfarande användes (Kohn, 1993). Vilket i så fall tyder på att motivationsprogram inte har någon form av effekt på människors motivation vad gäller deras prestation inom företaget. Trots det Kohn påvisat är

eliminering av införda incitamentsprogram inte lätt. Företag bör därför innan påbörjade program noga utvärdera de problem som kan uppkomma med incitamentsprogram innan man påbörjar dem (Dearden, 1972).

3.3.2. Maslows motivationsteori – Motivation and Personality

En mycket känd teori bakom individers motivation publicerades 1951 av Abraham Maslow. Utgångspunkten är att människor har fem grundläggande behov och att det inbördes råder en viss hierarki behoven emellan. Behov högre upp i hierarkin påverkar därför enligt Maslow inte beteendet förrän behov på lägre nivåer är tillfredsställda. De fem grundbehoven utgörs nerifrån av;

- *Fysiologiska behov* - hunger, sömn, törst.
- *Trygghetsbehov* – fysisk och känslomässig trygghet.
- *Sociala behov* – vänskap, samhörighet i sociala grupper.
- *Behov av status och prestige* – erkännande från andra individer ger självförtroende.
- *Behov av självförverkligande* – högs upp i behovshierarkin finns det självförverkligande behovet. Detta handlar om till vilken grad individen lyckats förverkliga sina möjligheter. Huruvida detta behov tar sig uttryck varierar dock mellan individer.

Maslow påpekar dock att det kan variera när nästa behov dyker upp och för vissa individer kan behov dominera trots att de ligger på en högre nivå på behovsskalan. Samtidigt menar Maslow att självförverkligande som antas vara det slutgiltiga målet inte uppnås av många personer (Jacobsen & Torsvik 2003).

En känd tolkning som grundar sig på Maslows behovshierarki har också gjorts av Fredrick Herzberg (1959). I tolkningen definierar Herzberg två faktorer; hygienfaktorer och motivationsfaktorer. Hygienfaktorerna klassificeras som faktorer som där missnöje reduceras men de skapar ingen tillfredsställelse eller motivation, vilket motivationsfaktorerna gör. Bland hygienfaktorerna nämns exempelvis lön, arbetspolitik och den fysiska miljön. Motivationsfaktorerna utgörs av ansvar, erkännande och utvecklingsmöjligheter, vilka skapar motivation men inte tar bort missnöje.

I en uppföljande artikel utvecklar Herzberg (1974) sin egen modell genom att bland annat fråga sig om hygienfaktorer fungerar som motivation för de anställda. Herzberg kommer fram till att på de arbetsplatser där motivationsfaktorer saknas kan motivation uppnås med hjälp av hygienfaktorer. Genom att erbjuda de anställda till exempel resultatbaserade incitament kan man få de att uppnå en högre prestation. Herzberg menar att motivationseffekten i att ge resultatbaserade incitament är kortvarig och att utbetalningarna måste fortgå för att fylla sitt syfte.

Undersökningar som styrker Maslow och Herzberg i samband med motivationsprogram är gjorda av Kohn (1993). I sin artikel "Why incentives plans can not work" argumenterar Kohn för den befintliga problematiken som finns med att ha monetära belöningar som motivation. I studien, gjord på anställda inom företag bekräftade Kohn att pengar inte alls var det som prioriterades mest. Undersökningen visade även på att då pengar var enda anledningen till att utföra en uppgift så tenderade människor att ogilla den mer. En annan undersökning utförd av Burnham och McClelland (2003) visade att chefer motiveras av annat än pengar. I sin undersökning gjord på 50 chefer motiverades mer än 70 % av cheferna främst av makt.

Ett exempel på företag som inte använder sig av monetära belöningar är det tyska företaget Black & Decker. Under CEO Nolan Archibalds ledning lät man alla chefer som inte uppnått sina mål sitta på höger sida av bordet under delårsmötena. Berörda chefer fick sen förklara varför de inte lyckats uppnå sina mål. Archibald menade att alla chefer hatade att sitta på fel sida bordet och att detta var en starkt motiverande faktor inom företaget. Därmed menade Archibald att monetära belöningar inte alltid motiverade anställda mest (Merchant och Van der Stede, 2007).

3.3.3. Förväntansteorin

Teorin bakom belöning är att människor sporras att prestera något extra för företaget. Enligt Victor Vrooms berömda Förväntansteori antas en hög prestation uppstå när en person ser att det är möjligt att uppnå något som han starkt har önskat sig (Vroom, 1964). Valens är den term som används för att beskriva styrkan i en persons värdesättning av ett visst resultat. En andra viktig parameter för att beskriva styrkan i motivationen är ett klart samband måste finnas mellan insats och det resultat som medför belöningen, denna faktor benämns förväntan. Exempelvis är det viktigt att individen känner att hon har tillräckliga resurser för att skapa

förväntan för det resultat som skall utlösa belöningen. I en formel för motivation beskrivs produkten motivation som funktion av valens och förväntan.

$$\text{Valens} \times \text{Förväntan} = \text{Motivation}$$

En del kritik har dock riktats mot förutsättningarna i förväntansteorin, exempelvis är det svårt att förklara exakt vad som avgör en persons valens. I jämviktsteorin eller rättviseteorin beskrivs innebörden av valens med utgångspunkt att organisationer är sociala system där alla arbetar tillsammans. Denna teori hävdar att det är mindre viktigt vad belöning består av. Istället läggs stor vikt vid att det som betyder något för en individ är att den egna insatsen och belöningen motsvarar det som andra personer inom organisationen presterar och blir belönade för. Jämvikt råder först när individen anser att förhållandet mellan den egna insatsen och utbytet motsvarar förhållandet mellan andras insats utbyte i form av belöning. Anser däremot en individ att andra individer får relativt sett mer i belöning i förhållande till insats verkar det istället till lägre motivation. Teorin handlar således i grunden om att människor vill bli behandlade lika och att upplevd olikhet missgynnar organisationen (Jacobsen & Thorsvik 2003). Studier visar även att företags resultat blev bättre ju högre den högsta ledningens lön korrigerade med VD (Carpenter och Sanders, 2000). Dock kan resonemanget vändas på och diskuteras utifrån "tournament teorin". I artikeln "Promotion Incentives and Corporate Performance: Is there a Bright side to "Overpaying" the CEO", argumenterar författarna för fördelarna med att ha en betydligt högre lön till VD:n. Då VD:n har högre lön än andra ledande befattningshavare skapas incitamentet att prestera bra för att kunna bli befördrad till en högre post med högre lön. Studien visade på att sådana incitament, mätt som skillnad i lön mellan ledande befattningshavare, hade positiv effekt på företagets prestation. Man fann även mer belägg för teorin då VD:n inom kort skulle pensioneras, samt mindre då VD:n var nytillsatt (Kale *et al*, 2010). Även utebliven bonus har i undersökningar visat sig ha en negativ effekt, på samma sätt som en bestraffning har (Herzberg, 1959). På samma sätt kan det för ledande befattningshavare vara omotiverande då de inser att den resultatbaserade lönen kommer utebli, alternativt att man redan nått maxgränsen för programmet (Dearden, 1972). För att förstå hur en individ motiveras krävs således en förståelse på individbasis om vad som är viktigt för personen i fråga, samt hur det dennes motivation till att utföra ett arbete (Jonsson 1992).

3.3.4. Institutionell teori

Den institutionella teorin utgår från specifika formella regelverk och informella normer, som med individer och organisationer som aktörer ligger till grund för samhällets sätt att fungera och den ständiga utvecklingsprocess som pågår. Syftet med institutionell teori är just att förklara hur kombinationer av normer, regler och sanktionsmekanismer påverkar en viss institutions uppträdande i samhället, samt inom vilka gränser och hur detta uppträdande kan styras med olika mekanismer. Varje givet samhälle kan uppfattas som en institutionell matris, bestående av vedertagna regler och normer. Denna matris avgränsar sen det spel som ständigt pågår mellan olika aktörer på marknaden inom matrisen (Hedlund, 2007). DiMaggio och Powell (1983, 1991) beskriver en framställning inom ramen för institutionell teori som benämns institutionell isomorfism. Istället för att som en del tidigare forskare undersöka variationen mellan organisationer som institutioner görs försöket att förklara homogeniteten dem emellan. Utgångspunkten är att i initialläget av livscykeln för ett organisatoriskt fält, exempelvis inom en bransch råder det variation. Senare i cykeln, när exempelvis en bransch stabiliserats har dock variationen övergått till homogenitet aktörerna emellan. Förklaringen till detta benämns som Isomorfism. Isomorfismen beskriver den process som tvingar aktörer inom en population, säg en bransch, att till följd av rådande institutionella krav efterlikna andra aktörer som styrs av samma omgivande begränsningar. DiMaggio och Powell beskriver även hur drivkrafterna bakom isomorfismen utgörs av tre faktorer: tvång, mimetik (imiterande) samt normer och regler. Med den *tvingande dimensionen* avses det tryck, både formellt och informellt, som andra organisationer ständigt utövar över den egna organisationen. Det kan exempelvis handla om nya lagar eller kontroller av miljö, giftutsläpp etcetera. Den *mimetiska dimensionen* utgår ifrån den osäkerhet som alla organisationer konfronteras med på marknaden. Om miljön, teknologin, eller målen som eftersträvas skapar osäkerhet, tenderar organisationer att hantera situationen genom att modellera sig efter andra organisationer. Mimetiken sprids också lätt mellan organisationer, anställda byter arbetsgivare och samma konsultfirmor konsulterar många klienter vilket spär på ett imiterande mönster organisationer emellan. Den sista av de tre faktorerna är den *normativa dimensionen* vilken primärt härstammar från professionaliseringen av medarbetare. Här exemplifieras bland annat universitetens roll som träningsinstitut för professionella medarbetare. Inom universitetsvärlden skapas många av de normer som sen sprids i organisationer i näringslivet. De åsikter som lärts ut på universitet sprids sen rakt in i åtskilliga organisationer då professionella anställda ofta har motsvarande position och tjänster fast i olika organisationer (DiMaggio & Powell, 1983). Forskare som styrker teorin menar att det är fundamentalt för

företagens överlevnad att anpassa sig efter de normer och regler som samhället ställt upp (Meyer & Rowan, 1977; Scott, 1995).

I artikeln ” Letting go of the Norm: How Executive Compensation Can Do Better Than “Best Practices” beskriver Hodak (2005) trender inom incitamentsprogram i företag som leder till snarlika ersättningssystem. Istället för att företag vill skapa ett unikt system menar Hodak att företagen snarare försöker åstadkomma snarlika ersättningssystem för att visa att man inte är sämre än någon annan. Även Jensen och Murphy (1990) styrker även detta då de menar att man kan se trender över tid i hur företag ersätter sina anställda.

En ytterligare tolkning av likheter mellan företag är gjord av Patton (1972). Patton menar att vissa ersättningssystem fungerar bättre i vissa branscher och sämre i andra. Exempelvis skulle resultatbaserade incitamentsprogram vara fördelaktigt i branscher där kortsiktiga beslut syns snabbt i resultatet. Även om Patton undersökning visar att resultatbaserade incitamentsprogram skulle vara mindre fördelaktiga i vissa branscher så används de ändå i dessa branscher. Patton hävdar att fenomenet beror på mimik, det vill säga att konkurrenter härmar det marknadsledande företaget, inför detta företag incitamentsprogram, så gör konkurrenterna också det.

4 Kvantitativ empirisk undersökning

Detta kapitel består av två delar. Den första delen innehåller en kvantitativ undersökning som kartlägger samt undersöker effekterna av incitamentsprogram till ledande befattningshavare i Small Cap bolagen. I den andra delen återfinns en sammanfattning och en kort presentation av svaren på de frågor som ställts till fallföretaget Aspiro.

4.1. Kvantitativ studie

För att kartlägga hur användningen av incitamentsprogram ser ut i svenska Small Cap bolag samt dess inverkan på aktievärde samt rörelseresultat följer nu en kvantitativ studie. Resultatet från studien kommer ligga till grund för analysen, och åskådliggöra för läsaren hur verkligheten i svenska Small Cap bolag ser ut. Kartläggningen kommer att redogöras i kapitel 4.1.1. där studien grupperar samtliga 88 företag i fem kvoter för att ge läsaren en förståelse för de skillnader och likheter som finns företag emellan. Vidare kommer ett z-test samt ett Mann-Whitney test att utföras. Hypotestesterna utförs för att undersöka huruvida ett statistiskt säkerställt samband mellan incitamentprogram och prestation kan utläsas. I avsnitt 4.1.4. studeras tio företags utveckling i rörelseresultat. Dessa företag studeras särskilt då de under perioden 2004 till och med 2009 infört resultatbaserade incitamentsprogram till ledande befattningshavare. Detta avsnitt syftar till att undersöka om det finns en klar ökning i rörelseresultat då man inför denna ersättningsform. Förändringen kommer åskådliggöras i diagram för att läsaren lättare ska få en bild av förändringen.

