



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Institutionellt ägande och dess inverkan på rörlig ersättning

En kartläggning av samband mellan institutionellt ägande i svenska
börsbolag och andelen rörlig ersättning till VD

FEKH95 Kandidatuppsats HT -11

Ämne: Bolagsstyrning

Handledare: Matts Kärreman

2012-01-09

Författare:

Johan Lindström

Magnus Svensson

Emma Wirén

Sammanfattning

Titel: Institutionellt ägande och dess inverkan på rörlig ersättning – En kartläggning av samband mellan institutionellt ägande i svenska börsbolag och andelen rörlig ersättning till VD.

Tema: Företagsekonomi, Bolagsstyrning, Kandidatuppsats 15 Akademiska Poäng, Ekonomihögskolan, Lunds universitet.

Seminariedatum: 2012-01-13

Författare: Lindström Johan, Svensson Magnus & Wirén Emma

Handledare: Kärreman Matts, Ekonomie doktor & Universitetslektor

Syfte: Uppsatsens syfte är att utifrån ett agentteoretiskt perspektiv undersöka ägarstruktur och ägarbeteendens samband med utformning av rörlig ersättning till verkställande direktör i portföljföretag, med fokus på institutionellt ägande.

Metod: Kvantitativ metod, Korrelationsanalys och Multipel Regressionsanalys

Empiri: Studien innefattar åren 2006, 2008 och 2010. Urvalet består av 40-41 företag per år från OMX Stockholm Large Cap. Institutioner omfattar Fristedt & Sundqvists (2006 och 2008 års) definition av ”Institutionssfären”.

Slutsatser: Sannolikheten för att institutionella ägare använder exit för att utöva inflytande är större än voice. Motsatsen gäller för icke- institutionella ägare. Institutionella ägare som grupp påverkar inte den rörliga ersättningen till VD i portföljföretag. Ägarbeteende utifrån exit och voice har betydelse för sammansättningen av den rörliga ersättningen till VD.

Nyckelord Agentteori, Exit & Voice, Ägarstruktur, Ägarbeteende, Institutionellt Ägande, Rörlig Ersättning, VD, Multipel Regressionsanalys.

Abstract

Title: Institutional ownership and its impact on variable remuneration – A survey of the relation between institutional ownership in Swedish listed companies and the proportion of variable remuneration to the CEO.

Subject: Business Administration, Bachelor Thesis in Corporate Governance, 15 ECTS credits, School of Management and Economics, Lund University

Seminar date: 2012-01-13

Authors: Lindström Johan, Svensson Magnus & Wirén Emma

Advisor: Kärreman Matts, Doctor of Economics & Assistant professor

Purpose: The purpose of this thesis is to use an agency theory perspective to examine whether ownership structure and ownership behavior is related to the design of variable remuneration to the CEO, focusing on institutional ownership.

Methodology: Quantitative method, Correlation Analysis and Multiple Regression Analysis

Empirical foundation: The study includes the years 2006, 2008 and 2010. The sample consists of 40-41 companies per year from OMX Stockholm Large Cap. The term institution includes Fristedt & Sundqvist (year 2006 and 2008) definition of “Institutionssfären”.

Conclusion: The likelihood of institutional owners using exit to exercise influence is greater than the use of voice. The opposite applies for non-institutional owners. Institutional owners as a group do not affect the variable remuneration to the CEO in portfolio companies. Owner behavior based on exit and voice influence the composition of the variable remuneration to the CEO.

Key words: Agency Theory, Exit & Voice, Ownership Structure, Institutional Ownership, Variable Remuneration, CEO, Multiple Regression

Förord

Först och främst vill vi rikta ett stort tack till vår handledare Matts Kärreman som under uppsatsens framställning kommit med många värdefulla synpunkter och väglett oss genom den stundtals tuffa processen.

Vi vill även tacka Sven-Ivan Sundqvist för tillgången till databasen SIS Ägarservice. Utan denna databas hade studien inte kunnat genomföras på det sätt som gjorts.

Johan Lindström, Magnus Svensson och Emma Wirén

Lund, Januari 2012

Centrala begrepp

Institution: Juridisk person som förvaltar flera olika individers kapital och intressen.

Institutionell ägare: Institution som äger aktier i ett portföljföretag.

Portföljföretag: Företag som ingår i en institutions aktieportfölj.

Principal: Aktieägare och kapitalplacerare.

Agent: Kapitalförvaltare och företagsledning.

Agentkostnad (Agentteori): Risken att en agent inte uppfyller kontraktet med en principal.

Styrningsglapp: Separation av ägande och kontroll.

Svensk kod för bolagsstyrning: Koden består av regler som behandlar bolagsstyrningsfrågor för aktiebolag. Regelverket följer principen ”följ eller förklara” och innebär att företag kan avvika från koden men att de i sådant fall är tvungna att motivera avvikelserna i årsredovisningen.

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	9
1.1 Introduktion	9
1.2 Bakgrund	10
1.2.1 Ersättningsstruktur	10
1.2.2 Fastställande av ersättning till VD	12
1.3 Diskussion om institutionellt ägande.....	13
1.4 Tidigare forskning	15
1.4 Positionering	17
1.5 Syfte.....	18
1.6 Frågeställning	19
1.7 Målgrupp	19
1.8 Omfattning.....	19
1.9 Disposition	20
2. Teoretiska resonemang.....	21
2.1 Val av teori	21
2.2 Bolagsstyrning	22
2.3 Agentteorin	22
2.3.1 Kritik mot agentteorin.....	22
2.4 Exit & Voice.....	23
2.4.1 Exitbeteende.....	24
2.4.2 Voicebeteende.....	25
2.4.3 Institutioners tendens att använda Exit och Voice.....	25
2.5 Intressentteorin	26
2.6 Hypotesformulering.....	27
3. Metod	30
3.1 Vetenskaplig utgångspunkt.....	30
3.2 Tillvägagångssätt	31
3.3 Avgränsning.....	31
3.4 Validitet & Reliabilitet	31
3.5 Primärdata eller sekundärdata	32
3.6 Källkritik.....	32
3.7 Val av definitioner	34

3.8 Val av kategorisering.....	35
3.9 Undersökningsmetod.....	36
3.9.1 Statistisk undersökningsmetod.....	36
3.10 Urval.....	37
3.11 Dataunderlag.....	37
3.11.1 Variabler.....	37
3.12 Val av statistisk metod.....	39
3.12.1 Hypotesprövning.....	40
3.13 Operationalisering.....	41
3.13.1 Bortfall.....	42
3.13.2 Kategorisering utifrån ägarbeteende.....	42
4. Resultat & Analys.....	45
4.1 Kategorisering.....	45
4.1.1 Diskussion.....	46
4.2 Korrelationsanalys.....	46
4.2.1 Test 1.....	46
4.2.2 Test 2.....	47
4.2.3 Test 3.....	47
4.2.4 Test 4.....	48
4.2.5 Diskussion.....	49
4.3 Multipel regressionsanalys.....	51
4.3.1 Test 5.....	51
4.3.2 Test 6.....	53
4.3.3 Diskussion.....	54
5. Avslutning.....	56
5.1 Slutsatser.....	56
5.2 Förslag till vidare studier.....	58
6. Referenslista.....	60
6.1 Tryckta källor.....	60
6.2 Elektroniska källor.....	62
6.3 Årsredovisningar.....	63
Bilaga 1 – Manual för datainsamling.....	65
Bilaga 2 – Manual för kategorisering.....	66

Bilaga 3 – Institutionssfären.....	67
Bilaga 4 – Företag noterade på OMX Stockholm Large Cap	68

1. Inledning

I inledningskapitlet ges en introduktion och bakgrund till ämnet som uppsatsen behandlar. Därefter följer en diskussion om institutionellt ägande följt av en redogörelse för tidigare forskning på området. Uppsatsens positionering klargörs och följs av en redogörelse för uppsatsen syfte och frågeställningar. Därefter följer en belysning av uppsatsens målgrupp, förutsättningar och fokus. Kapitlet rundas sedan av med en förklarande disposition av uppsatsens upplägg.

1.1 Introduktion

Svenska börsföretag har ett stort antal olika ägare vilka innehar en större eller mindre ägarandel. Ägarstrukturerna kan se olika ut och innefattar oftast både företag, institutioner privatpersoner och utländska ägare. I uppsatsen syftar ordet ”institution” på organisationer som förvaltar andras kapital genom aktieinnehav, där kapitalförvaltande är väsentligt för deras huvudnäring. Ett exempel på institution är pensionsförvaltare.

Under senare år är det framförallt det institutionella ägandet som har tagit en allt större ägarandel i de svenska börsföretagen (Aktiespararna, 2007; Svenskt näringsliv, 2008; Sveriges Riksbank, 2004). En granskning av företagen noterade på Stockholmsbörsens Large Cap-lista visar att i princip alla företag har en ägarstruktur där institutionella ägare finns med.

Det ökade institutionella ägandet kan bland annat förklaras av införandet av det nya pensionssystemet på 1990-talet. Det tidigare systemet ersattes med ett personligt sparkonto där varje medborgares intjänade pension sparas. Kontot är av en sådan karaktär att varje individ själv förfogar över rätten att placera kapitalet. Privatpersoner har föredragit att överlåta förvaltandet av sitt intjänade kapital till organisationer framför ett privat aktieäggande. Sparandet i fonder och försäkringar har även ökat och bidragit till det växande institutionella ägandet. Det här beteendet grundar sig på institutionernas lockande erbjudande om diversifierade aktiefonder som ska ge en hög avkastning till en relativt låg risk. (Carlsson, 2007, s.1041) Samtidigt har det under lång tid funnits restriktioner kring institutioners ägarandelar. Enligt 7 kap 6 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden och 4 kap 9 § lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-Fonder) får fondbolag och pensionsbolag inte äga en andel som överstiger fem respektive tio procent i ett enskilt företag.

På grund av utvecklingen har även diskussionen i media kring institutionellt ägande och dess påverkan på samhället och näringslivet intensifierats. Rubriker likt följande har medverkat till

en ökad uppmärksamhet kring företeelsen, ”*Institutionellt ägande hotar ekonomin*” (Svenskt Näringsliv, 2008), ”*Inter IKEA och försäkringsjättar delägare i skandalbolaget*” (Aftonbladet 2011), ”*Börsbolagen behöver bättre ägare*” (Bergh & Co). I artiklarna ovan förs främst en diskussion kring hur institutioner bör agera som ägare.

I teorin är det aktieägarna som genom sin rösträtt bestämmer ett företags förehavanden men i praktiken kan det vara svårt att styra verksamheten om den domineras av ett spritt aktieäggande (Arnold, 2009 s. 16). För att ägarna ska kunna utöva kontroll över sina verksamheter, använder sig aktieägare främst av metoderna övervakning och skapande av incitament Båda dessa metoder syftar till att minska agentkostnad som uppstår till följd av styrningsglapp. (Kim *et al.* 2010 s. 5) En av de mest uppmärksammade formerna av incitament är enligt författarna det monetära ersättningssystemet som syftar till att förena företagslednings intressen med aktieägarnas.

I Sverige betalas det årligen ut drygt 10 miljarder kronor i ersättningar till börsföretagens ledande befattningshavare (Aktiespararen, 2008 s. 10). Den rörliga delen av den här ersättningen utgör pengar som företagen teoretiskt sett istället skulle kunna disponera i form av utdelning till aktieägarna. Ersättningsbeloppet kan enligt författarna därför ställas mot utdelningen till aktieägarna som ligger på ca 130-140 miljarder kronor (Aktiespararen, 2008 s. 10).

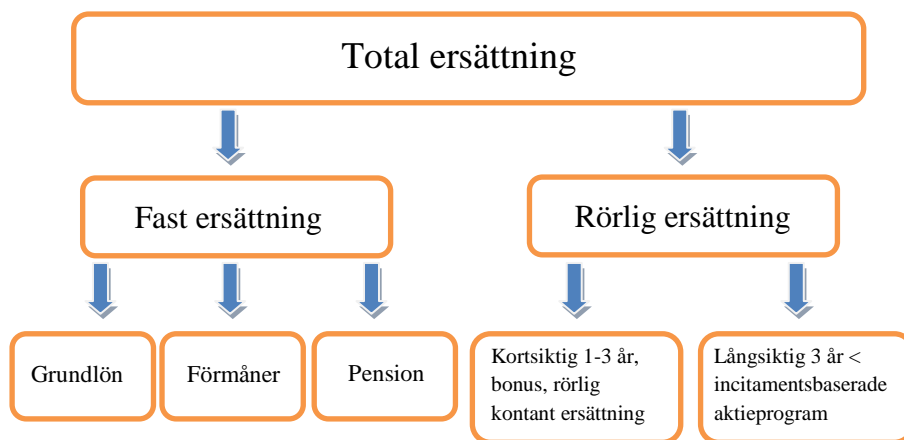
1.2 Bakgrund

1.2.1 Ersättningsstruktur

Den totala ersättningen till en VD i ett börsnoterat företag kan bestå av flera olika delar. Det finns ingen lag som reglerar vilka komponenter som ska ingå i företags ersättning till VD. Inte heller finns det någon särskild mall på hur ett optimalt ersättningssystem ska se ut. Ett företag måste därför själva välja ett ersättningssystem som är anpassad för deras specifika situation. Målet är att det valda belöningsystemet ska bidra till att företagsledarna agerar enligt ägarnas intresse och därmed ger positiva effekter för företaget (Kim *et al.* 2010 s. 13).

Nedan följer en beskrivning av de olika ersättningskomponenterna som används i de svenska börsnoterade företagen.

Figur 1. Ersättningsstruktur



Fast ersättning

Den fasta lönen benämns oftast som en grundlön vilken ska vara konkurrenskraftig utifrån uppdragets storlek, art och ansvar. Värderingen sker utifrån bolagets storlek och komplexitet samt med utgångspunkt i den utbildning och erfarenhet personen i fråga har (Svenskt Näringsliv, 2006 s.12). I den fasta lönen ingår även eventuella förmåner såsom tjänstebil och hälsovård (Kim *et al.* 2010 s. 14).

Pension och avgångsvederlag

I samband med att VD lämnar företaget aktualiseras en ersättning i form av pension och i vissa fall kan även ett avgångsvederlag förekomma (Kim *et al.* 2010 s. 22).

Kortsiktig rörlig ersättning

En rörlig kontant ersättning har avsikten att motivera VD att åstadkomma goda resultat på kort- eller medellång sikt oftast på 1-3 år (Svenskt Näringsliv, 2006 s. 13). Den här typen av ersättning utgår oftast i form av en bonus som är kopplad till på förhand bestämda och mätbara resultatmål, exempelvis ett försäljningsmål, en vinstnivå eller rörelsemarginal. (Kim *et al.* 2010 s.15) (Svensk kod för bolagsstyrning, 2010)

Långsiktig rörlig ersättning

Många ledande befattningshavare får också ersättning i form av långsiktiga incitamentsprogram. Den långsiktiga rörliga delen kopplas till mål på längre sikt på tre eller fler år. Den långsiktiga delen består oftast av tilldelning eller köp av aktier i bolaget, konvertibler, olika typer av optioner samt andra finansiella instrument. Syftet med de här

långsiktiga incitamentsprogrammen är att motivera VD att i enlighet med aktieägarnas intressen utveckla bolaget långsiktigt. (Svenskt Näringsliv, 2006 s. 13)

Rörlig ersättning är en allt mer förekommande form av ersättning till toppchefer i svenska företag (Svenskt Näringsliv, 2006 s. 13). Enligt en undersökning som Sif (Svenska industritjänstemannaförbundet) gjorde 2007 använder drygt 75 procent av företagen sig av rörlig ersättning till sin VD (Fackförbundet Unionen, 2010 s. 7). Trenden med rörlig ersättning kommer från USA där i genomsnitt hela 62 procent av en VD:s totala ersättning utgörs av en rörlig del (Kim, *et al.* 2010 s. 23). Eftersom det ofta är konsultbyråer som säljer in koncept för ersättning medför det att det finns en stor likriktning i hur ersättningssystemen är utformade, oavsett var företaget finns och vilken typ av verksamhet det har (Fackförbundet Unionen, 2010 s. 7).

Som ett led i den kritik som under början av 2000-talet riktats mot några större svenska företags hantering av ersättningar till VD, har Svenskt Näringsliv (2006) utgivit rekommendationer angående ersättningsfrågor till VD och ledande befattningshavare. Syftet är att sprida kunskap om goda principer för hanterandet av frågor kopplade till förtroende för bolag. I vägledningen anges bland annat att den rörliga delen alltid bör innehålla ett ”tak”. Detta på grund av de svårigheter som kan föreligga med att sätta mål och i övrigt förutspå en aktiekursutveckling. Även Svensk kod för bolagsstyrning (2010) anser att företagen ska fastställa gränser för det maximala möjliga utfallet av den rörliga lönen.

