

KANDIDATUPPSATS HT2012
Aktiekursutveckling – En studie om
incitamentsprogrammets betydelse.



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan

Carl Adam Anderberg: 890924-1914

Axel Eriksson 890601-4116

Jakob Werner: 881127-0258

Handledare:

Tore Eriksson

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Aktiekursutveckling – En studie om incitamentsprogrammets betydelse.

Seminariedatum: 18 januari 2013

Ämne/kurs: FEKH89; Uppsats i finansiering på kandidatnivå. 15 högskolepoäng.
Författare: Carl Adam Anderberg, Axel Eriksson & Jakob Werner.

Handledare: Tore Eriksson

Fem nyckelord: Stockholm OMX, Mid Cap, Vd, Incitamentsprogram & aktiekursutveckling.

Syfte: Syftet med vår studie är att studera om olika incitamentprogram påverkar bolags aktiekursutveckling.

Metod: En kvantitativ deduktiv studie med kvalitativa inslag.

Teoretiska perspektiv: Grunden för den teoretiska referensramen är Agent-/Principal-teorin samt teorier om incitamentsprogramms uppbyggnad och påverkan på företagsledning.

Empiri: Uppsatsens fokus ligger på främst på OMX-noterade Mid Cap-bolag, men även samtliga bolag på Large- och Mid Cap. Studien undersöker Mid Cap bolagens incitamentsprogram samt aktiekursutveckling i relation till varandra och övriga valda noterade bolag.

Resultat: Det finns ett samband mellan incitamentsprogram till Vd och aktiekursutveckling. Desto mer omfattande program desto svagare aktiekursutveckling.

Abstract

Title: Share price development – A study about the significance of performance-based compensation

Seminar date: 01-18-2013

Course: FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points

Authors: Carl Adam Anderberg, Axel Eriksson & Jakob Werner.

Advisor: Tore Eriksson

Key words: Stockholm OMX, Mid Cap, Incentives, CEO/President, Compensation & Share price performance.

Purpose: The purpose with this study was to research different incentives and if they affect the share price development.

Methodology: A deductive, quantitative method is used together elements of qualitative method.

Grunden för den teoretiska referensramen är Agent-/Principal-teorin samt teorier om incitamentsprogramms påverkan på företagsledning.

Theoretical perspectives: The basis of the theoretical framework is from the Agency Principal theory and the affect of performance-based compensation on the management.

Empirical foundation: The study's main focus lies on the OMX listed Mid Cap companies, although to some extent even all of the companies listed on Large and Small Cap. The study researches the Mid Cap companies performance-based compensation and share price development in comparison to each other as well as to the companies on Large and Small Cap.

Conclusions: There is a correlation between performance-based compensation and the share price development. The study shows that companies with a more extensive compensation have a weaker share price development.

Förord

Ersättningsnivåer till Vd och ledande befattningsinnehavare har sedan finanskrisen diskuterats allt mer flitigt i media och politiska forum. Under terminens gång väcktes intresset för denna debatt i och med genomgången av Agent-/Principal problematiken och vi bestämde oss därför att detta var ämnet för vår kandidatsuppsats.

Denna uppsatts är en konsekvens av vårt arbete på företagsekonomiska institutionen på Lunds Universitet under HT12. Vi vill härmed tacka vår handledare Tore Eriksson för det stöd och den hjälp han givit oss under vårt uppsatsarbete.

Lund, 14 januari 2013

Carl Adam Anderberg

Jakob Werner

Axel Eriksson

Innehållsförteckning

INLEDNING	8
BAKGRUND	8
1.2 PROBLEMDISKUSSION	9
FINNS DET ETT SAMBAND MELLAN INCITAMENTSPROGRAM TILL VD OCH AKTIEKURSUTVECKLING?	9
1.3 SYFTE	9
1.4 MÅLGRUPP	9
1.4 DISPOSITION.....	10
METOD	11
2.1 PERSPEKTIV OCH ANGREPPSSÄTT	11
2.2 FORSKNINGSDESIGN.....	11
2.2.1 Val av metod – kvalitativ och kvantitativ.....	11
2.2.2 Ansats.....	12
2.3 VALIDITET OCH RELIABILITET	12
2.4 TEORIVAL.....	13
2.4.1 Vad är en bra teori?.....	13
2.4.2 Val av teori.....	13
2.5 Empiri 2.5.1 Val av empiri och fall.....	13
2.5.2 Definition av fallstudien.....	14
2.5.3 Datainsamling.....	14
2.5.3.1 Urval.....	15
2.5.3.2 Källkritik vid datainsamling.....	16
2.5.4 Bearbetning av data	16
2.5.5 Dataanalys.....	17
2.5.5.1 Ranking av incitamentsprogram.....	18
2.6 ANALYS	20
2.6.1 Metod för analys	20
2.6.2 Tillvägagångssätt för analys.....	20
2.7 SLUTSATSER.....	20
2.7.1 Teoretiska slutsatser.....	20
2.7.2 Praktiska slutsatser.....	20
2.7.3 trovärdigheten hos slutsatserna	21
2.7.4 Generaliseringsdiskussion.....	21
TEORI.....	22
3.1 ERSÄTTNINGAR TILL VD	22
3.1.1 Introduktion	22
3.1.2 Historik	22
3.1.3 Typer av ersättningar till VD.....	23
3.1.4 Användningsområde och Agent-/Principalproblemet	24
3.1.5 Nackdelar	27
3.1.6 Kritik mot ersättningsnivåer och incitamentsprogram.....	28
3.2 OPTIONSBASERADE INCITAMENTSPROGRAM	29
3.3 EARNINGS MANAGEMENT.....	30
3.4 BONUS PÅVERKAN PÅ MOTIVATION	32
3.5 RISKTAGANDE INOM FÖRETAG	33