4.1.1. Kartläggning av incitamentsprogram

I detta avsnitt undersökts Small Cap bolagens skilda användning av incitamentsprogram till sina ledande befattningshavare. Enligt den framtagna processen för undersökningen finns totalt fem olika kvoter som företagen kan hamna inom. Motiveringen till att dessa fem kvoter valts är de känns mest relevanta för studiens frågeställning och syftet att kartlägga användningen av incitamentsprogram.

Kvoterna är följande;

1. företag med endast aktierelaterade incitamentsprogram
2. företag med endast resultatbaserade incitamentsprogram
3. företag som använder sig av både aktierelaterade- och resultatbaserade incitamentsprogram
4. företag utan någon form av incitamentsprogram
5. företag som har förändrat sin användning av incitamentsprogram under observationsperioden.

Att på något vis ha förändrat användningen av program betecknas de företag som i något avseende har förändrat sina incitamentsprogram under perioden. Exempel på sådana företag är de företag som haft resultatbaserade incitamentsprogram under hela undersökningsperioden men som förändrat sin användning av aktierelaterade program. De företagen kommer att analyseras ytterligare i ett andra steg i undersökningsprocessen. I tabell 4.1. nedan åskådliggörs den första uppdelningen av bolagen i de fem kvoterna. Här syns det tydligt att två kategorier dominerar i form av kvot två och tre, vilket åskådliggörs tydligare i den procentuella uppdelningen vilket åskådliggörs i diagram 4.1.

Kvot 1-5	Antal
1. Företag med endast aktierelaterade program	1
2. Företag med endast resultatbaserade program	17
3. Aktierelaterade samt resultatbaserade program	31
4. Företag helt utan incitamentsprogram	1
5. Företag som ändrat användningen	38
Totalt:	88

Tabell 4.1. Fördelning av incitamentsprogram (Egen bearbetning)

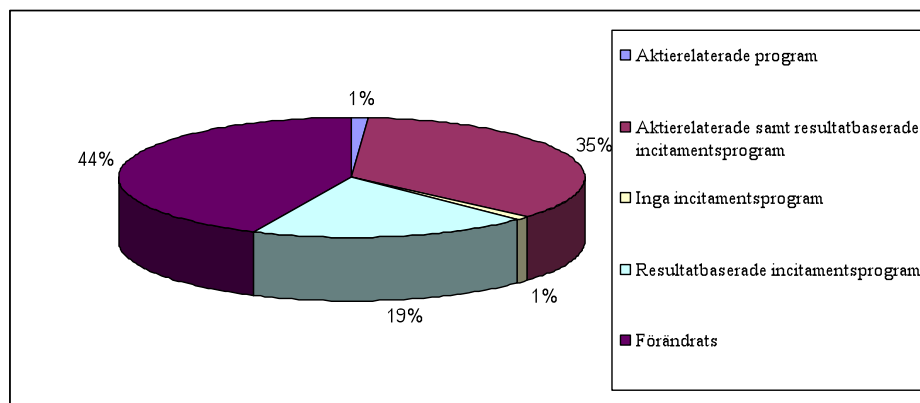


Diagram 4.1. Procentuell fördelning av incitamentsprogram (Egen bearbetning)

4.1.2. Hypotesprovning av Optionsprogram

För att kartlägga effekterna för företagen som har incitamentsprogram knutna till respektive aktiekurs görs ytterligare en jämförelse mellan dessa företag samt de utan aktierelaterade incitamentsprogram. På så vis kommer studien att visa om det skulle vara mer fördelaktigt att använda sig av aktierelaterade incitamentsprogram till ledande befattningshavare. Jämförelsen har gjorts genom att samtliga företag punktoobserverats årligen från 2004 till och med 2009, vilket resulterat i 528 punktoobservationer. För att särskilja de år där aktierelaterade incitamentsprogram används kommer samtliga punktoobservation att koda med JA eller NEJ på frågan om de har aktierelaterade incitamentsprogram till ledande befattningshavare. När ett statistiskt material endast kan anta två värden (JA, NEJ) sägs variablerna vara dikotom (Körner och Wahlgren, 2002). Företagen från kvot ett samt tre enligt kartläggning i tabell 4.1. kommer således tilldelas ett JA på samtliga års punktoobservationer. Företagen från kvot två samt fyra kommer att tilldelas ett NEJ hela perioden. Företagen från kvot fem som förändrat sin användning av aktierelaterade incitamentsprogram kommer att delas upp. De punktoobservationer där företaget använt sig av aktierelaterade incitamentsprogram kommer koda med ett JA, medans de år företagen inte använt sig av aktierelaterade program koda med ett NEJ². Resultatet av uppdelningen resulterade i att 48,5 % av punktoobservationerna tilldelades ett JA, vilket innebär att i 48,5 % av observationerna använder sig företagen på Small Cap av aktierelaterade incitamentsprogram.

För att kunna undersöka förändringen av aktievärdet för respektive observation har samtliga företags årliga förändring i aktiekursen beräknats. Aktiekursnoteringarna har utlästs från OMX Nasdaqs historiska kurser på respektive års sista notering. Kurserna har även justerats för split och andra upp och nedskrivningar för att kunna vara jämförbara. Justerade siffror finns i bilaga 6.1. Genom att beräkna varje företags årliga procentuella ökning respektive minskning i aktievärde, går det att räkna ut hur respektive företag i genomsnitt förändrat sitt aktievärde per år. Vid en sammanläggning av samtliga företags genomsnittliga årliga förändring dividerat med antal observationer erhålls det aritmetiska medelvärdet, även kallat medelvärdet (Körner och Wahlgren, 2002). Medelvärdet för årlig genomsnittlig aktiekursutveckling för samtliga 88 företag som ingår i studien är 24,91 % (OMX Nasdaq nordiq – historiska kurser). Detta medelvärde anger hur mycket samtliga 88 i studien

² Observera att de företag som ingår i kvot fem, som endast förändrat sin användning av resultatbaserad ersättning och haft aktierelaterat incitamentsprogram under hela perioden 2004 till och med 2009 kommer koda med ett JA under samtliga punktskattningar.

undersökta företag har ökat sitt respektive aktievärde i genomsnitt under de sex åren. På samma sätt kan medelvärdet för företag med aktierelaterade incitamentsprogram samt medelvärdet för företagen utan aktierelaterade incitamentsprogram räknas ut vilka åskådliggörs i tabell 4.2. nedan.

Urval	Medelvärde av årligt ökat aktievärde.
Samtliga företag.	24,91%
Företag med aktierelaterade program.	29,43%
Företag utan aktierelaterade motivationsprogram.	20,64%

Tabell 4.2. Årlig procentuell ökning i Aktievärde - Medelvärde (Egen bearbetning)

När materialet innehåller extremvärden, det vill säga värden som mycket kraftigt avviker från de värden som gäller för flertalet observationer kan det vara bättre att beskriva materialet med medianen istället för medelvärdet. Då observationer i ett statistiskt material är placerade i storleksordning, är mittobservationen materialets median (Körner och Wahlgen, 2002). Medianen åskådliggörs i tabell 4.3.

Urval	Median av årligt ökat aktievärde.
Samtliga företag.	13,60%
Företag med aktierelaterade program.	15,22%
Företag utan aktierelaterade motivationsprogram.	12,97%

Tabell 4.3. Procentuell årlig förändring i Aktievärde – Median (Egen bearbetning)

Hypotesprövning

Då resultatet i tabell 4.2. påvisar en skillnad i aktiekursutveckling för företag med aktierelaterade program, jämfört med de utan bör materialet testas för att undersöka huruvida resultatet är statistiskt säkerställt eller inte. Detta görs exempelvis genom hypotesprövning. Statistisk hypotesprövning innebär att trovärdigheten i hypoteserna testas, det vill säga att de antaganden som görs om ett visst statistiskt material prövas. Vid all hypotesprövning testas ett antagande vilket formuleras till en nollhypotes (H_0). Motargumentet till detta antagande kallas mothypotes (H_1). Prövningen av nollhypotesen (H_0) skall antingen leda till att acceptans av

nollhypotesen alternativt att den förkastas. Gränsen för när nollhypotesen skall förkastas benämns signifikansnivå. Ofta brukar signifikansnivån vara fem procent, vilket även är värdet som använts i denna hypotesprövning. Vid klassisk hypotesprövning bestäms alltid värdet på signifikansnivån innan urvalet utförs (Körner och Wahlgren, 2000).

Då hypotesprövningen ämnar undersöka om företag med aktierelaterade incitamentsprogram (punktskattningarna som tilldelats ett JA) i högre utsträckning presterar bättre mätt i aktiekursutveckling än företag utan aktierelaterade incitamentsprogram, formuleras studiens hypoteser enligt följande:

H_0 : Det finns ingen skillnad i prestation (uttryckt i aktiekursutveckling per år) för företag med aktierelaterade incitamentsprogram till ledande befattningshavare jämfört med företag utan.

$$H_0 : x_1 - x_2 = 0$$

H_1 : Företag med aktierelaterade incitamentsprogram till ledande befattningshavare kommer i genomsnitt prestera bättre (mätt i aktiekursutveckling per år) jämfört med företagen utan.

$$H_1 : x_1 - x_2 > 0$$

Mothypotesen kommer därför att vara ensidig. När stickproven är oberoende och tillräckligt stora (>30) kan testfunktionen användas enligt formel 4.1. nedan:

Formel 4.1

$$Z = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - d_0}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}} \quad (\text{Körner \& Wahlgren 2000, s. 208})$$

\bar{X} = medelvärdet s = standardavvikelse, n = antal observationer,
 d_0 = differensen mellan populationsmedelvärdena enligt nollhypotesen

Standardavvikelseberäkningen görs i sin tur enligt följande:

Formel 4.2

$$s = \sqrt{\frac{\sum (x - \bar{x})^2}{n - 1}} \quad (\text{Körner \& Walgren 2002, s.100})$$

Standardavvikelsen s för n observationer x_1, x_2, \dots, x_n

Standardavvikelsen beskriver hur mycket respektive punktoobservation i genomsnitt varierar från medelvärdet. Anledningen till att medelvärdet används vid hypotesprövning, och således när standardavvikelsen räknas ut är att kvadratsumman antar sitt minsta värde när variationen kring medelvärdet studeras. Väljs ett annat värde blir kvadratsumma alltid större. Standardavvikelsen är inte bara ett beskrivande mått utan används även i statistiskt slutledning, exempelvis som i detta fall då studien ämnar att med hjälp av stickprovsundersökningar dra generella slutsatser (Körner och Wahlgren 2002). För punktoobservationerna med aktierelaterade program är standardavvikelse 51,88 %, och för företagen utan aktierelaterade program blev standardavvikelsen 40,71 %. En stor standardavvikelse tyder på stora skillnader i det statistiska materialet som undersöks. Det vill säga medelvärdet i de olika företagens årliga förändring skiljer sig mycket kring det gemensamma medelvärdet.

Statistiker har härlett olika sannolikhetsmodeller för att kunna förklara och beskriva variationen vid olika typer av undersökningar. Den viktigaste och mest kända är normalfördelningen, vilken även används i denna studie. Hypotesprövningen har utförts enligt följande:

Uträkning 4.1.

$$H_0 : x_1 - x_2 = 0$$

$$H_1 : x_1 - x_2 > 0$$

$$\text{Dvs. } Z = \frac{(29,34 - 20,64) - 0}{\sqrt{\left(\frac{51,88^2}{54} + \frac{40,71^2}{56}\right)}} \rightarrow Z = 0,97612$$

Z-värdet som uträknats i uträkning 4.1. jämförs med tabell för z-värden vilket ger ett procenttal på 16,60 %. Detta procenttal innebär att nollhypotesen inte kan förkastas på fem procents signifikansnivå (Körner, 2000). Observera dock att resultatet att inte kunna förkasta nollhypotesen inte innebär att nollhypotesen är sann, utan bara att det inte går att påvisa att den är falsk. Detta innebär med andra ord att materialet ovan (att medelvärdet för företag med aktierelaterade incitamentsprogram är högre än för företag utan programmen) inte statistiskt kan säkerställas (Körner och Wahlgren, 2000).

4.1.3. Mann-Whitneys test

En annan typ av hypotesprövning kan göras med ett Mann-Whitneys test. Motivet till att göra ytterligare ett test på hypoteserna är att Mann-Whitneys test inte behöver använda sig av normalfördelade stickprov. I ett Man-Whitney test räcker det att observationerna går att rangordna i storlek. På så vis avgör testet om det finns några signifikanta skillnader mellan populationernas median. Hypoteserna definieras på samma sätt som i ovan utförda test. Nollhypotesen innebär att det inte finns några skillnader mellan de båda populationerna. Mothypotesen formuleras således att det finns en signifikant skillnad. Utförandet av Mann-Whitneys test har utförts genom SPSS och resultaten åskådliggörs i Tabell 4.4.