Ur ett internationellt perspektiv är de svenska ersättningarna till VD inte bara betydligt lägre än genomsnittet i USA utan även lägre än genomsnittet för övriga Europa. I en studie av PR-firman Hallvarsson & Halvarsson, framkom att de svenska befattningshavarnas ersättning endast uppgår till 43 procent av medeltalet för internationella kollegor vid en genomgång av både fast och rörlig ersättning. Skillnaden kan naturligtvis bero på att svenska företag ofta är något mindre än de utländska och därmed har lägre löner. Om man emellertid korregerar för storleken på företagen fann studien att den svenska ersättningsnivån ändå bara utgör drygt 60 procent av den internationella standarden. (Aktiespararen 2008 s. 12)

1.2.2 Fastställande av ersättning till VD

Innan författarna går djupare in i ämnet beskrivs kort på vilket sätt ersättning till en VD bestäms. Beslutsprocessen tar sig i uttryck enligt följande;

I Sverige är det styrelsen som bestämmer VD:s ersättning. Tidigare var ersättning oftast en fråga för styrelseordföranden vilken hade begränsade krav på inflytande och information från andra håll (Svenskt Näringsliv, 2006, s. 5). Idag ska börsnoterade företag enligt Svensk kod för bolagsstyrning utse ett ersättningsutskott inom styrelsen som bestämmer struktur och storlek på ersättningen. Ersättningsfrågorna behandlas i en mycket större process än tidigare och såväl aktieägare, kunder, leverantörer och media ställer större krav på insyn (Svenskt Näringsliv, 2006, s. 5). Ägarna kan indirekt styra ersättningarna genom att på bolagsstämman rösta fram styrelserepresentanter. Enligt 7 kap 61 § aktiebolagslagen (2005:551) är det också ägarna som på årsstämman ska fatta beslut om riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare. Det är dock styrelsens arbete med ersättningsfrågorna och deras behandling i företagets information som är det viktigaste ledet i beslutet av ersättningsstruktur (Svenskt Näringsliv, 2006 s. 5).

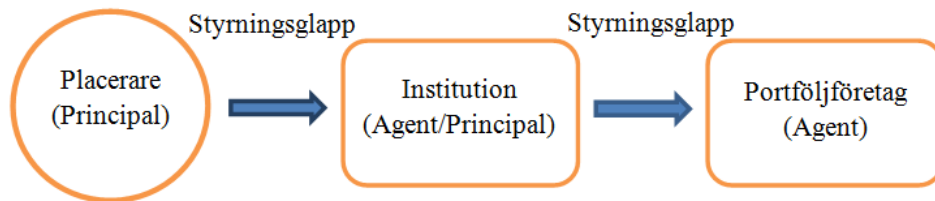
Under våren 2009 utgav EU-kommissionen en rekommendation om ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade företag (2009/3177/EG). Detta har medfört att man i Sverige nyligen fått revidera Svensk kod för bolagsstyrning för att ta in de här riktlinjerna. Enligt riktlinjerna ska ersättningar utformas ”med syfte att säkerställa bolagets tillgång till befattningshavare med den kompetens bolaget behöver till för bolaget anpassade kostnader så att de får för verksamheten avsedda effekter”. I koden står det även att bolagsstämman ska besluta om samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen. Bolagsstämmans beslut ska alltså omfatta de väsentliga villkoren i programmet.

1.3 Diskussion om institutionellt ägande

En institution är en juridisk person som förvaltar flera olika individers kapital och intressen. Författarna menar att det är problematiskt för institutionen att representera alla dessa olika individer samtidigt. Vi menar även att de människor som arbetar för institutioner är professionella och inte är personligt bundna till det kapital som de placerar. Situationen leder till att institutioners förhållningssätt gentemot kapitalet avviker från en privat aktieägars.

I bolag med institutionellt ägande menar vi också att det uppstår flera led av styrningsglapp. Såsom *figur 2* illustrerar nedan kan intressekonflikter uppkomma både mellan de enskilda investerarna och ledningen inom institutionen, parallellt med den som uppstår mellan företagsledning i portföljföretagen och institutionen som enhet. Vi menar att detta förhållande inte råder mellan en icke-institutionell investerare och portföljföretag.

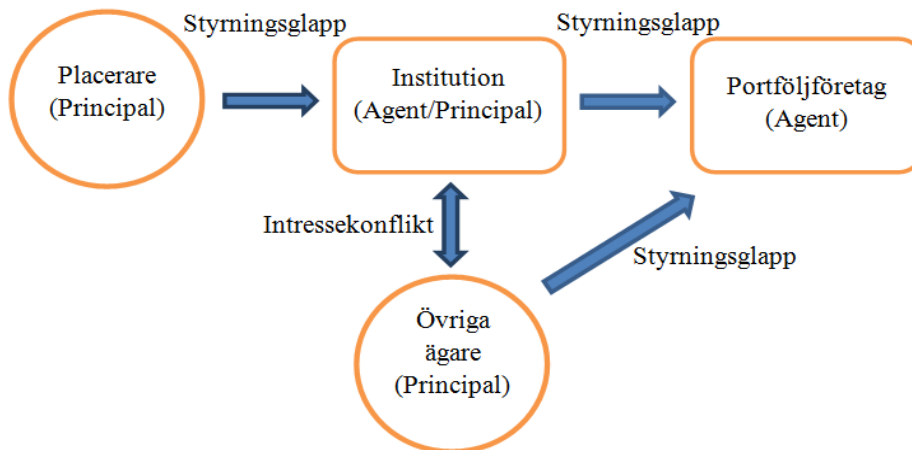
Figur 2. Styrningsglapp



En institution agerar således både som agent i förhållande till sina egna placerare samt som principal i relation till portföljföretaget, till skillnad från en icke- institutionell placerare som endast agerar principal.

Det finns följaktligen två led av styrningsglapp som måste överbryggas för placerarna i institutionerna för att deras intressen ska respekteras i portföljföretagen. Varje led av styrningsglapp gör att placerarna får svårare att påverka och kontrollera sin egen egendom. Framförallt drabbas de mindre placerarna i institutionerna eftersom deras andel inte är tillräckligt stor för att effektivt kunna utöva inflytande över institutionen, vilket medför att deras intressen måste kompromissas med övriga ägares. När sedan institutionen ska försöka influera portföljföretaget är institutionen enbart en av många ägare. Är institutionen inte en tillräckligt stor ägare kommer naturligtvis även deras intresse att kompromissas med övriga ägares intressen i portföljföretaget. Som en konsekvens av detta riskerar de institutionella småplacerarnas intresse att i förlängningen helt förbises. Vi menar därför att incitament skulle kunna vara ett effektivt verktyg för att synkronisera placerarnas vilja med portföljföretaget och på så vis överbrygga de två styrningsglappen.

Figur 3. Styrningsglapp & intressekonflikter



Figur 2 kan utvecklas med ytterligare ett led (se Figur 3) då intressekonflikter också kan uppstå mellan de övriga placerarna i portföljföretagen och institutionen. Detta eftersom olika ägare har olika mål, intressen och tidsperspektiv på sina placeringar.

Frågan uppkommer hur institutioner hanterar agentkostnad och intressekonflikter. För principalerna uppstår en svår avvägning av hur mycket resurser som ska förbrukas för att öka kontrollen innan det påverkar avkastningen negativt. Vi menar att gränsen är omöjlig att avgöra i praktiken till följd av att fenomenet är alldeles för svårt att mäta.

Som nämnts i avsnitt 1.1 "Introduktion" kan ägare minska agentkostnad genom övervakning och införande av incitament. Det rörliga ersättningssystemet till en VD är en form av incitament för att minska agentkostnad. Författarna finner detta verktyg synnerligen intressant till följd av symbolvärdet som en VD- ersättning besitter samt att nivån och strukturen ständigt omdebatteras i media.

1.4 Tidigare forskning

En hel del forskning har bedrivits om effekterna av institutionellt ägande. Det är framförallt forskning baserad på den amerikanska marknaden som har varit dominerade under en längre tid. Allt fler undersökningar har emellertid under senare tid även påbörjats i andra länder.

Stor del av forskningen på området har behandlat huruvida det institutionella ägandet påverkar portföljföretagets lönsamhet (se Duggal & Millar, 1999; Elayasiyani & Jia, 2010). Andra undersökningar kartlägger effekterna på utdelningspolitik (t.ex. Grinstein & Michaely, 2005; Khan, 2006). Tidigare forskning har visat ett signifikant samband mellan storleken på

ägarandel och ersättning till VD. De här studierna visar dock inte vilken typ av ägare som påverkar ersättningarna till företagsledarna. (David *et al.* 1998)

I en undersökning av Maug (1998) framkommer att institutionella ägares övervakning av företagsledningen beror på storleken på deras ägarandelar. Förklaringen till detta fenomen är att ju högre andelar man har i sin ägo desto svårare är det att byta ut dem. Detta på grund av att marknaden i regel efterfrågar mindre mängder, vilket leder till att man behåller aktierna längre och därmed blir övervakning det främsta sättet att maximera sin avkastning. På samma sätt är mindre andelar i företagen lättare att byta ut och således är behovet inte lika stort att övervaka företagets ledning.

Vidare visar forskning (Parrino *et al.* 2003) att det är vanligare att de institutionella ägarna väljer att sälja sina andelar i företagen snarare än att försöka utöva inflytande och påverka portföljföretagets ledning. Dessutom har det konstaterats att institutionella ägare sällan har någon egen representant i styrelsen hos portföljföretaget (Cornett *et al.* 2007). Dock visar undersökningen också att de institutionella ägarna över tiden blivit alltmer aktiva och utövar större inflytande än tidigare över portföljföretagens ledning.

Relationen mellan institutionellt ägande och ersättning till portföljföretagens VD har studerats i många undersökningar (bl.a. David *et al.* 1998; Hartzell & Starks, 2003; Ozkan, 2007). I dessa studier fann man att institutionella ägarkoncentrationer har en negativ korrelation med ersättningen till portföljföretagens VD. Som kontrast till dessa resultat finns Brandes *et al.* (2005) studie som visar på motsatt resultat, att högre institutionellt ägande leder till högre ersättning till VD. Den senare undersökningen visar även att incitament baserad ersättning utgör en allt högre andel av den totala ersättningen.

I Sverige finns få genomförda undersökningar angående institutionellt ägande. Ett mindre antal uppsatser på kandidat och magisternivå har emellertid nyligen publicerats, i synnerhet ”*Institutionella investerare – aktiva ägare eller passiva förvaltare? En studie av hur institutionellt ägande påverkar ersättningar till ledande befattningshavare i Sverige*” (Gustafsson & Norin, 2009), där författarna undersökte hur institutionellt ägande påverkar VD-lönerna i portföljföretagen. Studien fann dock inget statistiskt signifikant samband mellan dessa faktorer. Uppsatsen ”*Institutionella placerare som aktieägare – en studie av fondbolags, försäkringsbolags och AP-fonders användande av exit och voice*”¹ som

¹ Begreppen exit och voice förklaras i avsnitt 2.4 ”Exit & Voice”.

ägarstyrningsmekanismer” (Ahlstedt *et al.* 2003) studerade vilka handlingsalternativ institutionella ägare har och vilka alternativ de väljer. Undersökningen kom fram till att institutionella ägare under de senaste 20 åren har gått från att använda exit som ägarstyrningsmekanism till att idag använda voice i en alltmer ökad utsträckning.

Kandidatuppsatsen ”*Aktieägarnas betydelse – en studie av ersättningssystemets utformning i noterade bolag*” (Eckerbom *et al.* 2009) studerade företagens ägarkoncentration och dess samband med ersättningssystemets utformning till VD. Studien fann att herrelösa företag tenderar att ha en högre rörlig ersättning än företag med en hög ägarkoncentration.

1.4 Positionering

Inspiration till den här studien har författarna hämtat från Brandes *et al.* (2005) som delade upp ersättning till VD i incitamentsbaserad ersättning och fast ersättning. Som nämnts ovan i avsnittet ”tidigare forskning” finns det motstridiga forskningsresultat beträffande andel institutionellt ägande och storlek på ersättningen till VD. För att förklara de här motstridiga resultaten vill författarna undersöka om institutionellt ägarbeteende har ett samband med ersättningsstrukturen.

Då en stor del av forskningen tidigare bedrivits i utländska företagskontexter anser författarna att ytterligare utredningar som behandlar ägarbeteende utifrån en svensk kontext skulle innebära ett tillskott för att bättre kunna beskrivna institutionellt ägarbeteende och dess konsekvenser i Sverige.

De tidigare nämnda studentuppsatserna har behandlat liknande område. Framförallt Gustafsson & Norin (2009) som behandlar institutionella ägare och dess samband med ersättning till portföljföretagens VD. Studien var en kvantitativ undersökning i form av en regressionsanalys, där man studerade svenska företag registrerade på OMX Stockholm Large Cap-lista under 2007. Undersökningen fann inte något signifikant samband mellan institutionellt ägande och rörlig ersättning till VD. En tänkbar förklaring till att man inte fann något signifikant samband kan bero på att urvalet i undersökningen (Körner & Wahlgren, 2006 s. 131) endast bestod av 47 observationer efter bortfall.

Författarna till den här kandidatuppsatsen menar att det är svårt att uppnå tillfredsställande resultat genom en regressionsanalys med enbart 47 observationer. Författarna anser också att det finns problem med att enbart fokusera sitt urval till en tidpunkt. Om målsättningen är att se hur sambandet mellan institutionellt ägande och rörlig ersättning ser ut torde det vara bättre att iakttaga fenomenet över en längre tidsperiod eftersom riktlinjerna för VD ersättning ofta

fastställs för tidsperioder på mer än ett år i taget. För att åstadkomma detta krävs ett tidsperspektiv över flera år så att ägarstrukturen hinner förändras, men också så att ägarna hinner påverka styrelsen, vilka i sin tur måste få tid att anta nya principer för ersättningsstrukturen till VD. Som konsekvens av detta resonemang kommer denna studie att ta hänsyn till ett längre tidsperspektiv. Författarna anser också att ett längre tidsperspektiv medför att undersökningen i högre grad rensas från slumpfaktorer vilka kan påverka resultatet.

Författarna menar att måttet utbetald rörlig ersättning kan påverkas av faktorer såsom till exempel konjunktur, branschtrender och bokförningsmässiga åtgärder. Den faktiska utbetalda rörliga ersättningen beskriver således inte fullt ut aktieägarnas bakomliggande hantering av agentproblematik. För att rensa från dessa faktorer kommer författarna istället att studera portföljföretagens ersättningspolicy. I policyn framgår oftast hur stor del av den rörliga ersättningen som maximalt får betalas ut. Författarna anser att det är den maximala gränsen för rörlig ersättning som är intressant eftersom det främst är policyn som signalerar hur ägarnas hantering av agentproblematiken verkligen ser ut.

Gustafsson & Norin (2009) behandlar institutionella ägare som en enda grupp. Författarna identifierar även här ett problem eftersom olika institutionella ägare har olika syften med sitt aktieinnehav och således bör ha olika beteenden. En behandling av institutionella ägare som en och samma grupp kan därför ge en ofullständig förklaring till sammansättning av ersättningen till portföljföretagets VD. Till skillnad från ovan nämnda uppsats kommer vi därför att dela upp institutionerna efter beteenden.

Sammanfattningsvis kommer vår studie att genomföras i en svensk företagskontext. Den kommer att innefatta ett större antal observationer än tidigare då fler år kommer att studeras. Vi kommer också att dela in de institutionella ägarna i olika kategorier vilka förväntas bidra till en utökad bild av institutionellt ägande och ersättningar till VD i portföljföretagen.

1.5 Syfte

Författarna ämnar att utifrån ett agentteoretiskt perspektiv undersöka ägarstruktur och ägarbeteendens samband med utformning av rörlig ersättning till verkställande direktören i portföljföretagen, med fokus på institutionellt ägande.

Då tidigare forskning främst fokuserats på studier utomlands vill författarna bidra med att ge en vidare bild över institutionellt ägande i svenska börsföretag.

1.6 Frågeställning

Studien ämnar besvara följande frågeställningar:

1. Påverkar institutionellt ägande den rörliga ersättningen till VD i portfölj företag?
2. Påverkar ägarbeteenden andelen rörlig ersättning till VD i portfölj företag?