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Företag utan aktierelaterade program	56	54,57	3056,00
Företag med aktierelaterade program	54	56,46	3049,00
Total	110		

Tabell 4.4. (från SPSS egen bearbetning)

Tabell 4.4. visar antalet observationer. Att det blir 110 observationer istället för 88 beror på det faktum att vissa företag som förändrat sin användning har hamnat i båda kvoterna³. Diagrammet ovan visar att summan av samtliga tal i vardera kvot är 3056 respektive 3049, samt att mean rank är 54,57 samt 56,46. Mean rank är median-rangtalet, det vill säga att

³ Se ytterliggare förklaring till hur företagen är grupperade i avsnitt 4.1.1.

samtliga 110 tal rangordnas och tilldelas nummer 1-110 beroende på hur stora de är. SPSS räknar sedan ut Mean Rank vilket alltså är medianen av dessa rangordningstal för respektive population.

SPSS räknar även ut teststatistikan. Z-värdet är -0,311 vilket ligger närmare 0 än värdet i z-testet ovan (0,97612). Att talet är ännu närmare noll innebär att nollhypotesen även i detta fall inte kan förkastas (Körner och Wahlgren 2000).

4.1.4. Resultatbaserad lön

För att utreda ifall resultatbaserade incitamentsprogram är att föredra har ytterligare en kvotering av företagen gjorts. Denna andra indelning görs för att kunna jämföra resultaten för företag med resultatbaserade incitamentsprogram till ledande befattningshavare och de utan. Studien har därför grupperat de 88 företagen i två nya kvoter, företag med resultatbaserade program samt de utan. I denna indelning har ingen hänsyn till om företagen har aktierelaterade incitamentsprogram tagits. Motiveringen till indelningen är att kartlägga hur utbredd användningen av resultatbaserade incitamentsprogram är till ledande befattningshavare. Vidare anses en detaljerad kvotering redan vara utförd i tabell 4.1. Även i denna del har undersökningen innefattat punktskattningar av samtliga år för respektive företag. Studien innehåller således 527 punktskattningar⁴.

Precis som i ovan utförda undersökning av aktierelaterade incitamentsprogram har varje punktskattning tilldelats ett JA (företaget har under punktobservationerna resultatbaserade incitamentsprogram till ledande befattningshavare) respektive ett NEJ (företaget har inte under punktobservationerna resultatbaserade program till ledande befattningshavare). De företag som har förändrat sin användning av resultatbaserade incitamentsprogram under undersökningperioden har i likhet med ovan blivit uppdelade och kommer under vissa punktobservationerna få ett JA samt under andra få ett NEJ.

Av samtliga 527 punktobservationer noterades 50 observationer där resultatbaserade incitamentsprogram inte användes, vilket illustreras av 9,5 % i diagram 4.2. För att förtydliga den lilla del av punktobservationerna som inte har någon form av resultatbaserade

⁴ En punktskattning för Svolder har dock ej kunnat göras då bolaget 2010-05-31 inte presenterat sitt rörelseresultat för perioden 2009/2010. Undersökningen omfattar följaktligen inte 528 utan 527 punktobservationer.

incitamentsprogram har de 50 punktoobservationerna delats upp ytterligare, där trots den tidigare grova indelningen ändå en hänsyn till aktierelaterade program tagits. Denna ytterligare indelning görs för fånga de punktoobservationer som varit helt utan incitamentsprogram i kartläggningen. Av dessa 50 observationer (9,5 %) har 24 ingen form av incitamentsprogram under punktoobservationerna. Dessa 24 punktoobservationerna motsvarar 4,56 % av det totala antalet punktoobservationer och illustreras i gul färg i diagram 4.2. av den lilla cirkeln. De övriga 26 punktoobservationer som inte använder sig av resultatbaserade incitamentsprogram, använder således under dessa perioder aktierelaterade incitamentsprogram och motsvarar 4,94 % av det totala antalet punktoobservationer. Det vill säga att företagen använder någon form av incitamentsprogram i 95,44 % av observationstillfällena. De 9,5 % som inte haft resultatbaserad lön under undersökningsperioden, och som illustreras i diagram 4.2. anses vara för ett för litet material för att göra någon form av rättvisande jämförelse mellan resultaten för kvoterna (Carbonnier, 2010).

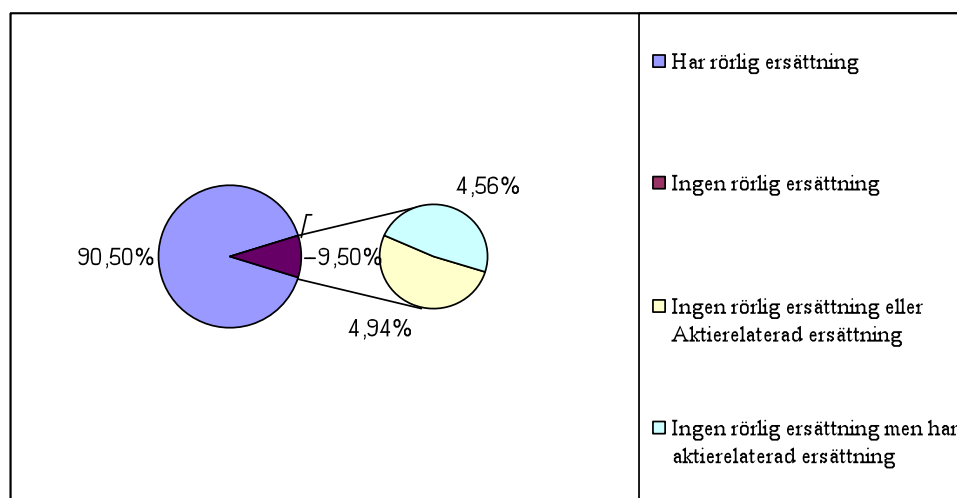


Diagram 4.2. Procentuell fördelning av företag med rörlig ersättning (Egen bearbetning).

Företag som infört resultatbaserad lön under undersökningsperioden

För att ändå kunna undersöka materialet utifrån uppställt syfte anses det nödvändigt att göra en undersökning av företagen som under perioden infört resultatbaserade incitamentsprogram. Syftet med denna del av undersökningen är att se om respektive företag har ökat sitt rörelseresultat efter införandet av resultatbaserade incitamentsprogram. Dock skall det observeras att detta endast är punktoobservationer och att materialet inte är statistiskt

säkerhetställt.⁵ Av förstudiens 88 företag har tio företag förändrat sin användning av resultatbaserade incitamentsprogram (*Acap Invest, Doro, Havsfrun, HL Display, Kabe, Midway, Novestra, Phonera, Probi samt Svedbergs*), vilka kommer att undersökas i denna del. Några andra företag undersökts inte här. Studien avgränsas även i bemärkelsen att ingen hänsyn tas till om företagen använt sig av aktierelaterade ersättningar eller inte, då detta inte är relevant för denna del av undersökningen. *Novestra* samt *Svedbergs* har infört en resultatbaserade incitamentsprogram år 2006. För att enklare illustrera de två företagens förändring i rörelseresultat har rörelseresultatet för respektive år plottats in i diagram 4.3. Diagrammet visar tydligt att varken *Novestra* eller *Svedbergs* ökat sitt rörelseresultat efter införandet.

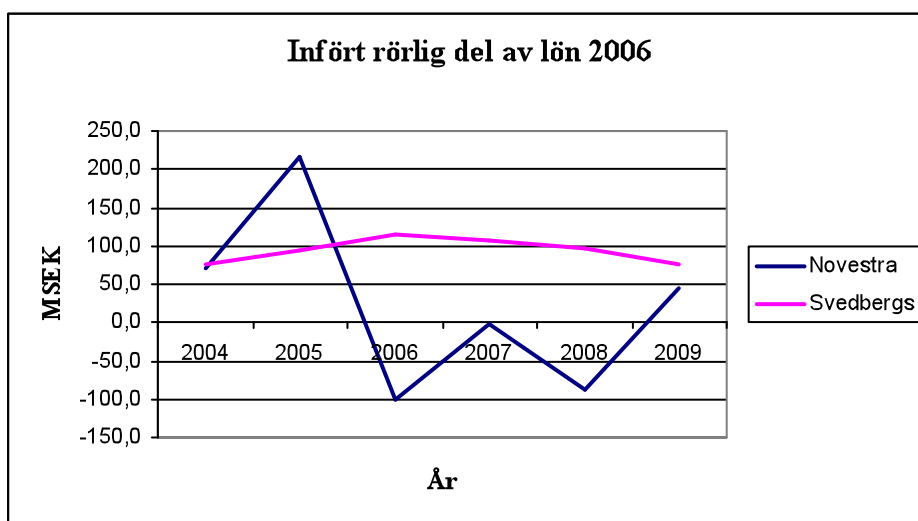


Diagram 4.3. Nominell förändring av rörelseresultat – infört resultatbaserade incitamentsprogram 2006.
(Egen bearbetning)

Acap, *Havsfrun*, *HL Display* samt *Probi* har i sin tur infört resultatbaserade incitamentsprogram år 2007. Deras förändring i rörelseresultat visas i diagram 4.4. Diagrammet visar på en minskning i rörelseresultat för *Acap Invest*, *Havsfrun* samt *HL Display*. *Probi* är det enda av de fyra företagen som ökat sitt rörelseresultat efter införandet av resultatbaserad lön.

⁵ Att uppmärksamma är även att materialet inte har tagit hänsyn till vilket resultatmått som den resultatbaserade delen är knuten.

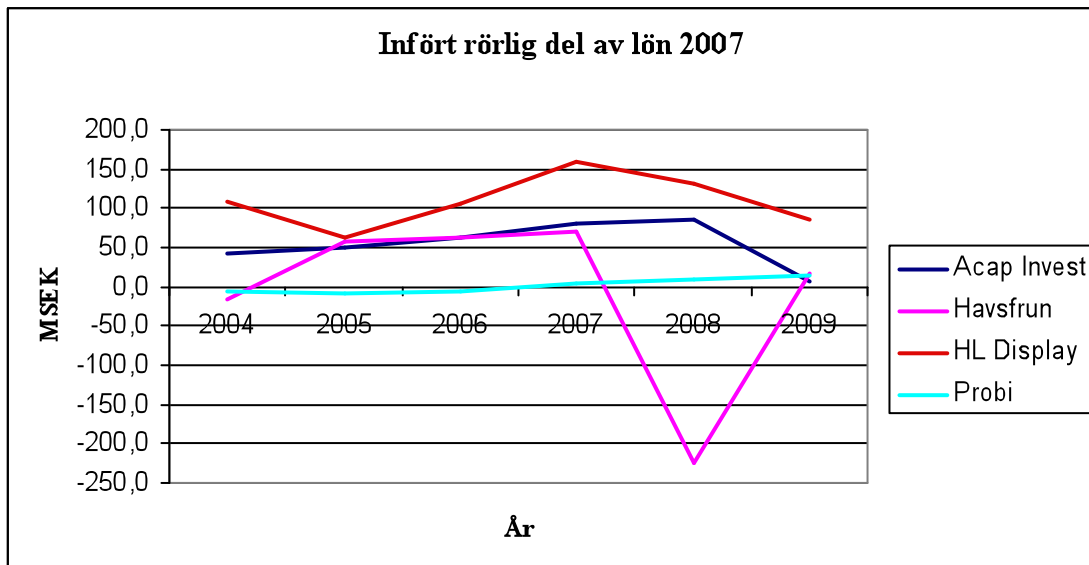


Diagram 4.4. Nominell förändring av rörelseresultat – infört rörligt 2007. (Egen bearbetning)

De resterande fyra företagen: Doro, Kabe, Midway samt Phonera införde resultatbaserade program år 2008. Deras förändring i rörelseresultat visas i diagram 4.5. Diagrammet visar att Kabe, Midway samt Phonera har minskat sitt rörelseresultat efter införandet medens Doro har ökat sitt.