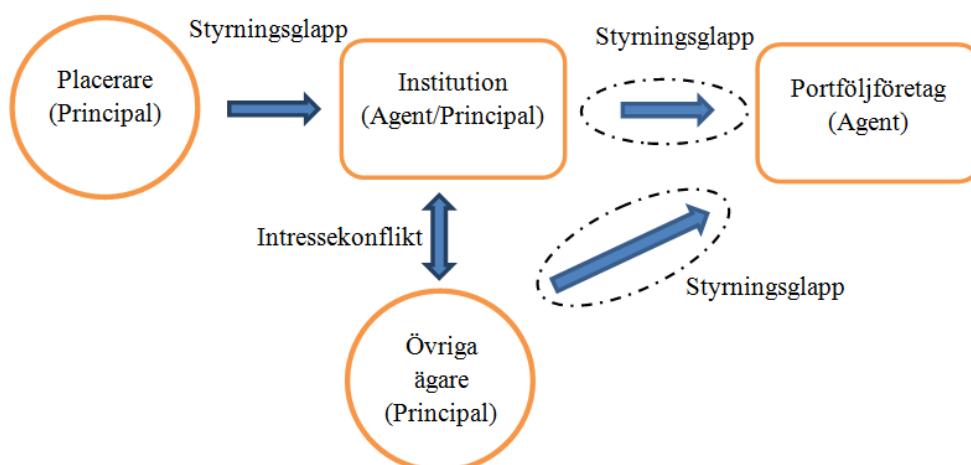
1.7 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig främst till universitets- och högskolestudenter med en företagsekonomisk inriktning. Studien bör även intressera institutioner, institutionernas placerare, samt dess portfölj företag då uppsatsen behandlar institutioners ägarbeteende. Företagsstyrelser kan samtidigt förväntas finna studien intressant då den bidrar till en inblick i hanteringen av styrningsglapp.

1.8 Omfattning

Hantering av agentkostnad till följd av styrningsglapp studeras både mellan institutioner och portfölj företag samt mellan icke-institutioner och portfölj företag. Fokus kommer emellertid att ligga på institutioner. Författarna avser att studera institutioners agerande som principal, det vill säga när institutioner agerar principal och portfölj företaget agent. Följdaktligen kommer förhållandet mellan institutionernas placerare och institutioner som agenter inte att studeras. Bilden nedan illustrerar uppsatsens omfattning där de inringade pilarna motsvarar det område uppsatsen främst behandlar.

Figur 4. Uppsatsens omfattning



1.9 Disposition

Kapitel 1:

I inledningskapitlet ges en introduktion och bakgrund till ämnet som uppsatsen behandlar. Därefter följer en diskussion om institutionellt ägande. Tidigare forskning på området belyses och uppsatsens positionering utifrån den tidigare forskningen klargörs. Vidare följer en beskrivning av uppsatsens syfte och de frågeställningar som ämnas besvaras. I det inledande kapitlet framgår även uppsatsens målgrupp, förutsättningar samt dess fokus.

Kapitel 2:

Kapitlet inleds med en motivering av valda teorier vilka kommer ligga till grund för kommande analys och slutsats. Motiveringen åtföljs av en beskrivning av de valda teorierna och den eventuella kritik som är riktad mot dem. Slutligen formuleras hypoteser utifrån teorin och tidigare forskning på området.

Kapitel 3:

I detta kapitel redogörs för vilka metodologiska angreppssätt som använts vid utförandet av studien. En kritisk analys av de data och den metod som använts följs av en beskrivning av valda definitioner. Därefter följer en beskrivning av studiens operationalisering.

Kapitel 4:

Kapitlet inleds med en genomgång av resultatet från kategoriseringen och efterföljs av en diskussion. Vidare prövas hypoteser genom en korrelations- och regressionsanalys. Därefter presenteras resultaten från testerna var för sig med en efterföljande diskussion.

Kapitel 5:

Inledningsvis presenterar författarna de slutsatser som uppsatsen har gett upphov till. Förslag till vidare forskning behandlas avslutningsvis och bygger på våra reflektioner, resultat och självkritik.

2. Teoretiska resonemang

Kapitlet inleds med en motivering av valda teorier vilka kommer ligga till grund för kommande analys och slutsats. Motiveringen åtföljs av en beskrivning av teorierna och den eventuella kritik som är riktad mot dem. Slutligen formuleras hypoteser utifrån teorin och tidigare forskning på området.

2.1 Val av teori

För att bedöma vilka teorier som är relevanta för den här uppsatsen har författarna valt att studera tidigare forskning i ämnet bolagsstyrning. *Agentteorin* visade sig central för majoriteten av underlaget och vi valde att ha den som utgångspunkt för uppsatsen. Andra forskare inom området har gjort liknande antaganden och förhållningssättet underlättar även en jämförelse av resultat. Inställningen ger författarna möjlighet att undersöka de institutionella ägarnas hanterande av styrningsglapp genom incitament. Oundvikligen innebär inställningen en förenkling av en komplex verklighet men för att få tillfredsställande resultat krävs ett visst mått av förenkling. En genomgång av teorin återges under avsnitt 2.2 ”*Agentteorin*”. Författarna är dock medvetna om den kritik som riktas mot *agentteorin* och har därför valt att presentera *stewardshipteorin*, vilken fungerar som en motpol mot den mer vedertagna *agentteorin*. Eftersom uppsatsen skrivs utifrån ett bolagsstyrningstema inleds kapitlet med en kort beskrivning av ämnet bolagsstyrning.

Då författarna har för avsikt att dela upp ägarna efter beteenden, har olika teorier sökts vilka kan motivera sådan kategorisering. Vid en diskussion författarna emellan, framkom att orsaken till att tidigare uppsatser inte urskiljt något samband mellan institutionellt ägande och rörlig ersättning till VD, kan bero på att hänsyn inte tagits till på vilket sätt institutionerna utövar inflytande som ägare. Författarna kom genom tidigare studier i kontakt med Hedlund *et als.* (1985) resonemang om olika ägarbeteende utifrån begreppen *exit* och *voice* och ansåg att de kunde fungera som underlag för en kategorisering. Författarna menar att en indelning utifrån *exit* och *voice* tar hänsyn till att institutioner agerar annorlunda beroende på förhållandena kring deras ägande i varje enskilt portfölj företag. På grund av detta resonemang har vi valt att beskriva *exit* och *voice* vilket ska fungera som en grund vid kategoriseringen av ägarbeteenden.

Under studiens gång har författarna dock kommit till insikt om att det inte endast är ägarna som utövar inflytande över bolagsstyrningsfrågor såsom exempelvis ersättningar. Ett företag

måste även beakta andra intressenter vid utformandet av dessa frågor. På denna grund har därför författarna valt att inkludera *intressentteorin*. *Intressentteorin* är tänkt att bidra med en bredare syn på den problematik som uppstår och kommer att användas vid en analys av studiens resultat.

2.2 Bolagsstyrning

Bolagsstyrning innebär det system som ligger till grund för ett företags ledning och kontroll. Området innefattar relationen mellan ägare, styrelse och företagsledning. Interaktionen mellan dessa grupper preciserar vidare företagets målsättning, begränsningar för företagsledning och fastställande av olika belöningar för företagsledning. (Arnold, 2008 s. 16)

2.3 Agentteorin

Utifrån ett bolagsstyrningsperspektiv begrundar agentteorin samspelet mellan aktieägare (principal) och företagsledning (agent) likt ett kontrakt. Agentteorin speglar företagsledningens beteende med misstro och utgår ifrån att de som agenter handlar i egenintresse och inte alltid i aktieägarnas. (Tricker, 2009 s.219-220)

Aktieägarna ger företagsledningen förtroende att driva och förvalta verksamheten. Ett sådant förtroende kan missbrukas om tillfälle ges och resultera i att ledningen använder sin position för att ta ut höga arvoden och förmåner. Aktieägarna och företagsledning har samtidigt ofta olika perspektiv angående risk, vilket kan medföra att agenten inte fullföljer sin principals önskan. Ledningen är även i det allra flesta fall bättre upplysta gällande vad som sker inom företaget, än vad aktieägarna och deras representanter är i styrelsen. En sådan situation skapar en obalans mellan principal och agent beträffande tillgång till information. (Tricker, 2009 s. 10)

För att principalerna ska kunna utöva kontroll över sina verksamheter, använder de sig främst av metoderna övervakning och skapande av incitament (Kim *et al.* 2010 s. 5).

2.3.1 Kritik mot agentteorin

Tricker (2009 s. 222-223) beskriver hur somliga kritiker menar att agentteorin innebär ett snävt synsätt på bolagsstyrning eftersom det främst tar hänsyn till kvantitativa mått. Exempelvis anser de det missvisande att ett företags prestationsförmåga endast kan förklaras utifrån ett studerande av faktorer som incitamentsprogram och styrelsekomposition. Andra kritiska argument som framgår av Trickers framställning är att relationen mellan styrelse och företagsledning inte enbart kan ses utifrån ett kontraktsförhållande. Åsikten är att ytterligare

faktorer likt personliga beteenden, gruppdynamik och politiska övertygelser bör inkluderas för att klargöra området bolagsstyrning.

Agentteorins utgångspunkt med aktieägarna som principaler och företagsledning som agenter, anses även av vissa utgöra en alltför enkel förklaring på en komplicerad verklighet. Exempelvis kan en pensionsfond investera kapital i en hedgefond som i sin tur investerar i ett private equity företag som i sin tur återigen placerar kapitalet i pensionsbolaget och så vidare. Begreppen principal och agent blir vid dessa förhållanden enligt kritikerna svåra att hålla isär.

Agentteorin antar att människan i grunden är självisk och agerar utifrån sina egna intressen framför andras. Ståndpunkten leder inom bolagsstyrning till att företagsledningen kommer att använda sin makt för att tillförsäkra sig personliga fördelar om tillfälle uppstår. Antagandet kritiserar för att inte förklara människors moral i allmänhet. (Tricker, 2009 s. 221-222)

Stewardshipteorin fungerar som en motpol till den mer etablerade agentteorin. Perspektivet väljer att se på bolagsstyrning utifrån ett juridiskt synsätt. Varje företag ses som en separat juridisk enhet där aktieägarna nominerar och utser företagsledning som i sin tur handlar likt en förvaltare. Äganderätten utgör maktpositionen inom företaget och företagsledningen är skyldig att beakta ägarnas intressen. Grundläggande för tankesättet är att individer kan agera utifrån andra intressen än sina egna till skillnad från agentteorin vilken istället framhåller att agenterna agerar i egenintresse. (Tricker 2009 s. 223-224)

2.4 Exit & Voice

Exit och voice är två olika system för företag och organisationer att erhålla information beträffande försämring av den egna prestationsförmågan. (Hedlund *et al* 1985 s. 56)

Hedlund *et al.* (1985, s.56) skriver följande:

”Some customers stop buying the firm’s products or some members leave the organization: this is the exit option. As a result, revenues drop, membership declines, and management is impelled to search for ways and means to correct whatever faults have led to exit.

The firm’s customer or the organization’s members express their dissatisfaction directly to management or some other authority to which management is subordinate or through general protest addressed to anyone who cares to listen: this is the voice option. As a result, management once again engages in search

for the causes and possible cures of customers' and members' dissatisfaction."

[Citerat efter Hirschman, 1970]

Hedlund *et al.* (1985) refererar till Hirschman (1970), som använder begreppen för att förklara relationen mellan ledning och kunder inom företag samt medlemmar i en organisation. Trots att Hirschman (1970) inte nämnvärt berör ägarfrågor, har användningsområdet för benämningarna alltmer övergått till att beskriva och analysera ägarstruktur i företag på aktiemarknaden. (Hedlund *et al.* 1985 s. 57)

Hedlund diskuterar två olika verktyg, exit och voice, som aktieägarna kan använda för att utöva inflytande i företag. Hedlund menar att begreppet exit kan tolkas relativt entydigt med Hirschmans definition för att appliceras på ägarbeteende. Vidare menar han att termen voice måste preciseras ytterligare i relation till Hirschmans definition, för att kunna användas i en ägarkontext. (Hedlund *et al.* 1985 s. 57)

2.4.1 Exitbeteende

Graden av exitbeteende utgår från frekvens och storlek på köp och försäljning av aktier. Ägarnas villighet att använda exitbeteende påverkas av vilka avkastningsmöjligheter de identifierar med aktieinnehavet. På en perfekt fungerande kapitalmarknad skulle varje alternativ som innebär en högre avkastning föredras och innebära ett omedelbart och totalt utträde ur det företaget med den sämre förväntade avkastningen. (Hedlund *et al.* 1985 s. 57)

Ett portföljföretag kan få god information angående hur bra placeringsalternativ verksamheten uppfattas vara när det gäller förväntade utdelningar i förhållande till andra portföljföretag genom olika aktieägares köp och försäljning av aktier. Förhållandet sätter press på ledningen att erbjuda ett placeringsalternativ som ger avkastning på kort sikt och som samtidigt skapar förväntning på ytterligare avkastning i framtiden. Om ägare utövar exit förorsakar det inga direkta problem för ledningen utan det betyder bara en omfördelning av tillgångar och risk bland ägare. Indirekt påverkar dock ett exitbeteende företagens möjligheter att på sikt skaffa lånekapital samt försämrar chanserna att genomföra en nyemission. Ett frekvent exitbeteende tolkas oftast av styrelsen som ett svagt betyg på verksamheten som helhet och ledningens förmåga att driva den.

Exitbeteende förklarar inte motivet bakom inköp eller försäljning av aktier och det uppstår således svårigheter för företagsledningen att tolka vad det är företaget har gjort rätt eller fel. (Hedlund *et al.* 1985 s. 60-61)

2.4.2 Voicebeteende

Hedlund *et al.* (1985 s. 57-58) uttrycker att det finns skilda former av voicebeteende. Författaren menar inledningsvis att voice kan kategoriseras utifrån sättet det utövas på, exempelvis genom deltagande i bolagsstämma, upphävande av röst på bolagsstämma, representation i styrelse, direkt kontakt med företagsledning, deltagande i företagsledning genom anställning, deltagande i politiska forum för att tillgodose företagets intressen eller kontakt med övriga ägare. Vidare kan voice delas upp utifrån innehållet i de åtgärder som initiativet förväntas generera, exempelvis information om företagets situation, förändring av ledningen av bolaget samt beslut om genomförande av specifika affärer.

Separerandet av kontroll från ägare till företagsledning har inneburit att ägares tillsättande av företagsledning har blivit voice viktigaste funktion. (Hedlund *et al.* 1985 s. 61)

2.4.3 Institutioners tendens att använda Exit och Voice

Olika institutioners avsikt med sitt aktieinnehav är avgörande för användandet av exit respektive voice. Institutioner som förvaltar andra intressenters kapital samt har som mål att uppnå högsta möjliga avkastning, tenderar att använda verktyget exit för att utöva inflytande. Organisationer likt staten, intresseorganisationer och rörelsedrivande företag med andra intressen än avkastning torde tendera att använda voice i större utsträckning. (Hedlund *et al.* 1985 s. 64)

Institutionernas kompetens avgör samtidigt om de är villiga använda voice. Näringsorienterade stiftelser, rörelsedrivande företag och investmentbolag torde ha störst utsikt att utöva voice. Genom ett långsiktigt ägande kan även andra institutioner få insikt i verksamheter till en sådan grad att voice kan bli ett alternativ. (Hedlund *et al.* 1985 s. 64)

Omständigheter som påverkar förhandlingsstyrkan gentemot andra aktieägare och företagsledning, så som institutioners storlek och innehavets relativa storlek avgör också benägenheten att använda voice. (Hedlund *et al.* 1985 s. 65)

Institutionernas ägarbeteende präglas med stor sannolikt även av den totala ägarstrukturen. Om portföljföretaget exempelvis saknar andra starka ägare ökar trycket på institutionerna att ta ansvar, vilket leder till ett stegrad voicebeteende. (Hedlund *et al.* 1985 s. 65)

Vidare styr även institutionernas inställning till risk. Förvaltande institutioner är ofta genom lag eller egen politik bundna till ett relativt lågt risktagande. Ytterligare aspekter som inverkar är de beslutsfattandes personliga åsikter och erfarenheter. (Hedlund *et al.* 1985 s. 65)

Enligt Hedlund *et al.* (1985) säger Hirschman (1970) att valet mellan exit och voice påverkas av;

1. En bedömning av alternativa handlingsmöjligheter, exempelvis omplacering av tillgångar till andra portföljföretag.
2. Möjligheten att påverka företaget positivt. För att kunna göra detta krävs både kompetens och inflytande.

Enligt Hedlund *et al.* (1985) säger Hirschman (1970) att exit många gånger är ett mindre kostsamt alternativ än voice därför att det senare fordrar mer engagemang. Voice är således ett mer riskfyllt sätt att utöva inflytande vilket leder till att riskaversion, allt annat lika, bidrar till ett exitbeteende. (Hedlund *et al.* 1985 s. 63)

2.5 Intressentteorin

Teorin utgår från företagets intressenter, det vill säga alla de individer, grupper och organisationer som påverkar eller påverkas av företagets verksamhet (Kärreman, 1999 s. 71). Det råder alltså ett beroendeförhållande mellan företaget och respektive intressent då företagets reaktion på intressenterna påverkar företagets verksamhet (Ax *et al.* 2005 s. 39). På grund av detta beroendeförhållande är det nödvändigt för företagsledningen att beakta intressenternas legitima anspråk i beslutsfattandet (Kärreman, 1999 s.72). Ett företags intressenter har dock olika intressen och agendor för sin interaktion med företaget. När ett företag försöker tillgodose alla olika intressen blir dock företagsledarna ofta ineffektiva med att tillgodose något mål alls vilket kan leda till högre kostnader och sämre resultat (Kim *et al.* 2010 s. 172). Alla krav kan därmed inte uppfyllas samtidigt. Företagsledningens uppgift blir därför att ständigt göra avvägningar mellan intressentkraven och besluta om vilket intressentkrav som ska prioriteras och vilka som kan uppfyllas vid ett senare tillfälle (Ax *et al.* 2005 s. 40; Kärreman, 1999 s.72). Enligt intressentteorin blir därmed också styrelsen en arena för kompromisser för att kunna koordinera gemensamma riktlinjer och policys (Alvesson & Sveningsson, 2007 s. 101).

Vissa intressentkrav kan därmed på kort sikt vara ouppnådda. Trots företagets beroendeförhållande med intressenterna kan företaget klara sig om företaget ser till att man vid en tidpunkt tillgodoser en intressentgrupps krav och vid en annan tidpunkt tillgodoser en annan. Det hela medför att olika intressentkrav tillgodoses vid olika tillfällen, vilket i ett långsiktigt perspektiv gör att intressenterna känner sig tillfreds. (Ax *et al.* 2005 s. 40).

2.6 Hypotesformulering

Hypoteserna syftar att besvara uppsatsens två frågeställningar:

1. *Påverkar institutionellt ägande den rörliga ersättningen till VD i portföljföretag?*
2. *Påverkar ägarbeteenden andelen rörlig ersättning till VD i portföljföretag?*

Undersökningens inledande hypotes härleds från Brandes *et als.* (2005) forskning som menar att en hög andel institutionellt ägande leder till en högre andel rörlig ersättning. Hartzell & Starks (2003) har också funnit samband mellan ökat institutionellt ägande och ökad rörlig ersättning till VD. Författarna vill pröva om dessa resultat även gäller för en svensk företagskontext.

Gustafsson & Norin (2009) har försökt påvisa sådant samband i en svensk kontext genom regressionsanalys men inte funnit statistiskt signifikant samband. Som vi nämnt i avsnitt 1.4 ”Positionering” vill vi undersöka om det finns ett samband mellan institutionellt ägande och rörlig ersättning. Den inledande hypotesen syftar till att besvara frågeställning 1 och lyder således enligt följande:

Hypotes 1:

H₀: Institutionellt ägande påverkar inte andelen rörlig ersättning positivt

H₁: Institutionellt ägande påverkar andelen rörlig ersättning positivt

Författarna avser att kategorisera ägarna utifrån ett exit- och voicebeteende för att vidare kunna se om ägarbeteende har ett samband med utformningen av den rörliga ersättningen till VD.

Enligt Hedlund *et al.* (1985) innebär exitbeteende att aktieägarna utövar inflytande på företagsledning genom att sälja av andelar i företag. Vi menar att aktieägare med exitbeteende ofta reagerar på betydelsefulla beslut genom försäljning av aktier, vilket medför att gruppens beteende alltid måste beaktas vid beslutsfattande. Författarna menar således att röstning rörande principer för rörlig ersättning på bolagsstämma även indirekt styrs av hotet från att företagets aktier säljs.

Enligt agentteorin hanterar ägare styrningsglappet genom antingen övervakning eller incitament. Ägare med exitbeteende övervakar inte företagsledningen direkt genom

deltagande i beslutsfattande. Detta leder enligt författarna till att behovet av incitament är extra starkt för att minska agentkostnad.

Enligt Hedlund *et al.* (1985) innebär ett voicebeteende att aktieägarna utövar inflytande genom att uttala sin åsikt genom olika kanaler, t.ex. bolagsstämma, media, representation i styrelse och valberedningar. Detta är således en form av övervakning och därmed menar vi att ägare med ett voicebeteende inte i lika hög grad behöver incitamentsbaserad ersättning för att synkronisera ägarnas och företagsledningens mål. Ett voicebeteende borde därför leda till en lägre andel rörlig ersättning till portföljföretagens VD. Hypotes 2 och 3 ämnar besvara uppsatsens andra frågeställning.

Hypotes 2:

H₀: Exitbeteende påverkar inte andelen rörlig ersättning positivt

H₁: Exitbeteende påverkar andelen rörlig ersättning positivt

Hypotes 3:

H₀: Voicebeteende påverkar inte andelen rörlig ersättning negativt

H₁: Voicebeteende påverkar andelen rörlig ersättning negativt

Författarna önskar även undersöka om institutionellt exit- och voicebeteende har en annan effekt på rörlig ersättning än vad icke- institutionellt exit- och voicebeteende har. Orsaken är att författarna efter att ha samlat in data upptäckte att det gick att jämföra ägarbeteenden mellan institutioner och icke- institutioner. Uppsatsen tar här en induktiv ansats vilket diskuteras mer ingående i avsnitt 3.1 ”Vetenskaplig utgångspunkt”. Vårt resonemang i avsnitt 1.3 ”Diskussion om institutionellt ägande”, där vi menar att institutioner synes agera annorlunda än privata aktieägare gav även upphov till följande hypoteser;

Hypotes 4:

H₀: Institutionellt exitbeteende påverkar inte andelen rörlig ersättning positivt

H₁: Institutionellt exitbeteende påverkar andelen rörlig ersättning positivt

Hypotes 5:

*H₀: Institutionellt voicebeteende **påverkar inte** andelen rörlig ersättning negativt*

*H₁: Institutionellt voicebeteende **påverkar** andelen rörlig ersättning negativt*

Hypotes 6:

*H₀: Icke- institutionellt exitbeteende **påverkar inte** andelen rörlig ersättning positivt*

*H₁: Icke-institutionellt exitbeteende **påverkar** andelen rörlig ersättning positivt*

Hypotes 7:

*H₀: Icke-institutionellt voicebeteende **påverkar inte** andelen rörlig ersättning negativt*

*H₁: Icke- institutionellt voicebeteende **påverkar** andelen rörlig ersättning negativt*

3. Metod

I detta kapitel redogörs för vilka metodologiska angreppssätt som använts vid utförandet av studien. En kritisk analys av de data och den metod som använts följs av en beskrivning av valda definitioner. Därefter följer en beskrivning av studiens operationalisering.

3.1 Vetenskaplig utgångspunkt

Med hänsyn till uppsatsens syfte och frågeställning har författarna valt att göra en kvantitativ undersökning.

En kvantitativ metod lämpar sig för information som är lätt att koda i siffror. Metoden medför även att den är lätt att jämföra med andra kvantitativa studier. Dessutom ger kvantitativ data bättre möjligheter till större urval än kvalitativ data, vilket är avgörande för att man ska kunna dra mer generella slutsatser av de resultat man får fram (Rienecker & Stray Jørgensen, 2009 s. 305).

Ett beaktande av flertalet variabler skapar djup i en studie och urvalet skapar bredd (Jacobsen, 2006 s. 73). Det uppstår svårigheter för författarna att åstadkomma en undersökning som tillgodoser båda dessa kriterier. Till följd av tidsbrist och begränsade resurser har därför framställningen fokuserats på att skapa ett brett urval. Diskussionen utvecklas vidare under avsnitt 3.11.1 "Variabler".

Eftersom studien använde agentteorin som utgångspunkt antog den till en början en renodlad deduktiv ansats. Deduktion bygger på att en viss teori används som utgångspunkt och sedan försöker studien bekräfta eller förkasta denna genom insamling av empiri. Risken med en sådan ansats är att empirin medvetet eller omedvetet kan vinklas för att styrka vald teori (Jacobsen, 2006 s. 34-35). Efter att ha genomfört datainsamlingen antog emellertid uppsatsen även en induktiv ansats då författarna utifrån insamlad data skapade ytterligare hypoteser, se avsnitt 2.6 "Hypotesformulering". Induktion innebär att empiri är överordnat teori (Jacobsen, 2006 s. 35).

Studien är av deskriptiv karaktär eftersom syftet inte är att lösa problem utan enbart att beskriva. En deskriptiv undersökning syftar till att beskriva ett visst fenomen. Deskriptiv används ofta tillsammans med en kvantitativ metod och ämnar främst besvara frågan "varför" genom att använda hypoteser. (Lundahl & Skärvad, 1999 s.47-48)

3.2 Tillvägagångssätt

För att besvara syfte och frågeställning har författarna tagit hänsyn till ett flertal faktorer. Faktorer som har studerats är följande;

- Policy för maximal rörlig ersättning till VD i valda portföljföretag
- Ägarstruktur i respektive portföljföretag
- Ägarna kategoriserade utifrån institutioner och icke- institutioner
- Ägarna kategoriserade utifrån ett exit- eller voicebeteende.

Det praktiska insamlandet av data för respektive faktor beskrivs mer utförligt i avsnitt 3.13 ”Operationalisering”, samt i Bilaga 1. Tillvägagångssättet har varit att författarna har kartlagt ägarstrukturen i varje enskilt portföljföretag samt delat in ägarna efter exit- och voicebeteende. Effekten av ägarstrukturen samt olika ägarbeteenden har undersökts genom att studera portföljföretagens rörliga ersättning till VD.

3.3 Avgränsning

Författarna har endast undersökt de 25 största ägarna utifrån rösträtt i varje portföljföretag. Dessa ägare har störst inverkan på beslut rörande ersättning till VD till följd av sin andel röster. Vidare menar författarna att dessa 25 ägare i det allra flesta fall besitter störst andel kapital i företagen vilket samtidigt medför en inverkan på aktuella beslut eftersom dessa ägare kan hota med användandet av ett exitbeteende.

Undersökningen har genomförts vid tre bestämda mätpunkter; åren 2006, 2008, och 2010. Anledningen till att författarna valt att undersöka vartannat år är till följd av resonemanget kring ersättningsstruktur som behandlas i avsnitt 1.4 ”Positionering”.

3.4 Validitet & Reliabilitet

En undersöknings kvalitet är beroende av dess trovärdighet. Trovärdigheten kan beskrivas genom begreppen validitet och reliabilitet. Validitet innebär enligt Eriksson och Wiedersheim-Paul (2008 s. 60) förmågan att mäta det som avses att mäta. Reliabilitet är hur väl mätningen i sig är korrekt (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2008 s. 61). För att en studie ska anses vara reliabel krävs att samma resultat uppnås om studien på fenomenet genomförs igen.

Författarna har strävat efter att hålla en hög reliabilitet genom att föra noggranna anteckningar om undersökningens tillvägagångssätt och motivera de val som gjorts. Utifrån anteckningarna

har författarna utvecklat manualer som beskriver hur datainsamling och kategorisering gått till se Bilaga 1 och 2. Definitioner av undersökningens variabler beskrivs också ingående i avsnitt 3.7 ”Val av definitioner”. En hög validitet har eftersträvat genom att välja en metod som är väl förankrad i både teori och tidigare forskning.

Dessutom har författarna valt att löpande genom uppsatsen ta hänsyn till dessa begrepp. Således återfinns resonemang kring validitet och reliabilitet genom hela uppsatsen.

3.5 Primärdata eller sekundärdata

Uppsatsen har genomgående använt information hämtat från sekundärdata i form av vetenskapliga artiklar, vedertagna bolagsstyrningsteorier samt facklitteratur. I introduktionsavsnittet har även sekundärdata i form av artiklar från dagspress nyttjas för att väcka intresse och belysa debatten kring institutionellt ägande.

Studien har baserats på sekundärdata i form av information beträffande ägarstruktur hämtad från SIS Ägarservice, rörlig ersättning till VD hämtad från respektive portföljförretags årsredovisning, samt information rörande institutioners förvaltningsportfölj. Även den har hämtats från SIS Ägarservice.

Orsaken till att primärdata har förbisetts är på grund av att författarna har ansett sig sakna tid och resurser för att samla in både primär- och sekundärdata. Vidare menar vi samtidigt att tillgången på relevant sekundärdata har varit god beträffande de aspekter som vi vill undersöka.

Fördelen med att använda sekundärdata är att materialet ofta besitter en hög kvalitet, metoden sparar tid och resurser, samt kan ge behörighet till data som annars hade varit svår att samla in. Nackdelen med metoden är att informationen är framtagen i ett annat syfte och kanske inte passar det som ämnas undersökas och i efterhand kan det uppstå problem med att verifiera vilka källor som står bakom materialet. (Bryman & Bell, 2011 s. 231)

3.6 Källkritik

Vid insamlandet av information är det viktigt att vara källkritisk, det vill säga att man värderar och bedömer källornas trovärdighet (Thurén, 2007 s. 9). En tolkning av innebörden av vad som står i källorna kräver både rationalitet och logik. (Thurén, 2007 s. 11) Det finns en rad källkritiska principer man bör ha i åtanke vid återgivandet av information. Enligt Thurén (2007, s. 13) är det en självklarhet att beakta följande principer:

- *”Äkthet. Källan ska vara det den utger sig för att vara.*
- *Tidssamband. Ju längre tid det har gått mellan en händelse och källans berättelse om denna händelse, desto större skäl finns det att tvivla på källan.*
- *Oberoende. Källan ska ”stå för sig själv”, inte vara exempelvis en avskrift eller ett referat av en annan källa.*
- *Tendensfrihet. Man ska inte ha anledning att misstänka att källan ger en falsk bild av verkligheten på grund av någons personliga, ekonomiska, politiska eller andra intressen att förvränga verklighetsbilden.”*

Uppsatsens fakta har inhämtats från litteratur och vetenskapliga artiklar från Lunds Ekonomiska Bibliotek samt Lunds Universitets biblioteksdatabas ”LibHub”. Författarna menar att litteraturen är trovärdig eftersom den är rekommenderad som kurslitteratur och återfinns på Ekonomihögskolans bibliotek. Den använda sökmotorn är även den rekommenderad från Lunds Universitet och använder licensierat material varpå författarna anser att även material hämtat från sökmotorn bör anses trovärdig. I introduktionsavsnittet har även artiklar från dagspress använts. Författarna är väl medvetna om att dessa artiklar inte kan anses ha något vetenskapligt värde varpå de endast återfinns i det inledande kapitlet där ingen vedertagen teori framställs.

Författarna har även använt sig av årsredovisningar vilka har hämtats från företagets hemsidor. Årsredovisningarna kommer därför direkt från förstahandskällan och kan till följd härav bedömas vara äkta. Inte heller tidssambandet utgör en aspekt som torde påverka årsredovisningarnas tillförlitlighet eftersom de författas i direkt anslutning till bokslutet och de styrelse- och bolagsstämmebeslut som tagits under året. Årsredovisningarna som använts får även anses vara oberoende då de är framtagna av företagen själva och dessutom granskas av en extern revisor. Författarna är medvetna om att företag kan tänkas ha ett egenintresse av att framställa företagets ekonomiska situation på ett visst sätt. Den information som författarna har inhämtat torde emellertid ge en rättvis bild, då de är relativt konkreta uppgifter som är svåra att förvränga.

Författarna har även använt sig av en databas framställd av SIS Ägarservice AB. SIS Ägarservice är ett företag som sammanställer ägarstruktur och styrelsesammansättningar för svenska börsnoterade företag. Enligt SIS Ägarservice förlitar sig en stor del av börsföretagen på deras tjänst för att få tillgång till rätt ägarinformation. Kunderna utgörs av portföljförvaltare, banker, mäklare och aktörer inom media. Företaget ägs av Sven-Ivan

Sundqvist, en licensierad och erfaren ekonom, som publicerat ett flertal böcker inom bolagsstyrning. Även om författarna inte fullt ut kan bedöma SIS Ägarservices tillförlitlighet, har det faktum att flertalet tidigare skrivna uppsatser på universitetsnivå använt sig av samma källa, samt att flertalet kända aktörer förlitar sig på källan, bidragit till att författarna bedömer dess trovärdighet som förhållandevis hög.