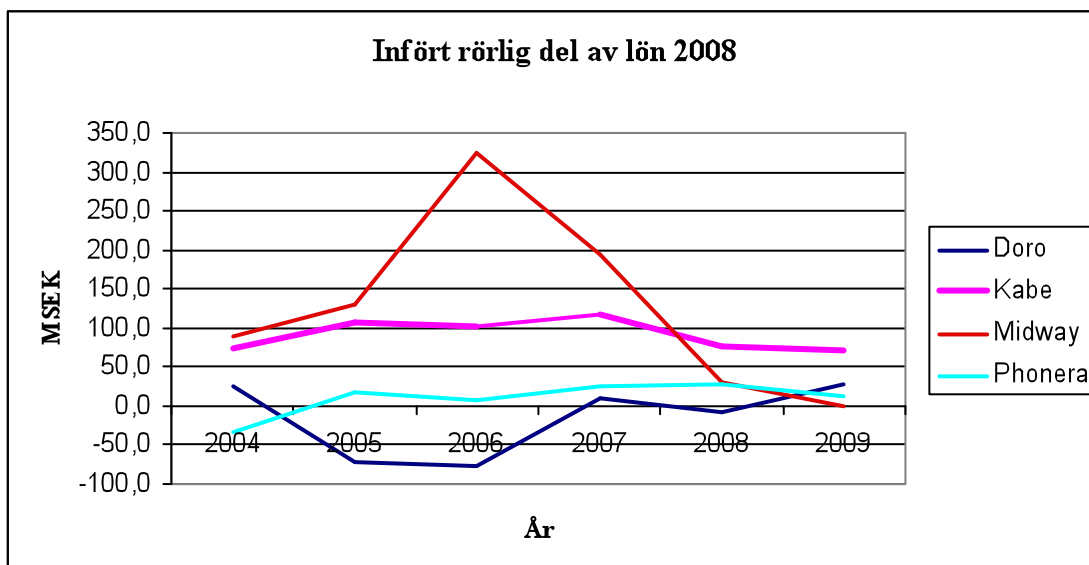


Diagram 4.5. Nominell förändring av rörelseresultat – infört rörligt 2008. (Egen bearbetning)

4.1.5. Sammanställning

Den empiriska kvantitativa delen visar att 19 % av företagen som ingick i studien använder sig av resultatbaserade incitamentsprogram, 35 % använder sig av resultatbaserade samt aktierelaterade incitamentsprogram, 1 % använder endast aktierelaterade program, 44 % av företagen har under perioden förändrat sin användning av incitamentsprogram och den sista procenten av företagen använder sig inte av någon form av incitamentsprogram.

Vidare visar kartläggningen att företag vid 48,5 % av observationstillfällena använder sig av aktierelaterade incitamentsprogram. Motsvarande siffra för resultatbaserade program är 90,5 %. Företagen använder sig vid 95,44 % av observationerna av någon form av incitamentsprogram. I en närmare studie av de företag som förändrat sin användning av rörlig ersättning, kunde inga tydliga ökningars visas av de tio företagens rörelseresultat.

Medelförändringen samt medianen i årligt aktievärde är enligt beräkningar 29,34 % respektive 15,22 % för de företag som under perioden, eller delar av perioden, använt sig av aktierelaterade optionsprogram. För de företagen som inte använt sig av optionsprogram under hela, eller delar av undersökningsperioden, blev medelförändringen samt medianen per år 20,64 % respektive 12,97 %. Att förändringen var större för företagen med aktierelaterade program kunde dock inte statistiskt säkerställas, och en signifikant skillnad företagen emellan kunde ej påvisas, varken med ett Z-test eller med ett Mann-Whitney test.

Vad gäller de tio företag som infört resultatbaserade incitamentsprogram under undersökningsperioden, kan inga slutsatser dras. Resultatet som kan observeras i diagram 4.3. – 4.5. är att inga anmärkningsvärda ökningars av rörelseresultat kan utläsas. Dock är diagrammen inte statistiskt säkerställda och representerar inte hela populationen.

4.2. Fallstudie av Aspiro

Denna kompletterande empiriska studie utförs i syfte att få en bild av incitamentsprogram från någon som arbetar i ett företag som använder sig av incitamentsprogram. Då Aspiro visade sig ha både resultatbaserad samt aktierelaterade incitamentsprogram ansågs det vara ett företag som kunde ge studien intressanta aspekter och är således det företag som kommer undersökas. Syftet med den semistrukturerade intervjun med Aspiro är således att få en verklig bild av varför Aspiro har valt de incitamentsprogram de har.

4.2.1. Bakgrundsfakta

Aspiro som grundats 1998 är ett företag verksamma inom sektorn för mobil underhållning. Aspiro har idag en unik position som världsledande inom området för kompletta streamingtjänster till TV och musik. 2009 uppgick omsättningen till 441 MSEK och företaget har cirka 150 anställda i totalt sju länder. Aspiros aktiekurs samt rörelseresultat under observationsperioden åskådliggörs i diagram 4.6. respektive 4.7.

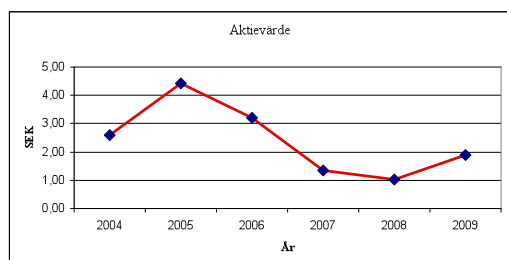


Diagram 4.6. Aktiekursutveckling Aspiro (Egen bearbetning)

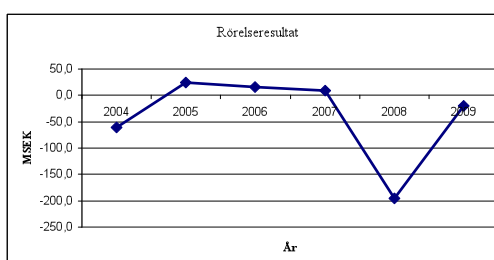


Diagram 4.7. Rörelseresultat Aspiro (Egen bearbetning)⁶

Aspiro har under hela observationsperioden använt sig av aktierelaterade samt resultatbaserade incitamentsprogram till VD, ledningsgrupp och nyckelpersoner (Aspiro Årsredovisningar 2004-2009). Syftet med de aktierelaterade incitamentsprogrammen utläses i bolagsstyrningsrapporten;

⁶ Under fjärde kvartalet 2008 gjordes goodwill nedskrivningar på 202,4 miljoner därav det negativa rörelseresultatet (Aspiro årsredovisning 2004-2009).

”Syftet med personaloptionerna är att bereda ledande befattningshavare i bolaget och nyckelpersoner ett incitament varigenom de erbjuds möjlighet att ta del av en värdetillväxt i bolagets aktie. Detta förväntas leda till att intresset för bolagets utveckling, liksom bolagets aktiekursutveckling, förstärks och att fortsatt företagslojalitet under kommande åren stimuleras. Optionsprogrammet förväntas även bidra till att Aspiro-koncernen ska kunna rekrytera och behålla kompetenta medarbetare.” (Aspiro – Optionsprogram)

Jörgen Carlsson arbetar som svensk ekonomichef på Aspiro och har god insikt i hur styrelsen resonerat kring valen av incitamentsprogram. Carlsson tar även själv del av de aktierelaterade incitamentsprogrammen.

4.2.2. Intervju med Jörgen Carlsson

Intervjun är semistrukturerad, och har således låtit Carlsson själv diskutera runt de ämnen som intervju ledarna fört in honom på. Därav har inga konkreta fakta lagts fram som exemplifierar teorier eller andra företags användning av incitamentsprogram. Syftet är att Carlsson själv skall resonera kring incitamentsprogram utan att bli påverkad av författarnas åsikter eller teorier.

Anledningen till Aspiros val av både resultatbaserade samt aktierelaterade incitamentsprogram ligger i det faktum att de vill att fler personer i företaget skall kunna ta del av de aktierelaterade programmen. Då de resultatbaserade incitamentsprogrammen riktar sig mot de ledande befattningsmännen medan de aktierelaterade programmen innefattar en större grupp av medarbetare i företaget, hoppas Aspiro på att skapa större incitament inom företaget utan att det kostar för mycket pengar. De aktierelaterade incitamentsprogrammen utgörs av personaloptioner⁷. Att Carlsson menar att de aktierelaterade incitamentsprogrammen är kostnadsfria beror på det faktum att personaloptionerna aldrig varit ”in the money”, samt att de inte medför en direkt utbetalning från företagets sida vid utställandet av optionen. Grunden till valet av de resultatbaserade incitamentsprogrammen ligger i det faktum att personerna som innefattas förväntar sig detta. Resonemanget kring de resultatbaserade programmen intresserar författarna varpå Carlsson förklarar ytterligare. Carlsson menar att istället för att höja den fasta delen av lönen, görs både och. Således får de ledande befattningshavarna ut

⁷ ”En personaloption innebär en rättighet att vid särskilda förutsättningar vid en senare tidpunkt förvärva en aktie till ett förutbestämt pris. Ett villkor som ofta kopplas till personaloptioner är att den anställde måste stanna kvar i företaget under den så kallade vestingperioden” (PWC 2009).

både en hög fast lön samtidigt som de har kvar den resultatbaserade delen för att inte mista incitamentet att arbeta hårdare för att uppnå ett högre resultat. Grunden till användningen är även att den resultatbaserade delen är något som ledande befattningshavare förväntar sig. För att kunna attrahera de bästa företagsledarna menar Carlsson att ett belöningsystem som Aspiros bedöms fundamentalt för företag verksamma på denna nivå, även om Carlsson diskuterar effekterna av incitamentsprogram. *”Det är svårt att säga om programmen ger något över huvud taget. Dock är det mycket svårt att ta tillbaka något som man börjat med, skulle vi sluta med incitamentsprogram tror jag att vi skulle förlora många viktiga medarbetare”*. Carlsson diskuterar även att chefer på denna nivå inte behöver incitamentsprogram, känner personen ingen samhörighet med företaget de arbetar för, och inte gör sitt yttersta skulle de aldrig komma så långt i karriären i vilket fall. Dock finns det fördelar med långsiktiga incitamentsprogram, till exempel det faktum att företaget till viss del knyter nyckelpersoner till att stanna inom företaget menar Carlsson. Intressant är att det är personer som själva tar del av programmen som driver igenom dem. I Aspiros fall innebär det att de ledande befattningshavarna själva driver frågorna om incitamentsprogram, även om det är styrelsen och stämman som tar besluten. Förfarandet kan kännas motsägelsefullt enligt Carlsson som menar att han aldrig sagt att det funnits någon logik kring valen av incitamentsprogram. Exempelvis finns det faktorer utanför företaget som påverkar, *”Det finns alltid traditioner som man rättar sig efter inom sin respektive bransch, man påverkas nog lite av andra företag som använder incitamentsprogram och gör som dem gör”*. Att det skulle förekomma resultatmanipulering dementerar Carlsson starkt. Han styrker sitt uttalande med att marknaden för chefer är såpass liten och rykten går mycket snabbt om någon skulle missköta sig.

Carlsson säger sig personligen vara kritiskt till aktierelaterade incitamentsprogram, något som kan tyckas intressant då han själv får ta del av programmen. Carlsson menar vidare att han personligen inte gör ett bättre jobb för att han tilldelats incitamentsprogram. Carlsson avslutar intervjun med att konstatera att människor är olika och att det säkert finns personer inom Aspiro som ”sporras” av incitamentet att tjäna mer pengar (Carlsson, 2010).

5. Analys och slutsats

I detta avslutande kapitel kommer resultatet från den empiriska undersökning och den kompletterande fallstudien att analyseras. Analysen kommer utgå från den teoretiska referensramen. Analysen leder fram till studiens slutsats. Avslutningsvis kommer även förslag på fortsatt forskning i området presenteras.

5.1. Analys

Utifrån principal agentteorin syftar incitamentsprogram till att lösa principalernas kontrollbehov över agenterna. Fokus i studien har legat på huruvida aktierelaterade och resultatanknutna incitamentsprogram fungerat som en lösning på den incitamentsproblematik som definieras i teorin (Arvidsson, 2005; Jensen & Meckling, 1976; Kim et al, 2004). Utifrån använd undersökningsmetod kan studien dock inte statistiskt säkerställa ett samband mellan incitamentsprogram till ledande befattningshavare och företagets prestation. Även om undersökningsmetoden och det empiriska underlaget skiljer sig åt kan även en rad tidigare studier konstaterat ett liknande resultat (Carpenter & Sanders 2000; Gerde & Propst, 2010; Jensen & Murphy 1990, 1990a; Kerr & Bettis, 1987; Leonard, 1990; McGuire *et al*, 1962; NIS 2008; Murphy, 1985; Redling, 1981). Den teoretiska ståndpunkten utifrån agentteorin, där belöningen till agenterna knuten till aktiekursen skall gynna dennas utveckling och därmed värdet till aktieägarna (Adowd & Kaplan, 1999; Jensen & Murphy, 1990) kan således inte styrkas när det gäller effekterna i de svenska Small Cap bolagen.

Något som bör kommenteras om de resultat som den statistiska undersökningen visat är den stora standardavvikelsen som finns i båda populationerna (51,88 % för företag med aktierelaterade program mot 40,71 % för företag utan aktierelaterade incitamentsprogram). En stor standardavvikelse tyder på en stor spridning av utfallen kring medelvärdet i populationen (Körner och Wahlgren 2002). Att materialet som undersökts har en så pass stor spridning kring sitt medelvärde tyder alltså på att stora skillnader finns företagen emellan och att jämförelser är svåra att utföra (Hodak, 2005). Att skillnaden mellan företagen är stor och jämförelser svåra att utföra kan vara en av anledningarna till att andra studier visat på ett positivt samband mellan incitamentsprogram och prestation (Datta *et al*, 2004; Deckop, 1988; Lambert & Larcker, 1987; Masson, 1971; Murphy, 1986).