3.7 Val av definitioner

Det finns en mängd olika sätt att definiera ett antal grundläggande begrepp för studien. Exempelvis finns det en rad olika definitioner beträffande vad som är en institutionell ägare. En begreppsförklaring menar att institutionella ägare omfattar alla investmentbolag, stiftelser, försäkringsbolag, aktiefonder, penningfonder, akademier, föreningar och samfund. Ett annat sätt att se på saken är att definiera alla juridiska personer med aktieäggande som institutionella ägare. (Hedlund *et al.* 1985 s. 15) Författarna till den här studien har valt att använda Fristedt och Sundqvists definition i ”Ägarna och makten”. Enligt Fristedt & Sundqvist (2009) är medlemmarna i ”Föreningen institutionella ägare” bland de största svenska institutionella ägarna. Antal medlemsinstitutioner varierar över tid och utgjordes under de valda åren av institutionerna som nämns i Bilaga 3. Anledningen till valet av denna definition var främst på grund av institutionernas storlek och möjlighet att påverka. Av praktiska skäl var det också lättare att få tag i information om deras aktieportfölj.

Som nämnts i avsnitt 1.2 ”Bakgrund” kan ersättningen till en VD bestå av flera komponenter. Den rörliga ersättningen är en form av incitament för att motverka agentkostnader. Författarna har därför valt att endast studera den rörliga ersättningen. Av praktiska skäl har författarna valt att inte använda aktierelaterade incitamentsprogram. Denna avgränsning har uppstått till följd av bristen på tid samt att det inte finns någon självklar värderingsmodell för att beräkna nuvärdet.

Författarna menar vidare att det endast är den rörliga ersättningen som är kopplad till företagets vinst som är relevant att studera vid undersökandet av agentproblematik. Detta eftersom ägarna genom att fördela en del av vinsten till en VD i form av rörlig ersättning, direkt ger upp en del av sin egna avkastning för att motverka agentproblematik.

Som tidigare framgått under avsnitt 1.4 ”Positionering” har författarna valt att titta på policyn för den maximala möjliga utbetalningen av monetär ersättning. Orsaken till att undersökningen studerat den maximala möjliga ersättningen och inte den faktiska utbetalda ersättningen, är att måttet utbetald rörlig ersättning är beroende av faktorer som till exempel

konjunktur, branschtrender och bokföringsmässiga åtgärder. Den faktiska utbetalda rörliga ersättningen beskriver således inte fullt ut aktieägarnas bakomliggande hantering av agentproblematik. Begreppet rörlig ersättning betyder i sammanhanget maximal potentiell rörlig ersättning i procent av grundlön.

Författarna är väl medvetna om att valda definitioner kan påverka undersökningens trovärdighet och resultat.

3.8 Val av kategorisering

Det finns samtidigt en mängd olika tillvägagångssätt för att dela in institutionellt ägande i kategorier. Exempelvis kan gruppen delas in efter bransch, nationstillhörighet, offentliga/privata organisationer, vinstdrivande/ideella organisationer, riskbeteende och avkastningskrav. Avsaknaden av en vedertagen indelning av institutionella ägare problematiserar jämförandet av olika studier. Detta medför också att resultatet av den här undersökningen kommer påverkas av författarnas kategorisering av institutioner.

En rad förslag till olika kategoriseringar har under processens gång diskuterats och utvärderats av författarna. De uppslag som har debatterats mest intensivt är genomförandet av en kategorisering av institutioner utifrån bransch, riskbeteende och aktieägares utövande av inflytande. Förslaget rörande en branschindelning förkastades till följd av att författarna ansåg att tillvägagångssättet medförde en fortsatt grov generalisering av institutioner och inte bidrog nämnvärt till att förklara ägarbeteende. Författarna menar att ägarbeteende är mer kopplat till olika institutioners inställning till risk.

När författarna valde att uteslutande studera institutioner tillhörande "Institutionssfären" identifierades att dessa medlemmar verkade ha en liknande inställning till risk. Antagandet grundar sig på att de valda institutionernas förvaltningsportföljer visade stora likheter i komposition. Författarna menar därför att en kategorisering utifrån risk inte fyller något syfte då institutionerna uppvisar en liknande inställning. Således förkastades även en sådan indelning.

Författarna kom efter detta i kontakt med Hedlund *et als.* (1985) resonemang angående hur aktieägare kan utöva inflytande genom handlingsalternativen exit och voice. En efterföljande diskussion mynnade ut i att orsaken till att tidigare uppsatser inte påvisat någon skillnad mellan institutionellt ägande och ersättning till VD kan bero på att hänsyn inte tagits till på vilket sätt institutionerna utövar inflytande som ägare. Författarna ansåg därför att det

sistnämnda kategoriseringsalternativet är mest intressant och passande för att besvara uppsatsens syfte och frågeställning.

3.9 Undersökningsmetod

Med hänsyn till uppsatsens vetenskapliga utgångspunkt har författarna valt att göra en statistisk undersökning. Även tidigare forskning inom ämnesområdet har till stor del använt sig av statistiska metoder. Vi har tagit hänsyn till Rienecker & Stray Jørgensens (2009 s. 323) resonemang som framhäver att man bör använda en accepterad undersökningsmetod för den gren av vetenskap som uppsatsen behandlar.

3.9.1 Statistisk undersökningsmetod

Författarna menar att en analytisk undersökning besvarar uppsatsens frågeställningar bäst och följaktligen har en sådan genomförts.

En analytisk statistisk undersöknings ändamål är bland annat att förklara och kartlägga samband. Tillvägagångssättet innehåller emellertid även beskrivande inslag. För att förklara ett samband mellan olika fenomen krävs först en beskrivning av förekomst och omfattning. (Körner & Wahlgren, 2002 s. 14-15)

För att kartlägga samband mellan institutionellt ägarbeteende och andel rörlig ersättning till VD har författarna inte möjligheten att kontrollera försöksbetingelserna vid varje enskilt försök. Det medför att en experimentell undersökning ej är genomförbar (Körner & Wahlgren, 2002 s. 16) och följaktligen blir en icke- experimentell undersökning aktuell.

Som en konsekvens av att undersökningen är icke- experimentell blir det svårare att utläsa kausalitet, det vill säga vad som är orsak och verkan. I vissa situationer är det uppenbart i vilken riktning orsakssambandet går då den ena variabeln utan tvekan är beroende och den andra oberoende (Körner & Wahlgren, 2002 s. 150). Detta är vad som benämns ensidigt samband. När det inte går att avgöra vilken variabel som påverkar den andra rör det sig om ett ömsesidigt samband. Statistiska samband kan emellertid förekomma utan att någon av variablerna är beroende av varandra. Till exempel kan två variabler vara korrelerade av ren slump, ett så kallat nonsenssamband. Därtill kan det finnas en tredje ”okänd” variabel som påverkar de båda kända variablerna som därmed uppvisar ett falskt samband med varandra, ett så kallat skensamband. (Körner & Wahlgren, 2002 s. 150-153) Författarna har noga diskuterat eventuella samband i undersökningen med hänsyn till ovanstående faktum.

Den icke-experimentella undersökningen har genomförts i form av tvärsnittsdesign. Det innebär att undersökningen har ett urval från en fast tidpunkt av strukturerade observationer (Bryman & Bell, 2011 s. 80). Fördelen med metoden är att den ger direkta iakttagelser av ett beteende samtidigt som den inte är beroende av människors beskrivningar, vilket är fallet vid survey undersökningar (Bryman & Bell, 2011 s. 195).

3.10 Urval

Författarna har valt att genomföra en totalundersökning. Undersökningens population innefattar företag noterade på OMX Stockholm Large Cap åren 2006, 2008 och 2010. Motivet till att dessa börsnoterade företag användes var att tillgången till information är relativt god.

Författarna övervägde även att genomföra en urvalsundersökning innefattande en större population bestående av företag noterade på Large Cap, Mid Cap, Small Cap samt andra börslistor med företag såsom Nordic Growth Market. Motivet var att utöka urvalet samt möjliggöra en vidare generalisering av institutioners ägarbeteenden i svenska börsföretag som helhet. Då relevant information inte är lika lättillgänglig för dessa företag och undersökningstiden är begränsad, fanns det dock inte utrymme för en sådan datainsamling.

3.11 Dataunderlag

3.11.1 Variabler

När man väljer ut vilka variabler som ska undersökas i studien är det viktigt att vara medveten om att antalet variabler kommer avgöra värdet av förklaringsmodellen. Att ha med så många väsentliga förklarande variabler som möjligt måste alltid ställas mot att ha en enkel modell som är tydlig och är praktisk (Körner & Wahlgren, 2006 s. 398-399).

Uppsatsen har enbart ett fåtal variabler eftersom författarnas resurser har varit begränsade. De variabler författarna har valt ut är de som författarna anser mest relevanta med hänsyn till bakomliggande teori och tidigare forskning. Avsikten är att valet av variablerna ska ge en så hög förklaringsgrad som möjligt.

Variablerna i undersökningen utgörs av;

- *Rörlig ersättning*
- *Totalt institutionellt ägande i respektive portföljföretag*
- *Andel institutionellt ägande med exitbeteende i respektive portföljföretag*
- *Andel institutionellt ägande med voicebeteende i respektive portföljföretag*

- *Andel institutionellt ägande med oklart beteende* bland institutionerna i respektive portfölj företag
- *Icke- institutionellt ägande med exitbeteende* i respektive portfölj företag
- *Icke- institutionellt ägande med voicebeteende* i respektive portfölj företag
- *Totalt ägande med exitbeteende* i respektive portfölj företag
- *Totalt ägande med voicebeteende* i respektive portfölj företag

Typ av variabler

Man kan skilja på kvalitativa och kvantitativa variabler. Samtliga variabler i uppsatsen är av kvantitativ sort vilket innebär att de är numeriskt mätbara. Kvantitativa variabler kan också delas upp i diskreta variabler och kontinuerliga variabler. Diskreta variabler innebär att variablerna enbart kan anta vissa värden medan kontinuerliga variabler kan anta oändligt antal värden. Uppsatsens alla variabler är av kontinuerlig sort. (Körner & Wahlgren, 2002 s. 25-26)

Variablernas datanivå

Det finns olika datanivåer för kvantitativa variabler; ordinalskala, intervallskala samt kvotskala. Ordinalskala innebär att man enbart kan mäta rangordningen av variabeln. Med intervallskala kan man utöver detta även se differensen mellan olika mätvärden. Den högsta datanivån är kvotskala och med sådan kan dessutom kvoter mellan mätvärden räknas ut. (Körner & Wahlgren, 2002 s. 26-27). Samtliga variabler som behandlas i studien är i andelar, räknat i procent, vilket är av högsta datanivå.

Nedan illustreras en tabell av beskrivande statistik över vårt dataunderlag. Där kan man utläsa samtliga variablers högsta och lägsta värde. Man kan även utläsa variablernas genomsnittliga värde samt dess standardavvikelse. N betecknar urvalet vilket består av 122 observationer.

Tabell 1. Beskrivande statistik.

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Rörlig ersättning	122	,00	2,30	,6176	,35999
Institutionellt ägande Exit	122	,000	,130	,06223	,031026
Institutionellt ägande Voice	122	,000	,252	,05238	,056347
Totalt institutionellt ägande	122	,000	,339	,13403	,077534
Icke institutionellt ägande Exit	122	,030	,845	,39130	,189984
Icke institutionellt ägande Voice	122	,043	,926	,47467	,240258
Totalt ägande Exit	122	,058	,894	,45353	,206857
Totalt ägande Voice	122	,106	,942	,52706	,216340
Valid N (listwise)	122				

3.12 Val av statistisk metod

Författarna har inledningsvis kartlagt om eventuella samband existerar genom en korrelationsanalys. En korrelationsanalys visar om det existerar något linjärt samband mellan två variabler. Testet kan dock inte avgöra sambandets kausalitet (Körner & Wahlgren, 2006 s. 104). Korrelationsanalysen ger författarna en god idé om ytterligare tester kan vara relevanta för att mer ingående förklara eventuella samband.

Författarna har därutöver valt att analysera sambanden med hjälp av en multipel regressionsanalys, eftersom en sådan analys ger en djupare förståelse för sambandet och visar hur stor del av sambandet som faktiskt är beroende av de studerade variablerna. En linjär regressionsanalys är en användbar metod för att analysera och bestämma samband eftersom den tar hänsyn till två eller flera variablers gemensamma korrelation. Regressionsanalys innefattar grafiska och analytiska metoder för att bestämma samband mellan undersökningsvariabeln och en variabel. Med en multipel regressionsanalys används flera förklarande variabler. Nackdelen med att använda en regressionsanalys är att den kan vara en alltför enkel metod för att beskriva vad som i verkligheten påverkar ersättningens sammansättning. Samband kan emellertid vara av icke-linjära slag, såsom till exempel exponentiellt samband, vilket regressionsanalysen inte tar hänsyn till (Körner & Wahlgren, 2006 s. 381).

För att genomföra en regressionsanalys fördras det att stickproven är stora eller att observationer är (eller kan antas vara) normalfördelade, samt att det råder minst intervallskala för observationerna (Körner & Wahlgren, 2006 s. 328). Om sådana förhållanden inte råder är en icke-parametrisk metod att föredra. Nackdelen med ett icke-parametriskt test är att styrkan och effektiviteten av testet är sämre än för en regressionsanalys vid ett större urval. Med ett mindre urval har icke-parametriskt test fördelen att inte bli lika påverkat av extremvärden och styrkan på provet blir starkare än med parametriskt test (Körner & Wahlgren, 2006 s. 328). Författarna menar att 122 observationer är tillräckligt många för att en regressionsanalys ska vara givande. En alltför stor inverkan av extremvärden torde inte vara någon risk samtidigt som man inte använder sig av alltför många förklarande variabler, vilket hade dragit ner på styrkan av testet.

Avgörande för valet att genomföra en regressionsanalys istället för ett icke-parametriskt test anser författarna vara förlusten av data som ett icke-parametriskt test hade inneburit. Vid ett icke-parametriskt test krävs en rangordning av variabler efter värde vilket medför att författarna inte kan använda sig fullt ut av den insamlade datan. All insamlad data för undersökningen är på kvotskala och en rangordning av variablerna skulle nedgradera datanivån till ordinalskala varpå studien skulle förlora underlag för vidare analys (Körner & Wahlgren, 2002 s. 27). För mer ingående resonemang angående datanivåer se avsnitt 3.11.1 "Variabler".

3.12.1 Hypotesprövning

För att studera om det finns något samband mellan institutioner som ägare och rörlig ersättning till VD har författarna valt att genomföra en korrelationsanalys och eventuellt även en multipel linjär regressionsanalys. För att besvara uppsatsens frågeställningar har ett antal hypoteser formulerats i avsnitt 2.6 "Hypotesformulering" vilka har testats i undersökningen. Testet av hypoteserna ger författarna underlag för att dra slutsatser och slutligen även besvara uppsatsens frågeställningar.

Hypotesprövning innebär en prövning av förutbestämda antagandens tillförlitlighet av en population (Körner & Wahlgren, 2006 s. 182). Man använder sig av en *nollhypotes* (H_0) och *mothypotes* (H_1), där nollhypotesen alltid förutsätter att det inte finns någon skillnad eller samband mellan de undersökta variablerna. Mothypotesen däremot anger den skillnad eller samband man vill undersöka. Beroende på resultat förkastas antingen nollhypotesen till

förmån för mothypotesen eller så förkastas den inte, då mothypotesen istället förkastas. (Körner & Wahlgren, 2006 s. 191)

Gränsen för om nollhypotesen ska förkastas eller inte beror på *signifikansnivån*. Eftersom denna nivå är sannolikheten för att en sann nollhypotes förkastas bör den vara så låg som möjligt. Nivåerna som brukar användas för hypotesprövning är 5 procent, 1 procent samt 0,1 procent. Enbart när signifikansnivån är lägre än den valda gränsen ska nollhypotesen förkastas. (Körner & Wahlgren, 2006 s. 194) När nollhypotesen inte förkastas innebär det dock inte att den måste vara sann. Det betyder enbart att den under just det testet inte kunnat statistiskt bevisas att den inte stämmer. En förkastning av nollhypotesen ger dock stöd åt mothypotesen. (Körner & Wahlgren, 2006 s. 204)

Med hypotesprövning finns det risk för två systematiska fel, så kallat typ-I-fel och typ-II-fel. Typ-I-fel innebär att man förkastar en nollhypotes som egentligen är sann. Sannolikheten för detta fel representeras av α , som är signifikansnivån. Typ-II-fel är sannolikheten att inte förkasta en nollhypotes som är falsk. Sannolikheten för typ-II-fel anges av β och ett statistiskt tests styrka anges av $1 - \beta$. (Körner & Wahlgren, 2006 s. 200)

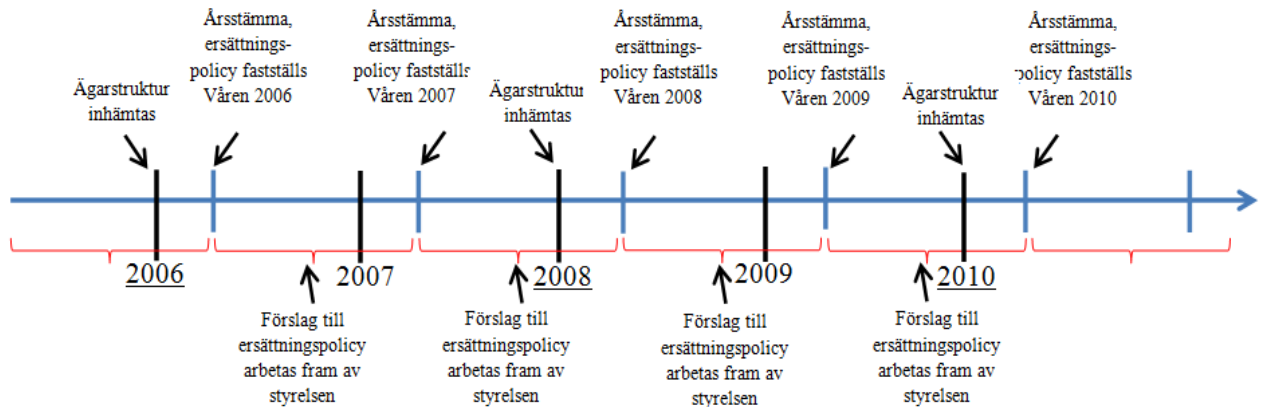
3.13 Operationalisering

Författarna har undersökt framröstade ersättningsprinciper för att mäta aktieägarnas grundinställning till incitamentsbaserad ersättning, för att på så vis möjliggöra en förklaring till ägares hantering av styrningsglapp.