Den empiriska kartläggningen visar vidare att 35 % av Small Cap bolagen använder sig av både aktierelaterade samt resultatbaserade incitamentsprogram till sina ledande befattningshavare. Det som dock kan tyckas mer intressant är att hela 90,5 % av alla bolagen vid de 527 punktskattningarna som studien baseras på använde resultatbaserade incitamentsprogram till sina ledande befattningshavare. Att endast 9,5 % av företagen vid punktobservationerna inte använde resultatbaserade incitamentsprogram får betraktas som en liten andel. Därtill avslöjar studien att vid hela 95,44 % av punktobservationerna används någon form av incitamentsprogram (antingen aktierelaterade eller resultatbaserade program), vilket indikerar att utbredningen av incitamentsbaserade ersättningsmodeller till ledningen är stor i Small Cap bolagen. Resultatet av kartläggningen är speciellt intressant i det avseende att studien inte funnit några positiva effekter av incitamentsprogram utifrån de kvoter som undersökts. Att olika resultatbaserade mått är de dominerande i Small Cap bolagen står dock klart, andelen punktobservationer där resultatbaserade program används är 90,5 % jämfört med de 48,5 % av punktobservationerna som observerats där aktierelaterade program används.

Anledningar till att resultatbaserade incitamentprogram skulle vara mer utbredda skulle eventuellt kunna bero på att företag tror att ledande befattningsmän i mindre utsträckning blir motiverade av aktierelaterade incitamentsprogram jämfört med resultatbaserade program. Ett företags aktiekursutveckling hävdas av en rad forskare bero på bakomliggande faktorer som är svåra för företagsledare själva att påverka (Côté, 2009; Datta *et al*, 2004; Hodak; 2005; Stern, 2006). Att ledande befattningsmän därför känner sig maktlösa i förhållande till aktiekursens utveckling skulle utifrån denna studie kunna kopplas till Vrooms (1964) teori om förväntan. Enligt en tolkning av Vrooms teori skulle aktierelaterade incitamentsprogram verka mindre motiverande eftersom förväntan att uppnå belöningen inte helt styrs av vilka beslut företagsledaren tar, kontrollen är helt enkelt begränsad. Innebörden är att om företagsledarna inte har situationen, och därmed inte sin incitamentsbaserade ersättning, i sina egna händer sjunker motivationen. Om situationen för ledningen innebär att aktiekursen inte kan påverkas på grund av att utomstående faktorer inverkan är stor, så är det inte så konstigt att aktierelaterade program inte verkar motiverande. Denna situation är tämligen enkel för läsaren att föreställa sig. För om en person känner att dennes insatser, och i detta fall troligen beslut, endast delvis påverkar utfallet av aktiekursen så medför detta ingen extra motivation. Andra argument till den större utbredningen av resultatbaserade incitamentsprogram skulle

kunna bero på det ökade risktagande som belöning knuten till aktiekursen kan medföra (Côté, 2009; Datta *et al*, 2004; Tandan, 2008). Ytterligare ett annat motiv till att resultatbaserade incitamentsprogram är vanligare kan vara att motivationen försvinner då de aktierelaterade incitamentsprogrammen är ”out of the money” (Côté, 2009). Om exempelvis optioner, som utgör de vanligaste aktierelaterade incitamentsprogrammen på Small Cap listan (PWC 2009, KPMG 2009), är långt ifrån ”in the money”, kan förväntan för att erhålla ersättningen också betraktas som låg och därmed föga motiverande. Eventuellt är detta också en av anledningarna till att företagen i större utsträckning använder sig av resultatbaserade incitamentsprogram, detta då ledningens agerande förhoppningsvis i större utsträckning kan påverka resultatmåten än aktiekursnivån.

Författarna menar dock att makroekonomiska faktorer såsom exempelvis en lågkonjunktur även påverkar företagens resultatmått. Samtidigt känns det rimligt att det för företagsledarna är enklare att ha kontroll över företagens resultat än dess aktiekursutveckling. Men att ständigt positiva resultat i längden bidrar till en positiv aktiekursutveckling känns också som ett rimligt antagande. Därav borde faktorer som de ovan nämnda inte påverka företagens beslut angående valet av incitamentsprogram i en allt för stor utsträckning.

Vad gäller ökat risktagande tror författarna inte heller att denna parameter är en stor anledning till skillnaden i användningen av incitamentsprogrammen. Risktagandet tordes kunna öka även när det gäller resultatbaserade program och borde därför inte ha någon större effekt på valet mellan programmen i sig. I studien har en avgränsning gjorts där eventuella tak på incitamentsprogrammen inte beaktats. Denna faktor kan dock självklart påverka valet av incitamentsprogram och det risktagande som förknippas med olika incitamentsprogrammen. Vad gäller det faktum att optioner kan förlora sin motiverande effekt om de är ”out of money” anser författarna att även resultatbaserade incitamentsprogram kan förlora dess motiverande effekt om till exempel uppsatta resultatmål är satta högt, samtidigt som förväntan att uppnå dem är låg. Herzberg (1959) samt Dearden (1972) har också argumenterat för att dels utebliven bonus kan verka omotiverade (Herzberg, 1959), men också för att incitamentsprogrammet som nått sin maxgräns verkar omotiverade (Dearden, 1972). Balansgången mellan att maxgränsen å ena sidan är uppnådd och att motivation därmed uteblir, och å andra att högt satta resultatmål eller utebliven bonus också verkar omotiverade avspeglar den svårighet som tycks finns med att utforma monetära incitamentsprogram. Enligt argumentationen tordes det därmed finnas ett spelrum för incitamentsprogram där

maxgränsen helst inte skall uppnås, samtidigt som att en situation där utebliven bonus eller en låg förväntan att uppnå målen inte heller är bra.

En annan anledning som delvis tycks kunna förklara den stora utbredningen av aktierelaterade incitamentsprogram i Small Cap bolagen kan tänkas vara de positiva effekter som programmen medför. Exempelvis menar forskare att aktierelaterade program bidrar till att anställda stannar kvar inom företaget (Carlsson, 2010; Jensen & Murphy, 1990; Merchant & Van der Stede, 2007; Lynch & Perry, 2002). Det är dock svårt att utifrån denna undersökning ta ställning till om anställda i större utsträckning stannar i företagen när aktierelaterade program används även om det säkert kan vara en bidragande orsak. Fördelar med resultatbaserade program är i sin tur är att löneutbetalningarna matchar företagets prestation under motsvarande period (Merchant & Van der Stede, 2007). Har företaget ett bra resultat att visa upp är utgångspunkten att det beror mycket på ledningens insats, varpå de också känns rimligt att de tar del av det goda resultatet genom sina resultatbaserade incitamentsprogram.

Andra fördelar med program som är knutna företagets övergripna resultatmål är att personal från olika delar av företaget får ett incitament att arbeta över de interna gränserna då ett större gemensamt mål gynnar hela företaget (Dearden, 1972; Hambrick, 1995). En ytterligare fördel kan vara att höga incitamentslöner till ledande befattningshavare leder till att människor motiveras att prestera bättre för att kunna uppnå dessa löner (Kale *et al*, 2010), något som dock i denna studie inte kunnat styrkas.

Samtliga de sistnämnda positiva effekterna av incitamentsprogram (Carlsson, 2010; Dearden, 1972; Hambrick, 1995; Jensen & Murphy, 1990; Merchant & Van der Stede, 2007; Lynch & Perry, 2002) är enligt författarna motiverade, och kan eventuellt vara några av förklaringarna till att incitamentsprogram är såpass utbredd i Small Cap bolagen. Carlsson (2010) betonade speciellt vikten av att kunna attrahera och behålla personal vilken författarna anser är en intressant aspekt. För om tillgången på personer kompetenta nog att leda Small Cap bolag i Sverige idag beskrivs ur ett marknadsperspektiv, där företagen konkurrerar om dessa personer går det att ana varför ersättningsmodellerna på denna marknad är likartade. Utifrån författarnas sida känns detta som en rimlig anledning som delvis förklarar att lönebild till ledande befattningshavare har liknande form. Påståendet kan också styrkas utifrån en tolkning av rättviseteorin (Jacobsen & Thorsvik, 2003; Carpenter och Sanders, 2000). Personer som

arbetar i företagsledning skulle i så fall helt enkelt förvänta sig en ersättningsmodell som följer rådande premisser på marknaden för att känna sig rättvist behandlade. Jämförelseaspekten i teorin skulle då i detta fall utgöras av främst mellan ledande befattningshavare i andra liknande Small Cap bolag. Utifrån teorin spelar i så fall utformningen av lönen och likheten med andra företagsledare en viktig roll utifrån vad som betraktas som rättvist oavsett om lönen i sig bidrar till extra motivation.

Dock menar författarna att det även borde finnas andra anledningar till den stora utbredningen av incitamentsprogram eftersom dess inverkan på prestation är tvetydig. Det finns dessutom även risker förknippade med att ta bort införda program (Dearden, 1972, Carlsson, 2010) vilket i sig också borde verka för att företag tänker sig noga för innan programmen införs. Därför borde studiens resultat som påvisade incitamentsprogramens stora utbredning även kunna kopplas till andra bakomliggande faktorer, som också kan bidra till att förklara varför så många av bolagen använder sig av incitamentsprogram till ledningen.

Att många forskare även visat på att andra faktorer verkar mer motiverande än pengar (Carpenter & Sanders, 2000; Dewhurst *et al*, 2010; Herzberg, 1974; Jacobsen & Thorsvik, 2003; Kohn, 1993; McClelland & Burnham, 2003; Merchant & Van der Stede, 2007) leder till att studiens resultat är än mer intressant. Att människor motiveras olika (Carlsson, 2010; Jonsson, 1992; Maslow 1951), är enligt författarna riktigt, vilket också spår på frågan om varför incitamentsprogrammets utbredning är så stor. För om hänsyn till människors olika behov och preferenser skulle beaktas vid valet av ersättningsformer borde företag enligt författarna ha vitt skilda incitamentsprogram och studien skulle inte se dessa likheter i användning av dem.

En ytterligare tänkbar teori som kan förklara de beskådade likheterna företagen emellan är därför enligt författarna den institutionella teorin (DiMaggio & Powell, 1983, 1991; Hedlund, 2007). Institutionell teori betonar bland annat tendenserna att företag följer de normer som finns inom i den företagssektor där företaget verkar (Carlsson, 2010; DiMaggio & Powell, 1983; Hedlund, 2007; Hodak, 2005; Jensen & Murphy, 1990; Patton, 1972). Teorin hävdar att det finns tendenser att det är lättare att bara göra som "alla andra". Andra forskare menar att det till och med är fundamentalt för överlevnad att anpassa sig efter normer och regler som samhället ställt upp (Meyer & Rowan, 1977; Scott, 1995). Detta kan i så fall appliceras på Small Cap företagen som således kan använda sig av samma ersättningsystem som andra

företag i sin omgivning för att inte sticka ut eller göra skillnad. Utifrån DiMaggio och Powels (1983) argumentation kan därmed dels ett informellt tryck påstås existera på företagen från företag som verkar under liknande omständigheter. I denna utredning skulle de likande omständigheterna i så fall utgöras av företag med liknande storlek. För om merparten av andra bolag erbjuder en viss lön till sin ledning så är det lätt att tänka sig att det enskilda företaget känner ett visst tryck att inte ge en sämre lön till sina chefer. Även osäkerhetsaspekten och mimetiken som lösning på ersättningsproblemet kan knytas till situationen. Om utgångspunkten är att den skara av personer som är kapabla att göra ett bra jobb i en ledande position är begränsad, något också Carlsson (2010) påstår att den är, finns ett osäkerhetsmoment i att exempelvis en VD med en avvikande program byter till ett annat företag med högre lön och mer fördelaktiga incitamentsprogram. En tolkning av den institutionella teorin skulle då vara att företagen utifrån den mimetiska dimensionen erbjuder liknande incitamentsprogram som konkurrenterna för att eliminera denna osäkerhet. Ytterligare en intressant vinkling i diskussionen är det faktum att företag eventuellt använder sig av liknande konsultfirmor och att de därför får liknade rekommendationer gällande ersättningsmodeller, eller att cheferna arbetat i andra organisationer tidigare och varit vana vid en viss ersättningsmodell (DiMaggio & Powel, 1983). Carlsson kommenterar likheten gällande incitamentsprogram företagen emellan och menar att det till viss del stämmer att Aspiro påverkas av företagen runt omkring sig. Carlsson menar vidare att eftersom företagsledare förväntar sig en resultatbaserad del är det svårt för företag att attrahera duktiga medarbetare om företaget inte erbjuder den ersättning ledningen vill ha. Det står dessutom uttalat på Apiros hemsida att kunna ”rekrytera och behålla kompetenta medarbetare” är en av de fundamentala anledningarna till förekomsten av de aktierelaterade incitamentsprogrammen. I detta avseende är det även intressant att påpeka det faktum att i Aspiro är det företagsledarna själva som driver igenom frågorna med resultatbaserad lön, vilket i sig ytterligare späder på argumentet att företagen måste hålla sig konkurrenskraftiga även i lönelägen om man vill behålla sina höga chefer.

Författarna tolkar Carlssons uttalande, empirin samt teorin som att även om incitamentsprogrammen i sig inte leder till högre motivation för ledande befattningshavare ligger svårigheten i att ta bort redan införda normer. Författarna tror att om incitamentsprogram inte skulle finnas, men väl en hög fast lön, skulle chefer på denna nivå hitta andra personliga motivationsfaktorer, vilka varierar dem emellan. Men då incitamentsprogram finns i så bred utsträckning inom Small Cap bolag anser författarna att

ledande befattningshavare på denna höga nivå förväntar sig en viss ersättning samt vissa incitamentsprogram, även om de inte motiveras mer av programmen. Företag som inte erbjuder incitamentsprogram skulle eventuellt kunna därför kunna vara omotiverade för vissa ledare, och leda till att företaget inte attraherar medarbetare i samma utsträckning som övriga företag med liknande förutsättningar. Denna aspekt leder till att företag erbjuder samma eller motsvarande program som övriga företag på marknaden och att likheter mellan företag beskådas. Att Small Cap företag i högre utsträckning använder sig av resultatbaserade löner beror enligt författarna på en rad olika faktorer, vilka genom denna studie inte fullt ut kan analyseras.

5.1. Slutsats

Det som kan konstateras utifrån undersökningen i studien är att i de absolut flesta bolagen på stockholmsbörsens Small Cap lista förekommer incitamentsprogram knutna till antingen aktiekursen eller resultatmått till de ledande befattningshavarna. Utifrån den metod som används där årliga punktopbservationer gjorts förekommer det i 90,5 % av fallen incitamentsprogram knutna till resultatmått och i 48,5 % av fallen förekommer aktierelaterade incitamentsprogram. Med hjälp av de statistiska tester som utförts i undersökningen har emellertid inga samband statistiskt kunnat säkerställas som indikerar på att användningen av incitamentsprogram gynnar företagets prestation uttryckt i aktiekursutveckling. Införandet av resultatbaserade incitamentsprogram till företagsledningen avspeglas heller inte i resultatutvecklingen enligt denna studie även om för få företag kunnat testas gällande denna parameter. Orsakerna till den stora utbredningen av incitamentsprogram i Small Cap bolagen är svår att fastställa. Då inga uppseendeväckande fördelar kunnat påvisas kvantitativt tros andra faktorer ligga bakom incitamentsprogrammets utbredningen. Potentiella förklaringar kan ligga i att marknadskrafter samt de perspektiv som beskrivs utifrån den institutionella teorin styr utvecklingen. Då företagen konkurrerar om cheferna tordes det vara fundamentalt för samtliga företag att erbjuda likvärdiga ersättningsmodeller så att inte denna parameter blir avgörande för valet av arbetsgivare.

Författarna bedömer därmed utifrån studiens resultat att incitamentsprogram finns i Small Cap företag på grund av främst andra faktorer än att de som kan påvisas kvantitativt. Författarna tror således att incitamentsprogrammets utbredning kommer fortsätta inom Small Cap bolag både i aktierelaterade samt resultatbaserade former, även om incitamentsprogrammen i sig inte leder till ett högre resultat för de enskilda företagen.

5.2. Förslag till fortsatt forskning

Incitamentsprogram och motivation är väldigt viktiga områden för organisationer. Den komplexitet som omgärdar effekterna av olika incitamentsprogram samt de faktorer som motiverar, inte minst ledande befattningshavare, är dock svåra att studera och dra slutsatser kring. För de svenska Small Cap bolagens del har denna studie inte kunnat påvisa några säkerställda kvantitativa fördelar med aktierelaterade eller resultatbaserade incitamentsprogram trots dess stora utbredning. De främsta förslagen till fortsatt forskning ligger därav i att gräva djupare i orsakerna till varför företag har just sin specifika utformning av ersättning till ledande befattningshavare. Är det så att företag generellt sett påverkas mycket av hur konkurrenternas ersättningsmodeller ser ut? Eller spelar branschen, skatteregleringen eller storägarna i företagen kanske en stor roll för hur incitamentsprogrammen utformas? Andra intressanta aspekter att undersöka kan vara huruvida företags incitamentsprogram skiljer sig åt inom kvoterna som använts i denna studie. Incitamentsprogram och huruvida de verkar motiverande är ett väldigt brett ämne som kan utforskas utifrån en mängd perspektiv på frågeställningar. Sammanfattningsvis bedömer författarna dock att mer förståelseorienterade samt kvalitativa studier är det som kan tillföra forskningsområdet mest.

6. Källförteckning

6.1. Tryckta källor

- Andersson, L. & Bratteberg, J. (2000). *Incitamentsprogram – Befattningsformer för anställda – vinstdelning, optioner, försäkringar mm.* Uddevalla: Björn Lundén Information AB.
- Arvidsson, P. (2005). *Styrning med belöningsystem – två fallstudier om effekter av belöningsystem som styrmedel.* Stockholm: Elanders Gotab.
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2008). *Corporate Finance.* Boston: Pearson Education Limited.
- Bryman, A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder.* Malmö: Liber AB.
- DiMaggio, P.J. & Powell, W.W. (1991). *The new institutionalism in organizational analysis.* The University of Chicago, Ltd: London.
- Fox, L. (2003). *Enron: The Rise and Fall.* Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Halvorsen, K. (2006). *Samhällsvetenskaplig metod.* Tryckning 14. Lund: Studentlitteratur.
- Hansson, S. (2001). *Aktier, Optioner, Obligationer.* Lund: Studentlitteratur.
- Hedlund, S. (2007). *Institutionell teori: ekonomiska aktörer, spelregler och samhällsnormer.* Lund: Studentlitteratur.
- Herzberg, F. (1959). *The Motivation to work.* New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Hopwood, A.G. (1974). *Accounting an human behaviour,* Prentice Hall, New York.
- Hull, J. C. (2008). *Options, futures and other derivatives.* Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education Limited.
- Jacobsen, D.I. & Thorsvik, J. (2002). *Hur moderna organisationer fungerar.* Lund: Studentlitteratur.
- Jonsson, E. (1992). *Belöningar och effektivitet i offentlig förvaltning.* Lund: Studentlitteratur.
- Jäghult, B. (2005). *Morötter: en bok om bonus, beröm och andra belöningar.* Stockholm: Non Stop Kommunikation AB.
- Kim, K.A. & Nofsinger, J. R. (2007). *Corporate Governance.* Second Edition, Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Kim, K.A. Nofsinger, J. R. Mohr, D. J. (2004). *Corporate Governance.* Third Edition, New Jersey: Pearson Education, Inc.

- Körner, S. & Wahlgren, L. (2000). *Statistisk dataanalys*. Tredje Upplagan, Lund: Studentlitteratur.
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2002). *Praktisk statistik*. Tredje Upplag, Lund: Studentlitteratur.
- Körner, S. (2000). *Tabeller och formler för statistiska beräkningar*. Andra upplagan, Lund: Studentlitteratur.
- Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Tredje upplagan, Lund: Studentlitteratur.
- Merchant, K.A. & Van Der Stede, W.A. (2007). *Management Control Systems*. New York: Person Education Limited.
- Scott, R. W. (1995). *Institutions and Organizations*. London: Sage.
- Statens offentliga utredningar (2004). *Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130*.
- Vroom, V. H. (1964). *Work and motivation*. New York, John Wiley.
- 6.2. Artiklar från tidskrifter och tidningar**
- Abowd, J.M. & Kaplan, D.S. (1999). *Executive Compensation: Six questions that need answering*. Journal of Economic Perspectives. Vol. 13, Issue 4. ss. 145-168
- Aktiespararen (2010). Nr.4 april 2010 s. 41.
- Burnham, D. H. & McClelland, D. C. (2003). *Power Is the Great Motivator*. Harvard Business School. Vol 8, Issue 1. ss. 117-126
- Carpenter, M. A. & Sanders, G. (2000). *Top Management team compensation: the missing link between CEO pay and firm performance?* Strategic Management Journal. Vol. 23. Issue 4. ss. 367-375
- Côté, M. (2009). *Rethinking executive compensation*. CA Magazine. Vol.142, Issue 7. s. 60
- Datta, S. Iskandar-Datta, M. Raman, K. (2004). *In Defense of Incentive Compensation: Its Effect on Corporate Acquisition Policy*. Journal of Applied Corporate Finance. Vol.16, Issue 4 ss. 82-89
- Dearden, J. (1972). *How to make incentive plans work*. Harvard Business Review, Vol. 50 Issue 4. ss. 117-125
- Deckop, J. R. (1988). *Determinants of chief executive officer compensation*. Industrial and Labor Relations Review Vol. 41. ss. 215-226
- Dewhurst, M. Guthridge, M. Mohr, E. (2010). *Motivating People: Getting beyond money*, McKinsey Quarterly, Issue 1. ss. 12-16

DiMaggio, P.J. & Powell, W.W. (1983). *The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields*. American Sociological Review. Vol. 48, Issue 2. ss. 147-160

Eisenhardt, K.M. (1989). *Agency Theory: an assessment and review*. Academy of Management Review. Vol. 14, Issue 1. ss. 57-74

Hambrick, D. (1995). *Fragmentation and the other problems CEOs have with their top management teams*. California Management Review. Vol. 37, Issue 3. ss. 110-127

Herzberg, F. (1974). *Motivation- and Hygien Profiles, pinpointing what ails the organization*. Organizational Dynamics. Vol. 3, Issue 2. ss.18-29

Hodak, M. (2005). *Letting go of the Norm: How Executive Compensation Can Do Better Than "Best Practices"*. Journal of Applied Corporate finance. Vol. 17, Issue 4. ss. 115-124

Jensen, M.C & Meckling, W.H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics. Vol. 3, Issue 4. ss. 305-360

Jensen, M.C & Murphy, K. J. (1990). *CEO Incentives-It's not how much you pay, but How*. Harvard Business Review. Vol. 68, Issue 3. ss. 138-150

Jensen, M. & Murphy, K. J. (1990a). *Performance pay and top management incentives*. Journal of Political Economy. Vol. 98, Issue 2. ss. 225-264

Kale, J. Reis, E. Venkateswaran, A. (2010). *Promotion Incentives and Corporate Performance: Is there a Bright Side to "Overpaying" the CEO?* Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 22, Issue 1. ss. 119-128

Kerr, J. L. & R. A. Bettis (1987). *Boards of directors, top management compensation, and shareholder returns*. Academy of Management Journal. Vol. 30, Issue 4. ss. 645-664

Kohn, A. (1993). *Why incentive plans can not work*. Harvard Business Review. Vol. 71, Issue, 5. ss. 54-63

Lambert, R. A. & Larcker, D. F. (1987). *An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts*. Journal of Accounting Research. Vol. 25, Issue 3. ss. 85-129

Leonard, J. S. (1990). *Executive pay and firm performance*. Industrial and Labor Relations Review. Vol. 43, Issue 3. ss. 13-29

Lynch, L. J. & Perry, S. E. (2003). *An overview of management compensation*. Journal of Accounting Education Vol. 21, Issue 1. ss.43-61

Masson, R. T. (1971). *Executive motivations, earnings, and consequent equity performance*. Journal of Political Economy. Vol. 79, Issue 6. ss. 1278-1294

McGuire, J. W. Chiu, J. S.Y. Elbing, A.O. (1962). *Executive income, sales, and profits*, American Economic Review. Vol. 52, Issue 4. ss. 753-761

Meyer, J. W. & Rowan, B. (1977). *Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony*. American Journal of Psychology. Vol. 83, Issue 2. ss. 340-363

Murphy, K. J. (1985). *Corporate performance and managerial remuneration*, Journal of Accounting and Economics. Vol. 7, Issue 1/2/3. ss. 11-43

Murphy, K. J. (1986). *Top executives are worth every nickel they get*. Harvard Business Review. Vol. 64, Issue 2. ss. 125-132

Patton, A. (1972). *Why incentive plans fail*. Harvard Business School. Vol. 50, Issue. 3. ss. 58-67

Redling, E. T. (1981). *Myth vs. reality: The relationship between top executive pay and corporate performance*. Compensation Review. Vol. 13, Issue 4. ss. 16-24

Stern, J. (2006). *Fixed versus variable*. FinWeek. Vol. 11. Issue. 2. ss. 30-32

6.3. Avhandlingar samt undersökningar

KPMG (2009). *Incitamentsprogram i svenska börsnoterade bolag (Audit tax advisory)*

Nordic Investor Services (2008). *Aktierelaterade incitamentsprogram och dess effekter på bolagens aktieavkastning – en studie av börsnoterade bolag i Sverige under perioden 1999-2007*.