Den rörliga ersättningen har hämtats från respektive årsredovisning för varje portföljföretag och för varje undersökningsår. Ägarstrukturen i portföljföretagen har tagits från SIS Ägarservice databas den sista dagen året innan riktlinjer för en VD-ersättning beslutas av aktieägarna på årsstämman. Författarna hade ambitionen att samla in ägarstrukturen för varje portföljföretag den dagen då beslutet på årsstämman fastslogs. Till följd av att författarna inte hade tillgång till information rådande ägarstruktur på dessa datum samlade vi istället in data för ägarstruktur vid slutet av året innan. Orsaken var att majoriteten av undersökta portföljföretag har årsstämma under våren och således ansåg författarna att detta datum var det som bäst representerade den rådande ägarstrukturen vid fastställande av ersättningspolicyn.

Nedan illustreras en förklarande tidslinje för datainsamlingen.

Figur 5. Tidslinje



3.13.1 Bortfall

En del företag från Large Cap föll bort från undersökningen på grund av avsaknaden av nödvändig data beträffande rörlig ersättning. Vidare föll företag bort till följd av att de inte varit registrerade på Large Cap under samtliga tre åren. Vilka företag som undersökningen tar upp samt vilka företag som föll bort anges i Bilaga 4.

3.13.2 Kategorisering utifrån ägarbeteende

För att se om och hur institutionellt exitbeteende påverkar beslut tagna på bolagsstämman rörande ersättningspolicy menar författarna att det hade varit bäst att undersöka andelen placerat kapital i portföljföretaget. Det är storleken på kapital som avgör om hotet blir en faktor för bolagsstämman att ta hänsyn till. Till följd av tidsbrist har dock undersökningen endast identifierat exitbeteende utifrån röstvärde. Orsaken till att röstvärdet har registrerats är att den siffran varit betydande för att identifiera voicebeteende. Författarna menar emellertid också att rösträtten i det allra flesta fall är starkt sammankopplat med storleken på placerat kapital vilket gör att måttet trots allt fyller den tänkta funktionen.

Hedlund et al. (1985) refererar till Hirschmans (1970) resonemang att det krävs ett visst inflytande för att det ska bli möjligt att utöva voice. Gränsen för vad som är att anse som inflytande är svår att dra. Författarna till den här studien har emellertid valt att kategorisera de företag med en röstandel på mindre än två procent som exit och de med 2 procent eller mer som voice eller oklart beteende. Motivet bakom gränsdragningen är att vid mindre än två procent röstandel torde inte institutioner kunna utöva ett "visst inflytande". Författarna har

efter en genomgång av företag noterande på OMX Stockholm Large Cap identifierat att ägare med två procent eller mer av röstandel i det allra flesta fall finns representerade bland de tio största ägarna. Författarna menar därför att om en ägare är representerad bland de tio största ägarna i ett företag så torde dessa besitta ett ”visst inflytande”.

Maugs (1998) undersökning visar samtidigt att institutionella ägares övervakning av företagsledning ökar om ägarandelen är stor. Detta på grund av att marknaden i regel efterfrågar mindre mängder aktier, vilket leder till att man behåller aktierna längre och därmed blir övervakning det främsta sättet att maximera sin avkastning. Författarna menar att innehav av mer än två procent av aktierna i ett företag försvårar möjligheten att bli av med dem vilket ökar sannolikheten för att ägarna använder voice eller har ett oklart beteende.

Som tidigare nämnts i det här avsnittet identifierar författarna att institutionerna som ligger till grund för undersökningen utövar en riskstrategi som gör att de investerar i en mängd bolag. Det i sin tur leder till att institutionerna inte har resurser att utöva en strikt övervakning av alla dessa portföljföretags företagsledningar. Det torde innebära att institutionerna främst riktar sin uppmärksamhet mot portföljföretag som de både äger en stor andel aktier i samt utgör en stor andel av den totala portföljen. Författarna menar att en enskild placering som motsvarar en procent eller högre av den totala förvaltningsportföljen borde innebära att det är av intresse för dem. Gränsdragningen har även beaktat hur de institutionella portföljerna generellt ser ut bland medlemmar av institutionssfären.

Motivet bakom kategorin ”oklart” är för att säkerhetsställa att exit och voice indelningen är korrekt genomförd. Vidare menar författarna att det är ovisst på vilket sätt institutioner agerar vid ett stort innehav i ett specifikt portföljföretag och liten andel av den totala portföljen. De kan vid sådana förhållanden inte utnyttja exit och då uppkommer frågan om de är villiga att lägga ner resurser för att utöva voice om innehavet består av en liten andel av den totala förvaltningsportföljen. Problematiken kring detta resonemang är ytterligare en orsak till uppkomsten av kategorin oklart beteende.

För att kontrollera att indelningen var korrekt genomförd ämnade författarna jämföra indelningen med hur institutionerna beskriver sig själva som aktieägare i sina ägarstyrningspolicys. Efter en genomgång av dessa från år till år kom författarna till insikten att dokumenten var allför vaga och otydliga för att kunna användas som kontrollinstrument.

För att på något sätt verifiera att författarnas kategorisering har varit korrekt påbörjades en undersökning av hur de olika institutionernas representation såg ut i valberedningar under respektive år. Emellertid visade det sig att detta tillvägagångssätt ej var genomförbart då information angående institutioners deltagande i valberedningar inte fanns tillgänglig.

Institutioners ägarbeteende har identifierats utifrån ovanstående resonemang enligt följande;

- Institutionella ägare med mindre än två procent av röstandel i portfölj företaget har kategoriserats som **exitbeteende**.
- Institutionella ägare med två procent eller mer av röstandel i portfölj företag samt en procent eller större av den totala förvaltningsportföljen placerad i aktuellt portfölj företag har kategoriserats som **voicebeteende**.
- Institutionella ägare med två procent av röstandel i portfölj företag eller mer samt mindre än en procent av den totala förvaltningsportföljen placerad i aktuellt portfölj företag har kategoriserats som **oklart beteende**.

Den praktiska kategoriseringen beskrivs mer utförligt i Bilaga 1.

De institutionella ägarna är inte de enda som utövar inflytande på beslut rörande ersättning till VD. Således har även icke-institutionella ägare indelats i kategorier. Då det inte funnits tillgång till samtliga ägares aktieportföljer har en enklare indelning endast varit möjlig för dessa ägare. Författarna har därför endast tagit hänsyn till röstandelar. Följaktligen innefattar uppdelning av gruppen icke-institutionella ägare enbart av exitbeteende och voicebeteende. Uppdelningen vilar på samma resonemang som vid kategorisering av institutioner.

Icke- institutionella ägares beteende har identifierats utifrån ovanstående resonemang enligt följande;

- Icke- institutionella ägare med mindre än två procent av röstandel i portfölj företaget har kategoriserats som **exitbeteende**.
- Icke- institutionella ägare med två procent eller mer av röstandel i portfölj företag har kategoriserats som **voicebeteende**.

Den praktiska kategoriseringen beskrivs mer utförligt i Bilaga 2.

4. Resultat & Analys

Kapitlet inleds med en genomgång av resultatet från kategoriseringen och efterföljs av en diskussion. Vidare prövas hypoteser genom en korrelations- och regressionsanalys. Därefter presenteras resultaten från testerna var för sig med en efterföljande diskussion.

4.1 Kategorisering

I tabell 1 nedan illustreras en sammanställning av data med de olika variabelernas karakteristik.

Tabell 1. Beskrivande statistik

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Rörlig ersättning	122	,00	2,30	,6176	,35999
Institutionellt ägande Exit	122	,000	,130	,06223	,031026
Institutionellt ägande Voice	122	,000	,252	,05238	,056347
Totalt institutionellt ägande	122	,000	,339	,13403	,077534
Icke institutionellt ägande Exit	122	,030	,845	,39130	,189984
Icke institutionellt ägande Voice	122	,043	,926	,47467	,240258
Totalt ägande Exit	122	,058	,894	,45353	,206857
Totalt ägande Voice	122	,106	,942	,52706	,216340
Valid N (listwise)	122				

Resultatet av kategoriseringen visar att exitbeteende är mer förekommande än voicebeteende bland de institutionella ägarna. 46,4 procent av de institutionella ägarna använder sig av exitbeteende medan 39,1 procent använder voicebeteende. Att det institutionella exit- och voicebeteendet tillsammans inte uppgår till 100 procent beror på att visst beteende bedömts som oklart se avsnitt 3.13 "Operationalisering". Det institutionella ägarbeteendet skiljer sig också från det icke-institutionella ägarbeteendet där det är mer förekommande med voicebeteende (54,8 procent) än exitbeteende (45,2 procent). Resultaten visar också att institutionellt ägande med studiens operationalisering enbart utgör 13,4 procent av det totala ägandet av den insamlade datan.

4.1.1 Diskussion

Uppsatsens kategorisering har utgått från Hedlund *et als.* (1985) resonemang om sannolikheten för institutioners användande av exit och voice. Hedlund *et al.* (1985) argumenterar för att institutioner i allmänhet tenderar att använda exitbeteende framför voice för att utöva inflytande. Forskning av Parrino *et al.* (2003) ger stöd åt denna föreställning. På senare år har det emellertid framkommit forskning av Cornett *et al.* (2007) som enligt vår mening visar på att institutioner i högre grad än tidigare utövar voice.

Uppsatsens kategorisering visar i tabell 1, liksom tidigare forskning, att sannolikheten är högre för att institutionen utövar exit framför voice. Kategoriseringen av icke-institutioner visar på ett motsatt förhållande. Vi menar att kategoriseringen visar att institutioner kontra icke-institutioner har olika ägarbeteenden utifrån exit- och voiceperspektiv. Kategoriseringen säger dock inget om ägartypernas hantering av styrningsglappet genom andelen rörlig ersättning. Författarna anser att det faktum att samtliga valda institutioner i undersökningen tillhör en gemensam intresseorganisation ("Föreningen institutionella ägare") indikerar att det finns ett visst intresse hos institutionerna att påverka sin situation genom voicebeteende. Det i sin tur skulle kunna vara en förklaring till den relativt jämna fördelningen av exit/voice bland institutionerna istället för en större andel exit. Vår definition av begreppet "institution" kan därför ha medfört en högre andel voice än vad en vidare definition av begreppet hade medfört. Det menar vi kan problematisera en alltför vid generalisering av resultatet.

4.2 Korrelationsanalys

Fyra olika korrelationsanalyser har genomförts med avsikt utläsa om det finns ett samband mellan studiens olika variabler. För en korrelationsanalys gäller det att ett perfekt positivt linjärt samband antar korrelationskoefficienten värdet 1 och vid en perfekt negativ korrelation antar värdet -1. Skulle variablerna vara oberoende av varandra är dem också okorrelerade och koefficienten blir 0 (Körner & Wahlgren, 2006 s. 104).

4.2.1 Test 1

Den första korrelationsanalysen är genomförd med variablerna *rörlig ersättning* och *totalt institutionellt ägande* i respektive portfölj företag.

Tabell 2. Korrelation institutionellt ägande

		Rörlig ersättning	Totalt institutionellt ägande
Rörlig ersättning	Pearson Correlation	1	,109
	Sig. (1-tailed)		,115
	N	122	122

*. Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

Testet visar inte på någon signifikant korrelation på 0,05-nivån mellan *totalt institutionellt ägande* och *rörlig ersättning*. Då testet inte visade något samband kommer författarna inte vidare undersöka variablerna i en regressionsanalys.

4.2.2 Test 2

I tabell 3 nedan visas korrelationen mellan variablerna *rörlig ersättning* och *totalt ägande med exitbeteende* i respektive portfölj företag, samt korrelationen mellan *rörlig ersättning* och *totalt ägande med voicebeteende* i respektive portfölj företag.

Tabell 3. Korrelation ägarbeteende

		Rörlig ersättning	Totalt ägande Exit	Totalt ägande Voice
Rörlig ersättning	Pearson Correlation	1	,192*	-,197*
	Sig. (1-tailed)		,017	,015
	N	122	122	122

*. Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

Testet visar att totalt ägarbeteende är korrelerat med rörlig ersättning. Sambandet har en signifikans på 0,05-nivån. *Exitbeteende* är positivt korrelerat med *rörlig ersättning* medan *voicebeteende* är negativt korrelerat med *rörlig ersättning*.

4.2.3 Test 3

I detta test analyseras korrelationen mellan variablerna *rörlig ersättning* och *andel institutionellt ägande med exitbeteende* i respektive portfölj företag, samt korrelationen mellan *rörlig ersättning* och *andel institutionellt ägande med voicebeteende* i respektive portfölj företag.

Tabell 4. Korrelation institutionellt ägarbeteende

		Rörlig ersättning	Institutionellt ägande Exit	Institutionellt ägande Voice
Rörlig ersättning	Pearson Correlation	1	,210*	-,018
	Sig. (1-tailed)		,010	,422
	N	122	122	122

*. Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

Testet visar att det finns en signifikant positiv korrelation mellan *institutionellt exitbeteende* och *rörlig ersättning*. Signifikansen är på 0,05-nivån². Då korrelationen är positiv innebär det att institutionellt exitbeteende har ett samband med en hög rörlig ersättning. Resultatet visar inte på någon signifikant korrelation alls mellan *rörlig ersättning* och *institutionellt voicebeteende*.

4.2.4 Test 4

Korrelationen mellan *rörlig ersättning* och *icke- institutionellt ägande med exitbeteende* i respektive portföljföretag samt korrelationen mellan *rörlig ersättning* och *icke- institutionellt ägande med voicebeteende* i respektive portföljföretag prövas i detta test.

Tabell 5. Korrelation icke-institutionellt ägarbeteende

		Rörlig ersättning	Icke institutionellt ägande Exit	Icke institutionellt ägande Voice
Rörlig ersättning	Pearson Correlation	1	,174*	-,173*
	Sig. (1-tailed)		,027	,028
	N	122	122	122

*. Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

Resultatet finner statistisk signifikant korrelation på 0,05-nivån mellan icke-institutionellt ägarbeteende och *rörlig ersättning*. *Icke-institutionellt exitbeteende* har en positiv korrelation med *rörlig ersättning* medan *icke-institutionellt voicebeteende* har en negativ korrelation med *rörlig ersättning*. Detta innebär att icke-institutionellt exitbeteende är sammankopplat med en högre rörlig ersättning till VD medan icke-institutionellt voicebeteende är sammankopplat med en lägre rörlig ersättning. Korrelationen är närmast den motsatta med samma styrka för båda variablerna vilket är en logisk konsekvens av att samtliga icke-institutionella ägare antingen klassificerats med exitbeteende eller med voicebeteende.

² I tabell 3. ser det ut som att signifikansen ligger på 0,01-nivån. För att uppnå statistisk signifikans på 0,01-nivån krävs det att siffran ligger under 0,01.

4.2.5 Diskussion

Test 1 visar att trots skillnader i tillvägagångssätt är resultatet i enlighet med tidigare forskning av Gustafsson & Norin (2009), vars studie inte kunde påvisa något statistiskt signifikant samband mellan institutionellt ägande och rörlig ersättning. Då korrelationsanalysen inte påvisade något samband har författarna valt att inte testa variablerna i en regressionsanalys. Att undersökningens resultat är i enlighet med Gustafsson & Norins (2009), trots att vi har utvecklat tillvägagångssättet, menar vi kan bero på att studierna använder sig av samma definition av institution samt att undersökningarnas mätpunkter ligger nära varandra i tid.