PriceWaterHouseCoopers (2009). *Aktiebaserade incitamentsprogram i noterade bolag - Studie 2009*

Sandell, N. (2006). *Redovisningsmått, påkopplade system och ekonomiska konsekvenser – Redovisningsbaserade prestationsersättningar*. Diss. Företagsekonomiska institutionen, Lunds universitet. Lund: KFS.

ÖhrlingsPriceWaterhouseCoopers. (2008). *Aktiebaserade incitamentsprogram i noterade bolag - Studie 2008*.

6.4. Elektroniska källor

Affärsvärlden (2009-02-20).

Friaktier till cheferna.

Tillgänglig: <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article521328.ece>

Hämtat: 2010-04-20

Affärsvärlden 2010-03-23

Vi har inget emot bonusar.

Tillgänglig: <http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article749546.ece>

Hämtat: 2010-04-05

DN – Ekonomi 2010-03-24

Bonusregn över Nordeachefer.

Tillgänglig: <http://www.dn.se/ekonomi/bonusregn-over-nordeachefer-1.1066618>

Hämtat: 2010-04-05

e24 2010-04-20

Jag förstår inte kritiken.

Tillgänglig: http://www.e24.se/business/it-och-telekom/telias-vd-jag-forstar-inte-kritiken_1999887.e24

Hämtad: 2010-04-21

Gerde, A & Propst, A (2010-01-14).

Långsiktiga incitamentsprogram- ökar de företagens lönsamhet?

Magisteruppsats: Företagsekonomiska institutionen Uppsala universitet.

Tillgänglig: <http://www.uppsatser.se/om/Andreas+Propst/>

Hämtad: 2010-04-01

Hallvarsson & Halvarsson (2008).

Incitamentsprogram i börsnoterade företag – Hur beskrivs omfattning och utformning av incitamentsprogram i kallelsen till årsstämman?

Tillgänglig: <http://www.halvarsson.se/Global/Incitamentsprogram-i-b%C3%B6rsnoterade-bolag.pdf>

Hämtat: 2010-05-04

Nasdaq OMX Nordiq

<http://www.nasdaqomxnordic.com/shares>

Hämtat: 2010-04-10

Nasdaq OMX Nordig – Historiska kurser

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/historiskakurser>

Hämtat: 2010-04-10

Nationalencyklopedin

Belöningssystem

Tillgänglig: <http://www.ne.se/lang/beloningssystem>

Hämtad: 2010-05-18

Nationalencyklopedin

Bonus

Tillgänglig: <http://www.ne.se/lang/bonus/133167>

Hämtad: 2010-05-10

Tandan, E. (Aktiespararnas VD) (2008)

Aktiespararna (2008). Bonusar har ökat risktagandet.

Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.org/artiklar/Opinion/Bonusar-har-okat-risktagandet>

Hämtad: 2010-05-20

Veckans Affärer (2010-03-24)

”Bonusregn över Nordeachefer”

Tillgänglig: <http://www.va.se/nyheter/2010/03/24/bonusregn-over-nordeachefer/>
Hämtat: 2010-04-05

6.5. Årsredovisningar och bolagsstyrningsrapporter

Aspiro

Bolagsstyrning – Optionsprogram

www.aspiro.com/sv/Om-Aspiro/Bolagsstyrning/Optionsprogram

Hämtat: 2010-05-16

Aspiro

Årsredovisningar från 2004-2009

www.aspiro.se

Hämtat: 2010-05-13

Fenix Outdoor

Årsredovisningar från 2004-2009

www.fenixoutdoor.se

Hämtat: 2010-04-19

Malmbergs

Årsredovisningar från 2004-2009

www.malmbergs.se

Hämtat: 2010-04-19

Samtliga för förundersökningen relevanta adresser till respektive företags årsredovisningar finns i bilaga 3.

6.6. Muntliga källor

Nyberg, L. (2010): muntl. Aktuellt, 2010-04-20. SVT

Carbonnier, P. Docent i statistik, Lunds Universitet. 2010: Muntl. Intervju (2010-05-20)

Carlsson, J. Svensk ekonomichef, Aspiro AB. 2010. Muntl. Intervju (2010-04-28)

7. Bilagor

7.1. Justerade aktiekurser (SEK)

Företag	Info	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AcadeMedia		48,50	36,00	30,40	89,00	73,75	128,50
Acap Invest	Justerat för split	30,60	90,50	169,50	120,0	86,60	77,60
A-com	Justerat för split	56,00	51,50	46,80	14,90	4,20	1,07
Addnode		17,00	27,80	26,80	21,10	21,00	23,80
Anoto Group		11,00	26,70	10,90	9,65	1,81	3,92
Artimplant		6,50	8,45	3,32	3,32	1,64	1,89
Aspiro		2,61	4,42	3,22	1,35	1,04	1,90
Beijer Electronics		77,50	118,0	154,50	151,0	74,00	133,0
Bergs Timber		16,30	22,30	23,00	44,50	15,80	31,50
Bilia		111,0	149,5	110,25	102,5	16,10	69,75
Biogaia		13,40	19,30	40,50	27,80	33,10	80,00
Biolin Scientific		1,48	22,50	17,30	6,55	5,35	8,60
Biophausia		1,18	2,74	7,55	5,25	1,13	1,63
Biotage		9,75	12,05	13,30	8,60	5,10	7,10
Bong Ljungdahl		35,00	64,00	68,00	42,30	12,25	21,00
Borås Wäfveri		29,40	42,50	32,70	8,55	5,10	5,00
BTS Group	Justerat för split	64,75	123,0	144,00	126,0	67,80	116,1
Cision		35,00	33,30	38,70	17,00	2,26	6,65
Concordia-maritime		35,80	43,00	55,00	27,00	15,00	17,00
Connecta		14,00	47,30	69,25	69,25	38,30	66,75
Consilium		31,90	38,20	44,70	43,10	36,90	29,00
CTT systems		11,90	68,25	47,40	30,80	15,50	24,60
Cybercom Group		29,70	40,20	41,00	58,00	12,80	26,00
Diamyd Medical		43,80	68,75	145,00	69,00	48,50	195,0
Digital Vision		2,40	4,70	2,52	2,37	0,52	0,23
Doro	Justerat för split	11,00	32,50	25,00	29,00	22,50	55,00
Duroc		15,70	29,50	27,50	27,00	14,90	17,70
Elanders		107,0	117,5	143,75	139,0	25,50	34,50
Elektronikgruppen		59,00	51,00	68,75	41,50	12,00	18,10
Elos	Justerat för split	112,0	141,0	61,60	120,5	53,40	66,00
Enea	Justerat för split	4,64	5,90	3,79	2,15	1,14	2,05
Feel good Sverige		1,77	2,99	2,39	1,69	1,14	1,50
Fenix Outdoor		25,90	58,00	63,00	63,00	55,75	137,0
Fingerprint Cards		13,30	12,00	16,20	13,20	2,58	3,30
Geveko		175,0	209,0	218,00	125,5	68,00	64,25
Havsfrun	Justerat för split	300,0	340,0	355,0	298,0	165,0	189,0
HL Display	Justerat för split	137,0	141,0	184,00	195,0	92,00	196,6

Intellecta		31,20	42,00	48,60	64,50	58,00	54,00
Intoi		4,07	7,13	7,90	3,85	13,35	24,40
Jeeves Information system		49,00	95,25	92,00	63,50	34,10	56,25
Kabe		130,0	146,0	112,00	80,00	27,00	70,00
Karo Bio		12,85	8,80	15,60	4,50	8,10	7,05
Know It		25,90	56,75	63,00	59,50	17,50	57,75
Lagercrantz		21,80	27,30	37,20	29,10	17,50	26,90
Lammhults design		43,80	48,60	96,00	65,25	41,00	49,30
Ledstjernen		3,23	4,05	1,83	1,43	25,30	36,60
Malmbergs		86,25	132,0	136,00	60,75	24,50	33,80
Medivir		91,50	62,75	57,00	50,00	46,90	80,50
Micronic Laser systems		66,75	112,5	77,00	32,20	5,80	14,30
Midway		24,90	37,50	65,00	63,75	23,80	35,40
Mobyson		0,19	0,14	1,94	1,40	0,38	0,28
Modul 1 data		0,99	0,83	1,15	0,88	0,43	0,68
Msc konsult		7,50	10,75	9,70	14,05	3,49	5,26
Multiq International		4,70	5,35	3,37	3,00	1,10	1,91
Netonnet		94,00	91,50	81,00	84,00	46,10	90,50
Nolato		58,00	79,00	71,00	45,90	32,00	59,00
Note		75,50	64,00	84,00	73,00	22,50	21,30
Novestra	Justerat för split	17,90	34,90	16,30	17,20	11,90	16,70
Novotek B		22,00	26,70	22,20	17,50	11,00	10,95
OEM international	Justerat för split	118,0	163,5	189,00	171,6	140,0	165,2
Opcon		18,80	24,70	51,00	66,75	17,00	48,70
PartnerTech		68,20	130,5	127,50	35,70	15,50	26,00
Phonera		2,63	1,72	1,23	1,81	27,50	24,70
Poolia		38,00	42,00	67,25	35,00	20,80	36,90
Precise Biometrics		2,93	5,65	3,74	1,38	0,80	2,25
Prevas		21,60	23,40	28,40	20,00	19,80	19,10
Pricer		1,30	1,13	0,71	0,46	0,46	0,52
Proact IT group		17,60	24,10	35,00	38,00	30,00	73,75
Probi		32,00	32,00	23,90	36,80	37,80	61,75
Proffice		16,90	15,70	24,30	15,40	8,00	26,00
Profilgruppen		69,50	76,00	91,00	74,50	31,90	42,80
Ray Search Laboratories		48,60	177,0	150,00	190,0	11,50	29,50
Readsoft		14,25	28,60	27,40	14,90	5,45	14,30
Rederi AB Transatlantic		22,60	32,50	51,00	43,10	31,80	22,70
RNB retail	Justerat för split	80,00	87,50	130,00	120,5	11,76	40,20
Rottneros		7,55	6,90	6,55	2,31	1,05	0,69
Rörvik timber		10,30	18,80	44,00	55,50	10,10	9,30
Semcon		30,60	58,25	68,25	80,75	11,60	28,50
Sensys Trafic		0,82	3,09	5,35	2,78	1,62	2,24
Sigma		6,50	12,95	13,70	6,05	3,20	5,15
Softronic		2,22	4,51	5,25	7,45	5,20	6,00

Studsvik		92,50	204,0	253,00	155,0	55,00	65,25
Svedbergs	Justerat för split	147,0	228,0	308,00	216,0	112,4	176,4
Svolder B		47,20	68,75	80,75	57,25	26,70	54,00
Traction		111,5	179,5	76,25	68,50	54,00	68,00
Tricorona		3,22	3,06	4,98	11,00	7,25	5,75
Venue Retail Group	Justerat för split	73,00	39,90	9,70	5,80	0,80	0,13
Vitrolife		20,00	27,00	34,50	29,70	22,90	34,80

7.2. Rörelseresultat (MSEK)

Företag	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AcadeMedia	11,3	22,3	24,1	69,8	94,6	181,4
Acap Invest	41,4	51,0	63,9	81,3	84,8	5,9
Addnode	17,1	23,0	48,4	73,6	98,2	48,7
Anoto Group	-80,0	-79,8	-131,8	-19,6	-51,6	-20,8
Artimplant	-43,6	-37,4	-57,5	-15,6	-24,3	-18,5
Aspiro	-60,1	24,8	15,2	8,7	-195,0	-20,4
Beijer Electronics	45,6	60,1	77,2	86,9	116,5	63,8
Bergs Timber	-1,6	11,7	42,3	149,4	10,0	-25,0
Bilia	304,0	194,0	109,0	177,0	-16,0	146,0
Biogaia	-28,8	-19,8	2,7	10,7	24,0	53,1
Biolin	-21,4	-21,3	-23,9	-11,8	0,0	12,3
Biophasia	-17,4	0,2	19,2	44,8	57,3	71,0
Biotage	-61,7	-62,9	6,5	42,9	299,1	13,5
Bong Ljungdahl	92,7	70,6	39,5	60,0	74,3	65,3
Borås Wäfveri	-151,0	-21,9	-50,9	-76,1	-90,5	-58,6
BTS Group	29,7	48,7	62,4	78,2	89,9	70,5
Cision (Engelska)	193,8	175,1	-612,3	179,2	-172,6	-259,6
Concordia-maritime	795,5	-1,3	38,7	91,5	162,6	160,8
Connecta	22,1	41,7	57,6	96,4	100,8	62,6
Consilium	15,4	30,0	35,9	64,0	73,0	45,1
Cybercom Group	8,0	34,7	50,9	104,1	156,0	-177,7
Diamyd Medical 2004/05	-16,9	-39,9	-40,7	-54,9	-67,0	-84,4
Digital Vision	-35,5	-25,1	-39,4	-7,4	-46,8	-6,8
Doro	25,0	-71,0	-76,9	9,2	-8,2	26,6
Duroc	-14,0	-5,5	1,2	21,7	5,5	-58,4
Elanders	137,1	121,8	174,0	226,8	16,0	-60,1
Elektronikgruppen	28,5	28,6	43,5	22,2	-7,5	-67,6
Elos	54,9	22,0	-4,6	50,1	50,3	9,6
Enea	56,4	56,4	67,6	72,1	73,1	-4,1
Feel good Sverige	12,1	9,7	2,4	12,9	14,9	-37,4
Fenix Outdoor	28,6	72,3	88,1	123,8	135,5	171,7
Fingerprint Cards	-23,5	-18,0	-19,9	-35,4	-24,1	-24,6
Geveko	61,0	51,0	38,6	18,6	24,3	-40,0
Havsfrun	-16,8	57,0	63,0	71,1	-225,5	15,9
HL Display	107,8	62,7	106,7	160,5	130,3	86,2
Intoi	13,9	34,8	59,7	50,5	31,7	5,5
Jeeves Information system	12,4	7,7	10,9	18,4	16,6	14,3