Resultatet går samtidigt emot studierna genomförda av David *et al.* (1998), Hartzell & Starks, (2003), Ozkan, (2007) och Brandes *et al.* (2005), som alla fann signifikanta samband. Då test 1 inte visar på något samband torde det vara så att institutioner som grupp helt enkelt inte påverkar den rörliga ersättningen i svenska börsbolag. En orsak till att resultaten inte överensstämmer med Hartzell & Starks (2003) och Brandes *et al.* (2005) kan vara att olika definitioner av begreppet ”institutioner” har använts. Som tidigare nämnts i uppsatsen anser vi att detta val kan påverka resultatet. Ytterligare en orsak till resultatet kan vara att vår uppsats är genomförd i en svensk kontext till skillnad från majoriteten av tidigare forskning.

Vi har enbart använt oss av kortsiktig rörlig ersättning i undersökningen som endast utgör en komponent av den totala rörliga ersättningen. Om vi hade tagit hänsyn till den totala rörliga ersättningen hade en mer rättvis bild av institutioners hantering av styrningsglappet kunnat uppvisas. Ett sådant hänsynstagande hade möjligen gett ett annat resultat i undersökningen.

Enligt intressenteorin finns det fler intressenter än aktieägarna vars viljor ett företag måste tillgodose. För att ett företag ska kunna operera effektivt kan inte alla intressenters krav tillgodoses samtidigt. Deltagarna på årsstämman blir då tvungna att kompromissa beslut såsom riktlinjer för rörlig ersättning. Det betyder att även om institutioner försöker få fram sin vilja beträffande den rörliga ersättningen kanske företaget inte har kunnat tillgodose de institutionella ägarnas önskan vid de undersökta tidpunkterna. Vidare kan det vara så att andra intressenter än ägarna har större inflytande i en svensk företagskontext än i utländska förhållanden, vilket skulle kunna förklara att undersökningens resultat är motstridigt med Hartzell & Starks (2003) och Brandes *et als.* (2005) forskning.

Det faktum att test 2 visar att exit och voice korrelerar med den rörliga ersättningen bekräftar författarnas antagande om att exit och voice är faktorer som är sammankopplade med fastställandet av den rörliga ersättningen.

Författarna menar dock att det är svårt att argumentera för i vilken riktning orsakssambandet går när det gäller exitbeteende. Eftersom ägare med exitbeteende kan påverka ledningen genom hotet att sälja sitt innehav och på så sätt påverka den rörliga ersättningen positivt. Alternativt kan de istället reagera med missnöje på beslut angående ersättningspolicyn och välja att sälja sina andelar för att söka sig till företag som har en högre rörlig ersättning. Författarna menar att båda resonemangen kan förklara sambandet och vill undersöka fenomenet vidare i en regressionsanalys.

Författarna menar att det är troligare att voicebeteende påverkar den rörliga ersättningen negativt än tvärtom. Orsaken är att utifrån teorin är dessa ägare mer intresserade av att utnyttja olika kanaler och påverka företagsledning och övriga ägare på detta sätt snarare än att sälja sitt innehav. Det i sin tur torde medföra att de främst är villiga utöva inflytande genom att påverka den rörliga ersättningen i varje enskilt portföljföretag. För att bekräfta resonemanget testar författarna vidare sambandet i en regressionsanalys. Vi vill dock framhäva att företag med voicebeteende vid vissa tillfällen kan sälja sitt innehav men att direkt påverkan av företaget är ett förstahands alternativ.

Enligt test 3 och 4 är det positiva sambandet med rörlig ersättning starkare för institutionellt exitbeteende än för icke-institutionellt exitbeteende. Trots att det icke-institutionella exitbeteendet har en mycket högre andel genomsnittlig rösträtt än det genomsnittliga institutionella exitbeteendet. Skillnaden skulle enligt författarna kunna vara en indikation på att institutionellt exitbeteende påverkar den rörliga ersättningen mer än icke-institutionellt exitbeteende.

Ett negativt samband är endast signifikant mellan icke- institutionellt voicebeteende och rörlig ersättning och inte mellan institutionellt voicebeteende och rörlig ersättning. Författarna menar att en trolig orsak till resultatet är att institutioner med voicebeteende genomsnittligen endast utgör 5,2 procent av ägandet i portföljföretaget, vilket medför att gruppen har svårt att påverka den rörliga ersättningen. Författarna menar att orsaken till att institutionellt voicebeteende inte har något samband med rörlig ersättning kan förklaras av att de trots stora ägarandelar inte utövar voice och således inte är intresserade av en låg ersättning.

Skillnaderna mellan institutioner och icke- institutioner skulle eventuellt kunna förklaras av undersökningens urval, bortfall och extremvärden i data. Eftersom kategoriseringen av icke- institutioner inte innefattar gruppen oklart beteende, menar författarna att identifieringen av ett visst ägarbeteende inte är lika träffsäker under denna process som vid kategoriseringen av institutionella ägare. Detta medför att sannolikheten är större för att institutioner identifierade som exit respektive voice faktiskt utövar sitt inflytande på detta sätt än icke- institutioner.

Viktigt att poängtera är att en korrelationsanalys inte visar kausalitet för de signifikanta sambanden. Som tidigare nämnts önskar författarna analysera sambanden vidare genom en regressionsanalys. Testet visar inte heller kausalitet men bygger på antaganden beträffande vilken variabel som är beroende kontra oberoende.

4.3 Multipel regressionsanalys

4.3.1 Test 5

Testet ämnar besvara **hypotes 2, hypotes 4 och hypotes 6:**

Hypotes 2

*H₀: Exitbeteende **påverkar inte** andelen rörlig ersättning positivt*

*H₁: Exitbeteende **påverkar** andelen rörlig ersättning positivt*

Hypotes 4

*H₀: Institutionellt exitbeteende **påverkar inte** andelen rörlig ersättning positivt*

*H₁: Institutionellt exitbeteende **påverkar** andelen rörlig ersättning positivt*

Hypotes 6

*H₀: Icke- institutionellt exitbeteende **påverkar inte** andelen rörlig ersättning positivt*

*H₁: Icke-institutionellt exitbeteende **påverkar** andelen rörlig ersättning positivt*

I tabell 6 visas en summering av regressionsmodellen mellan beroende variabeln Y *Rörlig ersättning* och förklarande variablerna X₁ *Andel institutionellt ägande med exitbeteende* i respektive portföljföretag samt X₂ *Andel icke- institutionellt ägande med exitbeteende* i respektive portföljföretag.

Tabell 6. Summering av regressionsmodell

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,226 ^a	,051	,035	,35362

a. Predictors: (Constant), Icke institutionellt ägande Exit
Institutionellt ägande Exit

R är korrelationskoefficienten vilken visar styrkan av det linjära sambandet mellan beroende variabeln Y och de förklarande variablerna X_1 X_2 , samt vilken lutning sambandet har. R Square är determinationskoefficienten vilken visar hur stor del av det linjära sambandet mellan variablerna som kan tillskrivas beroende variablerna X_1 X_2 . För att Y fullständigt ska förklaras utifrån X_1 X_2 ska R Square anta värdet 1 eller vid inverterat samband -1.

Tabell 7. ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,800	2	,400	3,199	,044 ^a
	Residual	14,880	119	,125		
	Total	15,680	121			

a. Predictors: (Constant), Icke institutionellt ägande Exit Institutionellt ägande Exit

b. Dependent Variable: Rörlig ersättning

Regressionen beskriver andelen variation som är förklarad av modellens förklarande variabler. Residualen visar andelen variation som är oförklarad av modellens förklarande variabler. Residualen kan förklaras av mätfel, en verklig individuell variation eller att modellen är felaktigt konstruerad. Testet visar att den rörliga ersättningen i mindre grad förklaras av X_1 X_2 än av andra okända faktorer. Regressionen är signifikant men det höga värdet på residualen indikerar att förklaringsmodellen är begränsad. Nollhypotesen för **hypotes 2** förkastas således.

Tabell 8. Koefficienter och t-test

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,429	,082		5,212	,000
	Institutionellt ägande Exit	1,905	1,186	,164	1,607	,111
	Icke institutionellt ägande Exit	,179	,194	,095	,926	,356

a. Dependent Variable: Rörlig ersättning

Riktningkoefficienten B visar åt vilket håll ett eventuellt samband går. Trots att korrelationsanalysen visade ett samband mellan exitbeteende och rörlig ersättning är inte sambandet för variablerna var för sig tillräckligt starkt för att uppnå en statistisk signifikans vid en regressionsanalys. Således förkastas mothypoteserna både för **hypotes 4** och **hypotes 6**.

4.3.2 Test 6

Testet prövar **hypotes 3**, **hypotes 5** och **hypotes 7**:

Hypotes 3

H_0 : Voicebeteende **påverkar inte** andelen rörlig ersättning negativt

H_1 : Voicebeteende **påverkar** andelen rörlig ersättning negativt

Hypotes 5

H_0 : Institutionellt voicebeteende **påverkar inte** andelen rörlig ersättning negativt

H_1 : Institutionellt voicebeteende **påverkar** andelen rörlig ersättning negativt

Hypotes 7

H_0 : Icke-institutionellt voicebeteende **påverkar inte** andelen rörlig ersättning negativt

H_1 : Icke- institutionellt voicebeteende **påverkar** andelen rörlig ersättning negativt

Tabell 9. Summering av regressionsmodell

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,215 ^a	,046	,030	,35453

a. Predictors: (Constant), Icke institutionellt ägande Voice , Institutionellt ägande Voice

b. Dependent Variable: Rörlig ersättning

Tabell 10. ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,723	2	,361	2,876	,060 ^a
	Residual	14,957	119	,126		
	Total	15,680	121			

a. Predictors: (Constant), Icke institutionellt ägande Voice , Institutionellt ägande Voice

b. Dependent Variable: Rörlig ersättning

Regressionen är inte signifikant på 0,05- nivån och det höga värdet på residualen indikerar att förklaringsmodellen är begränsad. Nollhypotesen för **hypotes 3** kan således inte förkastas.

Tabell 11. Koefficienter och t-test

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,846	,103		8,233	,000
	Institutionellt ägande Voice	-,949	,670	-,149	-1,417	,159
	Icke institutionellt ägande Voice	-,375	,157	-,251	-2,390	,018

a. Dependent Variable: Rörlig ersättning

Korrelationsanalysen visade ett samband mellan icke-institutionellt voicebeteende och rörlig ersättning men inte mellan institutionellt voicebeteende och rörlig ersättning. Sambandet för variabeln *icke- institutionellt voicebeteende* och *rörlig ersättning* är statistiskt signifikant medan sambandet för *institutionellt voicebeteende* och *rörlig ersättning* inte är tillräckligt starkt för att uppnå en statistisk signifikans vid en regressionsanalys. För **hypotes 7** förkastas därför nollhypotesen medan mothypotesen förkastas för **hypotes 5**.

4.3.3 Diskussion

Författarnas diskussion om att ägare med exitbeteende är en faktor som påverkar den rörliga ersättningen positivt, verkar rimlig eftersom test 5 visar att institutionellt exitbeteende och icke- institutionellt exitbeteende tillsammans förklarar det positiva sambandet med den rörliga ersättningen.

I test 6 visar regressionen däremot att institutionellt voice tillsammans med icke-institutionellt voice inte finner något negativt samband. Det stämmer inte överens med författarnas tidigare resonemang kring att det torde föreligga ett sådant samband. Testet är

emellertid nära att uppnå signifikans vilket indikerar att det skulle kunna finnas ett samband vid ett större urval.

Att icke- institutionellt voicebeteende påverkar den rörliga ersättningen negativt och inte institutionellt voicebeteende kan bero på att de icke-institutionella ägarna har långt fler rösträttsandelar i flertalet företag, vilket gör dem till en starkare faktor än institutioner kategoriserade som voice. Institutionella ägare ligger ofta nära gränsen för kategoriseringen för voice medan icke- institutionella ägare ligger långt över gränsen.

De multipla regressionerna visar om varje variabel har någon påverkan på den rörliga ersättningen. Det låga värdet på R Square och det höga värdet på residualerna i regressionerna visar dock att modellerna förklarar sambandet mellan Y och X_1 X_2 på ett ofullständigt sätt. Resultatet visar på att fler faktorer påverkar den rörliga ersättningen än exit och voice. Författarna kan dock ej utifrån modellen utläsa vilka ytterligare faktorer som påverkar sambandet och följaktligen överlämnar vi frågan till vidare forskning.

Det finns en risk att resultatet från de olika testen inte stämmer överens med verkligheten om antaganden såsom att ett linjärt samband eller att populationen är normalfördelad ej är uppfyllda. Det kan även föreligga andra typer av samband som inte är linjära. Exempel på andra potentiella samband är andragradspolym eller exponentialfunktion. En stark korrelation mellan de förklarande variablerna kan även påverka test 5 och 6 då detta förhållande gör det svårt att utläsa signifikans.

5. Avslutning

Inledningsvis presenterar författarna de slutsatser som uppsatsen har gett upphov till. Förslag till vidare forskning behandlas avslutningsvis och bygger på våra reflektioner, resultat och självkritik.

5.1 Slutsatser

Författarna undersökte om institutionellt exit- och voicebeteende har en annan effekt på rörlig ersättning än vad icke- institutionellt exit- och voicebeteende har. Vi upptäckte att det fanns väsentliga skillnader i korrelationen mellan indelningarna och rörlig ersättning. Regressionerna visade endast att icke-institutionellt voicebeteende och institutionellt voicebeteende var för sig påverkade den rörliga ersättningen på olika sätt, vilket leder till slutsatsen att det är en skillnad i effekt för voice. Förhållandet råder inte för exit.

Kategoriseringen av exit och voice visar att sannolikheten för att institutioner använder sig av exit är större än att de använder sig av voice som verktyg för att utöva inflytande. Detta beteende skiljer sig åt från icke-institutioner där sannolikheten är större för användandet av voice än exit. Institutioner agerar således annorlunda som ägare i jämförelse med icke-institutioner. Slutsatsen gäller dock endast utifrån vår undersökning och författarna menar att det bör iakttas försiktighet vid en vidare generalisering.

Institutioner är inte en homogen grupp när det gäller relationen till rörlig ersättning till VD, vilket medför att en kategorisering är nödvändig för att beskriva dess påverkan på den rörliga ersättningsnivån. Resonemanget bekräftas av undersökningens resultat och besvarar den inledande frågeställningen ”*Påverkar institutionellt ägande den rörliga ersättningen till VD i portfölj företag?*”.

Ägarbeteende är en faktor som påverkar den rörliga ersättningen till VD. Påståendet bekräftas av studiens resultat och besvarar uppsatsens andra frågeställning ”*Påverkar ägarbeteenden andelen rörlig ersättning till VD i portfölj företag?*”. Författarna konstaterar emellertid att ägarbeteendets påverkan utifrån totalt exit och voice innebär begränsningar då totalt voicebeteende endast uppvisar samband och inte påverkan. Totalt exitbeteende däremot kan konstateras ha en påverkan på den rörliga ersättningen. Författarnas tolkning av agentteorin tillsammans med resonemanget om exit och voice bekräftas till viss del av studiens resultat men inte fullständigt. Resultatet indikerar att teorierna är centrala för hanteringen av

styrningsglapp och fastställande av rörlig ersättning i svenska börsföretag. Undersökningen visar emellertid att de inte är tillräckliga.

De höga residualerna i regressionsanalysen för totalt exitbeteende visar att författarnas modell har en låg förklaringsgrad, vilket vi menar kan bero på att studien har agentteorin som utgångspunkt. Residualerna visar att en mängd övriga faktorer påverkar sambanden vilket vi hävdar kan förklaras utifrån att modellen inte tagit hänsyn till att fler teorier likt *stewardshipteorin* och *intressentteorin* också beskriver processen vid fastställande av rörlig ersättning till VD.

Om incitament är ett effektivt sätt för att minska agentkostnad, ifrågasätter vi varför det då framförallt tilldelas företagsledningen. Om övriga anställda inom företaget hade haft en liknande ersättningsmodell torde ägarna kunna minska agentkostnad i en större utsträckning. Författarna ställer sig därför frågande till om rörlig ersättning till VD verkligen syftar till att minska agentkostnad.

Exit och voice är ett resonemang som ursprungligen beskriver konsumentbeteenden, vilka därefter har överförts för att beskriva aktieägares handlande. Författarna menar att beteendet från början beskriver hur en individ agerar utifrån personlig reflektion. Institutioner som är juridiska personer agerar inte som enskilda individer och vi menar därför att användandet av tankesättet i detta sammanhang innebär begränsningar.

För att beskriva hur aktieägare hanterar agentkostnad är antagandet att ett exitbeteende leder till en hög rörlig ersättning mer självklar. Detta till följd av att beteendet innebär att ägarna inte alls har någon kontakt med företagsledningen och således inte utövar kontroll på det sättet. Voice är däremot ett begrepp som innehåller flera nyanser av kontroll vilket medför att kopplingen till hantering av agentkostnad blir mer komplex. Trots att ägare med ett voicebeteende går på en bolagsstämma, kan denna ägare uppleva att separationen mellan makt och ägande är för stor för att lita på en företagsledning, vilket kan innebära att dessa ägare trots att de kategoriseras som voice vill minska agentkostnad genom en hög rörlig ersättning. Slutsatsen blir att användandet av en kategorisering utifrån exit och voice är otillräcklig för att förklara motiven bakom utformningen av den rörliga ersättningen. Således rekommenderar vi att begreppet voice bör delas upp i ytterligare steg för att bättre beskriva deras vilja och vidare underlätta en kombination med en agentteoretisk ansats.

Vi har varit tvungna att genomföra vissa metodologiska avvägningar vilket har påverkat undersökningens validitet. Bland annat har författarna varit tvungna att bortse från långsiktiga incitamentsprogram. Flertalet portfölj företag har långsiktiga incitamentsprogram vilket innebär att vår avgränsning medför en begränsning i studerandet av institutioners hantering av styrningsglapp. Vi har även av praktiska skäl endast tagit med de institutioner som Sundqvist och Fristedt identifierar som ”institutionssfären” vilket är en snäv definition i jämförelse med uppsatsens inledande ambition. Vår kategorisering utgår från sannolikheter vilket innebär att den inte återspeglar verkligt handlande. Det medför att validiteten försämras.

5.2 Förslag till vidare studier

För att utöka perspektiv och gå djupare in på forskningsområdet hade genomförandet av en fallstudie varit intressant. Genom att mer grundligt följa ägares arbete med övervakning och kontroll hade en tydligare bild av vilka faktorer som påverkar rörlig ersättning till VD kunnat genereras.

En kvantitativ undersökning med bredare definitioner utav rörlig ersättning till VD och institutioner hade också varit intressant eftersom det hade inneburit en mer rättvis bild av verkligheten. En utökning av antalet undersökta företag hade samtidigt bidragit till en bättre helhetssyn. Exempelvis skulle samtliga registrerade företag på Stockholmsbörsen och eventuellt även företagen på Nordic Growth Market (NGM) kunna ingå. Ett tillägg av antalet undersökta år hade vidare bidragit med möjligheten att uppfatta om förändringar av ägarstruktur påverkar den rörliga ersättningen.

Eftersom agenteorin tillsammans med exit och voice enligt författarnas resonemang är relevant men är inte fullt ut förklarande, skulle vidare forskning kunna bedrivas med en liknande ansats. För att bättre kunna utvärdera agenteorins tillämplighet rekommenderar författarna emellertid ytterligare en uppdelning av kategorin voice.

En annan typ av kategorisering vid studerande av ägare hade varit ett intressant alternativt angreppssätt. Att exempelvis kategorisera utländska institutioner som placerar i svenska börsföretag kontra svenska institutioner hade varit givande, då ersättningssystemen mellan länder skiljer sig åt (Kim *et al.* 2010 s. 24).

Under arbetets gång har frågan uppkommit om placerare överhuvudtaget är intresserade av hur institutioner styr portfölj företag, eller om intresset endast sträcker sig till hur institutionen styrs. Om placerarna är intresserade uppkommer följdfrågan hur den viljan tar sig i uttryck.

En undersökning som mer ingående studerar hanteringen av styrningsglappet mellan placerare och institution och hur det i sin tur påverkar institutioners agerande gentemot portfölj företag, hade varit givande för att ytterligare förklara institutioners förhållande till rörlig ersättning.

6. Referenslista

6.1 Tryckta källor

Ahlstedt, T., Dhejne, V., Hultman, E. & Randow, M. (2003). *Institutionella placerare som aktieägare – en studie av fondbolags, försäkringsbolags och AP-fonders användande av exit och voice som ägarstyrningsmekanismer*. Lunds Universitet

Alvesson, M., Sveningsson, S. (2007). *Organisationer, ledning och processer*. Upplaga 1. Studentlitteratur; Pozkal, Polen

Arnold, G. (2008). *Corporate Financial Management*. Upplaga 4. Pearson Education; Rotolito, Italien

Ax, C., Johansson, C. & Kullvén, H. (2005). *Den nya ekonomistyrningen*. Upplaga 3. Liber Ekonomi; Malmö

Blomberg, M. (2008). "Medierubriker driver VD-ersättningarna", *Aktiespararen*, vol. 9 s.10-14

Brandes, P., Dharwadkar, R. & Khan, R. (2005). "Institutional Ownership and CEO Compensation: A Longitudinal Examination", *Journal of Business Research*, vol. 58, s. 1078-1088

Bryman, A., Bell, E. (2011). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 3. Liber; Malmö

Carlsson, R. (2007). "Swedish Corporate Governance and Value Creation: Owners Still in the Driver's Seat", *Corporate Governance*, vol. 15, s. 1038-1055

Cornett, M.M., Marcus A.J., Saunders, A., & Tehranian H. (2007). "The impact of institutional ownership on corporate operating performance", *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, s. 1771–1794

David, P., Kochar, R., & Levitas, E. (1998). "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation", *The Academy of Management Journal*, vol. 41:2, s. 200-208

Duggal, R., Millar, J.A. (1999). "Institutional ownership and firm performance:

The case of bidder returns”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, s. 103-117

Eckerbom, C., Håkansson, L., Murray, M., & Nordlander, J. (2009) *Aktieägarnas betydelse – en studie av ersättningsystemens utformning i noterade bolag*. Lunds Universitet

Elyasiani, E., Jia, J. (2010). “Distribution of institutional ownership and corporate firm performance”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 34:3, s. 606-620

Eriksson, L.T., Wiedersheim-Paul, F. (2008). *Att utreda, forska och rapportera*. Upplaga 8. Liber; Malmö

Fristedt, D., Sundqvist, S-I. (2006). *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2006*. SIS Ägarservice AB; Halmstad

Fristedt, D., Sundqvist, S-I. (2008). *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2008*. SIS Ägarservice AB; Halmstad

Grinstein, Y., Michaely, R. (2005). “Institutional Holdings and Payout Policy”, *The Journal of Finance*, vol. 3

Gustafsson, M., Norin, K. (2009). *Institutionella investerare – aktiva ägare eller passiva förvaltare? En studie av hur institutionellt ägande påverkar ersättningar till ledande befattningshavare i Sverige*. Uppsala Universitet

Hartzell, J.C., Starks, L.T. (2003). “Institutional investors and executive compensation”, *Journal of Finance*, vol. 58:6, s. 2351–2375

Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E., & Rydén, B. (1985). *Institutioner som aktieägare Förvaltare?, Industrialister?, Klippare?*, Studieförbundet Näringsliv och Samhälle ;Kristianstad

Jacobsen, D. I. (2006). *Vad, hur och varför – Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Studentlitteratur; Lund

Khan, T. (2006). ”Company Dividends And Ownership Structure: Evidence From UK Panel Data”, *The Economic Journal*, vol. 116, s. 172–189

Kim, K.A., Nofsinger, J.R., & Mohr, D.J. (2010). *Corporate Governance*. Upplaga 3. Pearson Education; USA

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. (2010). *Svensk kod för bolagsstyrning*

Kärreman, M. (1999). *Styrelseledamöters mandat –ansats till en teori om styrelsearbete i börsnoterade företag*. Lund Business Press; Lund

Körner, S., Wahlgren, L. (2002). *Praktisk statistik*. Upplaga 3. Studentlitteratur; Lund

Körner, S., Wahlgren, L. (2006). *Statistisk dataanalys*. Upplaga 4. Studentlitteratur; Lund

Lundahl, U., Skärvad, P-H. (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Upplaga 3. Studentlitteratur; Lund

Maug, E. (1998). "Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?", *Journal of Finance*, vol. 53, s. 65–98

Ozkan, N. (2007). "Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 17, s. 349-364

Parrino, R., Sias, R. & Starks, L. (2003). "Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, vol. 68, s. 3–46

Rienecker, L., Stray Jørgensen, P. (2009). *Att skriva en bra uppsats*. Upplaga 2. Liber; Malmö

Thurén, T. (2007). *Källkritik*. Upplaga 2. Liber AB; Slovenien

Tricker, B. (2009). *Corporate Governance Principles, Policies, and Practices*. CPI Antony Rowe; Chippenham, Storbritannien

6.2 Elektroniska källor

Aktiespararnas bolagskommitté (2007). "Aktiespararnas ägarstyrningspolicy",

Aktiespararna.se. Hämtat från

http://www.aktiespararna.se/upload/Om%20oss/Intressebevakningen/%C3%84garstyrningspolicy_2007.pdf, (2011-11-18)

Bäckström, U. (2008). "Institutionellt ägande hotar ekonomin", *Svensktnaringsliv.se*. Hämtat från http://www.svensktnaringsliv.se/kommentaren/institutionellt-agande-hotar-ekonomin_58424.html#, (2011-11-08)

Chaaban, S. (2011-11-15). "Inter IKEA och försäkringsjättar delägare i skandalbolaget", *Aftonbladet.se*. Hämtat från <http://www.aftonbladet.se/nyheter/article13938373.ab>, (2011-11-15)

Fackförbundet Unionen (2010). "Bonus – ett bra sätt att styra, motivera och rekrytera VD?", *Unionen.se*. Hämtad från <http://www.unionen.se/UploadFiles/Dokument/Om%20Unionen/Beställ%20och%20ladda%20Oner/Rapporter/Bonus.pdf>, (2012-01-03)

Nyberg, L. (2004). "Värdepappersmarknaden idag och imorgon", *Riksbanken.se*. Hämtad från <http://www.riksbank.se/pagefolders/17112/041110.pdf>, (2011-12-06)

Rynning, J. "Börsbolagen behöver bättre ägare", *Bergh&co.se*. Hämtat från <http://berghco.se/advokaten-jan-rynning-%e2%80%93-debattartikel-i-dagens-industri/>, (2011-11-15)

Svenskt Näringsliv (2006). "Vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare", *Svensktnaringsliv.se*. Hämtad från http://www.svensktnaringsliv.se/multimedia/archive/00002/V_gledning_avseende_e_2148a.pdf, (2012-01-03)

6.3 Årsredovisningar

2006, 2008 och 2010 års upplagor från följande företag:

- | | |
|----------------|-----------------------------------|
| 1. Alfa Laval | 12. Hakon Invest |
| 2. Assa Abloy | 13. Holmen |
| 3. Atlas Copco | 14. Hufvudstaden |
| 4. Axfood | 15. Husqvarna |
| 5. Boliden | 16. Industrivärden |
| 6. Castellum | 17. Investor |
| 7. Electrolux | 18. Kinnevik |
| 8. Elekta | 19. Latour |
| 9. Ericsson | 20. Lundbergs |
| 10. Fabege | 21. Lundin Petroleum ³ |
| 11. Getinge | |

³ kan ej utläsa ersättningar för år 2006

- 22. Melker Schörling
- 23. MTG
- 24. NCC
- 25. Nordea
- 26. Peab
- 27. Saab
- 28. Sandvik
- 29. SCA
- 30. Scania
- 31. Seco Tools
- 32. Securitas
- 33. Skanska
- 34. SKF
- 35. SSAB
- 36. SHB
- 37. Swedish Match
- 38. Tele2
- 39. TeliaSonera
- 40. Trelleborg
- 41. Volvo

Bilaga 1 – Manual för datainsamling

Manual för datainsamling av maximalt ersättningstak för VD i portfölj företag åren 2006, 2008, 2010.

- Portfölj företagen var noterade på OMX Stockholms Large Cap-lista för aktuellt år.
- I årsredovisningar för dessa portfölj företag har den rörliga ersättningspolicyn för respektive år framgått.
- Den maximala andelen rörlig ersättning i förhållande till fast ersättning har varit preciserad.
- Framgår inte detta av företagets årsredovisning har det utelämnats från studien.

Manual för datainsamling av portfölj företagens ägarstruktur datumen 2005-12-30, 2007-12-28, 2009-12-30.

- Portfölj företagen har varit noterade på OMX Stockholms Large Cap-lista åren 2006, 2008, 2010.
- Den maximala andelen rörlig ersättning i förhållande till fast ersättning har varit preciserad för åren 2006, 2008, 2010.
- Ägarstruktur har inhämtats från aktuella företag.
- Endast de 25 största ägarna i form av röstvärde har ingått i studien.
- Ägarstrukturen har inhämtats från SIS ägarservice databas.

Manual för datainsamling av institutioners förvaltningsportfölj datumen 2005-12-30, 2007-12-28, 2009-12-30.

- Information har hämtats från SIS ägarservice databas för respektive institution vid ovanstående datum.
- Endast information om institutionernas placeringar i portfölj företag beskrivna i manual för ägarstruktur har hämtats.
- Andelen av institutionens totala förvaltningsportfölj placerat i respektive portfölj företag har hämtats.

Bilaga 2 – Manual för kategorisering

Manual för kategorisering av institutionella ägare utifrån exit och voice

- Utav de 25 största ägarna i ett portfölj företag har alla institutionella ägare med mindre än två procent röstandel klassificerats som exit.
- Utav de 25 största ägarna i ett portfölj företag har alla institutionella ägare med två procent eller mer samt har placerat en procent eller större andel av den totala förvaltningsportföljen i portfölj företaget har klassificerats som voice.
- Utav de 25 största ägarna i ett portfölj företag har resterande ägarna klassificerats som institutioner med oklart beteende.

Manual för kategorisering av icke- institutionella ägare utifrån exit och voice

- Utav de 25 största ägarna i ett portfölj företag har alla icke-institutionella ägare med mindre än två procent röstandel klassificerats som exit.
- Utav de 25 största ägarna i ett portfölj företag har alla icke- institutionella ägare med två procent eller mer klassificerats som voice.

Bilaga 3 – Institutionssfären

Fristedt & Sundqvists definition av institutionellt ägande hämtat från ”Ägarna och makten 2006”:

Medlemmarna för 2005-12-30 bestod av följande institutioner:

AFA Försäkring	Första AP-Fonden
Alecta	Länsförsäkringar
AMF Pension	Nordea Fonder
AMF Pension Fonder	Robur fonder
Andra AP-Fonden	SEB fonder
Fjärde AP-Fonden	SEB-Trygg försäkring (SEB Trygg Liv)
Folksam försäkring	SHB/SPP fonder
Folksam fonder	Skandia liv
Folksam LO fonder	Tredje AP-Fonden

Fristedt & Sundqvists definition av institutionellt ägande hämtat från ”Ägarna och makten 2008”:

Medlemmarna för 2007-12-30 bestod av följande institutioner:

AFA Försäkring	Första AP-Fonden
Alecta	Länsförsäkringar
AMF Pension	Nordea Fonder
AMF Pension fonder	SEB fonder
Andra AP-Fonden	SEB-Trygg Försäkring (SEB Trygg Liv)
Fjärde AP-Fonden	SHB/SPP fonder
Folksam försäkring	Skandia liv
Folksam fonder	Swedbank Robur fonder
Folksam LO fonder	Tredje AP-Fonden

Bilaga 4 – Företag noterade på OMX Stockholm Large Cap

Företag noterade under något av åren 2006, 2008 eller 2010.

ABB	Lundbergs
Alfa Laval	Lundin Mining Corporation
Alliance Oil Company	Lundin Petroleum ⁴
Assa Abloy	Meda
AstraZeneca	Melker Schörling
Atlas Copco	Millicom Int. Cellular SDB
Autoliv	Modern Times Group (MTG)
Axfood	NCC
Axis	Nobia
Boliden	Nordea
Castellum	OMX
D. Carnegie & Co	Oriflame
Electrolux	Peab
Elekta	Ratos
Eniro	Q-Med
Ericsson	Saab
Fabege	Sandvik
Getinge	SAS
Hakon Invest	SCA
Hennes & Mauritz	Scania
Hexagon	SEB
Holmen	Seco Tools
Hufvudstaden	Securitas
Husqvarna	Semafo
Industrivärden	Skanska
Investor	SKF
JM	SSAB
Kinnevik	Stora Enso
Kungsleden	Svenska Handelsbanken (SHB)
Latour	
Lindab International	

⁴ Är endast med år 2010, 2008 då vi ej kan utläsa ersättningar för år 2006

~~Swedbank~~

Swedish Match

Tele2

TeliaSonera

~~Tieto-Oyj~~

Trelleborg

Volvo

~~Öresund~~