Kabe	74,1	106,6	100,8	117,9	75,9	72,1
Karo Bio	-114,3	-108,7	-132,0	-215,8	-190,7	-157,1
Know It	22,3	45,6	67,9	98,5	151,6	154,2
Lagercrantz	7,0	4,0	57,0	99,0	131,0	105,0
Lammhults design	26,1	34,2	84,8	73,3	85,5	44,6
Ledstjernen	-61,0	-78,0	-25,0	-28,0	44,0	-332,0
Malmbergs	38,0	47,2	56,4	58,9	49,8	28,0
Medivir	-126,3	-116,1	-201,6	-37,0	-113,7	-139,8
Micronic Laser systems	125,5	172,4	122,6	-290,8	-37,5	-145,8
Midway	89,1	129,3	325,7	193,4	29,4	0,3
Mobyson	-23,1	-180,1	-4,6	-69,4	-21,9	-48,9
Modul 1 data	-2,9	-16,9	3,7	12,1	8,0	1,9
Morpiq	-10,0	-16,1	-24,5	-67,9	-106,9	-695,0
Msc konsult	-2,0	2,6	1,4	-0,1	-1,6	1,1
Nolato	201,0	221,0	209,0	207,0	240,0	166,0
Note	29,3	-64,3	103,6	111,9	-3,8	-90,8
Novestra	70,0	217,1	-100,1	-0,7	-86,8	45,7
Novotek B	20,4	20,6	19,5	15,8	14,0	-0,1
OEM international	108,9	133,7	126,7	137,0	159,2	72,0
Opcon	-40,0	-6,9	55,4	17,7	19,2	40,2
Orexo	-5,8	-44,6	-40,6	-180,6	-112,5	-99,1
PartnerTech	73,5	88,0	180,0	-17,7	28,5	-3,5
Phonera	-33,4	17,6	6,2	25,2	28,3	11,3
Poolia	5,8	-32,6	74,7	70,0	105,0	28,0
Precise Biometrics	-37,5	-41,0	-90,5	-36,7	-54,6	-20,3
Prevas	16,2	8,8	17,8	19,0	70,3	-19,3
Pricer	-52,0	-43,5	-41,0	6,0	55,4	25,2
Proact IT group	-79,0	-10,3	17,2	39,4	46,8	60,0
Probi	-7,1	-9,5	-5,4	5,2	10,2	13,8
Proffice	-50,0	-40,0	37,0	127,0	115,0	160,0
Profilgruppen	42,7	43,2	44,2	63,3	16,5	-10,5
Ray Search Laboratories	12,5	39,6	33,5	25,8	21,1	40,9
Readsoft	33,3	52,3	47,0	24,1	9,4	12,3
Rederi AB Transatlantic	49,5	236,8	252,2	317,1	314,6	-242,9
RNB retail	36,1	46,5	29,9	226,0	1,8	-636,1
Rottneros	-114,0	-90,0	-7,0	-360,0	-306,0	-166,0
Rörvik timber	15,0	74,0	108,0	268,0	-233,0	-269,0
Semcon	59,8	95,8	75,9	-11,1	149,9	-241,2
Sensys Trafic	-8,7	-13,9	78,2	-3,5	30,4	-32,6
Sigma	25,2	86,0	97,3	24,7	67,1	46,9
Softronic	-0,7	17,1	23,8	49,6	64,9	35,6
Studsvik	-24,3	78,8	71,3	62,1	12,7	-30,0
Svedbergs	77,2	94,5	115,5	106,8	96,1	76,1
Svolder B	218,9	230,9	303,0	-158,1	-119,7	

Traction	187,0	290,0	166,0	56,0	-192,7	270,2
Tricorona	-2,0	9,0	1,7	-43,2	218,0	170,3
Vitrolife	13,0	12,1	20,0	21,0	27,1	30,4

7.3. Företagsadresser

Acando: www.acando.se
AcadeMedia: www.academedias.se
Acap Invest: www.acapinvest.se
A-com: www.a-com.se
Addnode: www.addnode.se
Aerocrine: www.aerocrine.se
AllTele: www.alltele.se
Anoto Group: www.anoto.com
Artimplant: www.artimplant.com
Aspiro: www.aspiro.com
Beijer Electronics: www.beijer.se
Bergs Timber: www.bergstimber.se
Bilia: www.bilia.se
Biogaia: www.biogaia.se
Biolin Scientific: www.biolinscientific.se
BioPhausia: www.biophausia.se
Biotage: www.biotage.com
Bong Ljungdal: www.bongljundahl.se
Borås Wäfveri: www.boraswafveri.se
BTS Group: www.bts.com
Catena: www.catenafastigheter.se
Cision: www.cisco.com
Cloetta: www.cloetta.se
Concordia-maritime: www.concorida-maritime.com
Conncta: www.connecta.se
Consilium: www.consilium.se
Corem Property Group: www.corem.se
Ctt Systems: www.ctt.se
Cybercom Group: www.cybercomgroup.se
Dagon: www.dagon.se
DGC One: www.dgc.se
Diamyd Medical: www.diamyd.se
Digital Vision: www.digitalvision.se
Diös Fastigheter: www.dios.se
Doro: www.doro.se
Duroc: www.duroc.com
Elander: www.elanders.se
Electra Gruppen: www.electra.se
Eltronikgruppen: www.egruppen.se
Elos: www.elos.se
Enea: www.enea.com/sv
EpiCept: www.epicept.com
eWork Scandinavia: www.ework.se
Fast Balder: www.balderfast.se
Feel Good: www.feelgood.se
Fenix outdoor: www.fenixoutdoor.se
Fingerprint cards: www.fingerprints.com

Formpipe software: www.formpipe.se
Geveko: www.geveko.com
Global Health Partner: www.globalhealthpartner.som/sv
Havsfrun: www.havsfrun.se
HL display: www.hl-display.com
HMS Networks: www.hms.se
Intellecta: www.intellecta.se
Intoi: www.intoi.se
Jeeves info.system: www.jeeves.se
Kabe: www.kabeab.se
Karo Bio: www.karobio.se
Know it: www.knowit.no/sv
Lagercrantz group: www.lagercrantz.se
Lammhults Design: www.lammhultsdesigngroup.com
Ledstjärnan: www.ledstjernana.se
Linkmed: www.linkmed.se
Luxonen DSB: www.luxonen.com
Malmbergs: www.malmbergs.com
Medivir: www.medivir.se
Metro: www.metro.lu
Micronic lasersystems: www.microinc.se
Midway: www.midwayholding.se
Mobyson: www.mobyson.se
Modul 1 Data: www.modull.se
Morphic Technologies: www.morphic.se
MSC konsult: www.msc.se
Multiq International: www.multiq.se
Nederman: www.nederman.se
Net on Net: www.netonnet.se
Nolato: www.nolato.se
Nordic Mines: www.nordicmines.se
Nordic Service Partner: www.nordicservicepartners.se
Note: www.note.se
Novacast technologies: www.novacast.se
Novestra: www.novestra.com
Novotek: www.novotek.se
OEM: www.oem.se
Opcon: www.opcon.se
Orexo: www.orexo.com/sv
Otrivius: www.ortivius.se
Oxigene: www.oxigene.com
PartnerTech: www.partnertech.com
Phonera: www.phonera.com
Poolia: www.poolia.com/sv
Precise Biometrics: www.precisebiometrics.com
Prevas: www.prevas.se
Pricer: www.pricer.com
Proact IT group: www.proact.se
Probi: www.probi.se
Proffice: www.proffice.com/sv

Profilgruppen: www.profilgruppen.se
PSI Group: www.psigroup.no
Ray search Laboratories: www.raysearchlabs.com
ReadSoft: www.readsoft.se
Rederi AB: www.rabt.se
Rejlerkoncernen: www.rejlers.se
RNB retail: www.rnb.se
Rottneros: www.rottenros.se
Rörvik: www.rtimber.se
Sagax: www.absagax.se
Semcon: www.semcon.se
Sensys traffic: www.sensys.se
Sigma: www.sigma.se
Sintercast: www.sintercast.com
Softtronic: www.softtronic.se
Studsvik: www.studsvik.se
Svedbergs: www.svedbergs.se
Swedol: www.swedol.se
Svolder: www.svolder.se
Tilgin: www.tilgin.com
Traction: www.traction.se
Tricorona: www.tricorona.se
Uniflex: www.uniflex.se
Venue Retail group: www.venueretail.com
Vitrolife: www.virolife.com
Xano: www.xano.se

7.4. NF regeln

Samtliga företags medelförändring i årligt aktievärde i storleksordning. Detta för att få fram materialets median samt att kunna beräkna huruvida materialet kan klassas som normalfördelat. De röda siffrorna motsvaras av punktskattningar med aktierelaterade incitamentsprogram, de svarta motsvaras av punktskattningar utan aktierelaterade punktskattningar.

275,49	73,64	50,07	33,66	21,93	13,33	10,34	-0,39	-6,9	-17,1
162,42	68,95	48,61	32,28	21,62	13,04	10,3	-0,52	-7,1	-18,07
141,69	67,64	47,61	31,38	21,48	12,6	8,96	-0,57	-7,73	-18,93
136,18	64,96	46,77	30,6	20,8	12,57	8,77	-0,88	-9,17	-23,44
122,11	62,77	44,66	29,33	20,05	11,99	8,33	-2,41	-10,08	-26,32
119,11	62,08	43,81	27,68	20	11,34	8,15	-3,5	-10,18	-33,45
102,76	59,7	43,12	27,08	18,95	10,79	6,62	-3,71	-10,85	-36,19
100,7	54,24	43,1	27,03	17,78	10,71	5,64	-3,81	-13,21	-42,34
83,4	53,36	40,84	24,78	16,58	10,69	2,52	-4,19	-14,01	-46,33
75,18	51,29	40,45	23,92	15,59	10,66	1,18	-5,31	-14,32	-46,83
74,24	50,48	37,18	22,96	13,86	10,53	-0,21	-6,8	-15,38	-66,24

För normalfördelningsregeln gäller följande:

1. Ca 68 % av observationerna skall ligga mellan gränserna $x-s$ och $x+s$ (i företagen med aktierelaterade program motsvaras detta av -22,45 – 81,31. I materialet finns 87 % som ligger mellan dessa gränser vilket anses ok, i företagen utan aktierelaterade program gäller gränserna -20,06 – 61,34. 77 % av materialet ligger inom detta intervall)
2. Ca 95 % av observationerna skall ligga mellan gränserna $x-2s$ och $x+2s$. (i företagen med aktierelaterade program motsvaras detta av -74,26 % - 132,94. I materialet finns 94 % i detta intervall. I företagen utan aktierelaterade program motsvaras detta av -60,76 – 102,04. 95 % av materialet ligger inom dessa gränser.

Vidare kan materialet ovan användas för att räkna ut de medelvärden som beskrivs i studien.

7.5. Intervju guide

Intervjun med Jörgen Carlsson genomfördes med hjälp av en semistrukturerad intervjuteknik. Till vår hjälp använde vi denna intervjuguide. Frågorna är ställes på ett sådant sätt så att Jörgen kunde tala fritt om frågorna och möjligheter till följdfrågor gavs, dessa är inte presenterade i intervjuguiden men finns tillgängliga hos författarna.

1. Hur era incitamentsprogram ut?
2. Vem får ta del av era incitamentsprogram?
3. Vad har ni för tankar kring era optionsprogram?
4. Vad har ni för tankar kring resultatbaserad ersättning?
5. Vilka är de viktigaste skillnaderna mellan de två belöningsystemen?
6. Hur går processen till när Aspiro tar fram nya incitamentsprogram?