3.6 FAKTORER SOM PÅVERKAR AKTIEPRIS.....	33
3.7 HYPOTESER.....	34
EMPIRI OCH DATAANALYS	35
4.1 BÖRSUTVECKLING 2007-2012	35
4.1.1 Vad har påverkat börsen under tidsperioden 2007-2012.....	35
4.1.2 Börsutveckling Small-, Mid- och Large Cap.....	36
4.2 BRANSCHUTVECKLING	36
4.4 FALLFÖRETAGENS INCITAMENTSPROGRAM	38
4.4.1 Introduktion	38
4.4.2 Exempel tilldelning av incitamentsranking	38
4.4.2.1 Incitamentsrankinggrupp 0	38
4.4.2.2 Incitamentsrankinggrupp 1	38
4.4.2.3 Incitamentsrankinggrupp 2	39
4.4.2.3 Incitamentsrankinggrupp 3	39
4.5 FALLFÖRETAGENS UTVECKLING I FÖRHÅLLANDE TILL BRANSCH OCH INCITAMENTSPROGRAM	40
4.5.1. Dagligvaror.....	40
4.5.2 Finans & fastighet	41
4.5.3 Hälsovård.....	42
4.5.4 Industrivaror & tjänster.....	43
4.5.5 Informationsteknik	44
4.5.6 Material	44
4.5.7 Sällanköpsvaror.....	45
4.5.8 Snitt av rankingnivåer mot Index	46
ANALYS	49
5.1 ANALYS AV RESULTAT.....	49
5.2 AVSLUTANDE ORD.....	55
SLUTSATSER OCH DISKUSSION	56
6.1 SLUTSATS	56
6.2 AVSLUTANDE DISKUSSION.....	56
6.2.1 Återkoppling till problemdiskussion.....	56
6.2.2 Studiens svagheter och styrkor	57
6.2.2.1 Validitet och reliabilitet	57
6.2.2.2 Generaliseringsdiskussion.....	57
6.2.2.3 Genomförande	57
6.2.2.4 Bedömning av teorier.....	57
6.3 FÖRSLAG PÅ FORTSATT FORSKNING	58
REFERENSER	59
BILAGOR	76
BILAGA 1	76
BILAGA 2	79

Begrepp och definitioner

EPS	Earnings per share är ett finansiellt mått på hur stor vinsten är per utställd aktie.
P/E-tal	Price per earnings är ett finansiellt tal som beskriver relationen mellan aktiepris och företagsvinst.
Intern motivation	Motivation som bygger på den egna motivationen att till exempel göra ett bra arbete och god självkänsla.
Extern motivation	Motivation som till skillnad från den inre bygger på monetär eller annan yttre belöning. Denna typ av motivation ska vara en sämre motivator än den inre.
Earnings management	Resultatplanering, vilket innebär att man genom redovisningsprinciper kan förändra det bokförda resultatet för året.
Out of the money	Optionsbegrepp som beskriver när optioner är värdelösa. Beroende på typ av option är aktiepriset antingen under eller över lösenpriset vilket gör optionen värdelös.
Blankning av aktier	Ett riskfyllt finansiellt agerande där aktier lånas ut för att senare köpa tillbaka dem till lägre pris.
Volatilitet	Ett mått på hur stor aktiekursrörlighet en aktie har haft under en tidsperiod. Volatilitet används ibland som ett mått på risk.

KAPITEL 1

INLEDNING

I detta kapitel presenteras studiens huvudsakliga syfte och bakgrund. Vidare kommer läsaren bli introducerad till det bakomliggande problem som ligger till grund för vårt syfte samt att få en överblick av studiens disposition.

Bakgrund

I dag används incitamentsprogram och bonusar till bolagsledningen av många företag för att motivera och entusiasmera densamma och höja företagets värde. Det används även som ett sätt att attrahera kompetent personal till ledningen och att därefter hålla kvar den i företaget, och det är även lätt att anta att ett bonusprogram har del i hur effektivt och målmedvetet en företagsledning och/eller VD arbetar i företagsägarens bästa intresse. Det sistnämnda är ett av de centrala problem incitamentsprogram är ämnade att lösa då den så kallade agentproblematiken kan leda till en situation där VD eller motsvarande, av olika anledningar, inte alltid kan antas arbeta fullt ut i ägarnas intresse utan att sporras av incitament i form av pengaoptions- eller aktiebonusar (Bång och Waldenström 2009, s. 41).

I skenet av finanskrisens slag mot världens ekonomi år 2008 väcktes en diskussion kring dessa bonussystems relevans och legitimitet åter till liv, och en politisk debatt har förts och fortsätter föras med bland andra representanter för Socialdemokraterna som flaggat för en mer återhållsam hållning (Larsson, J-O 2009).

I arbetet med vår studie visade det sig att de allra flesta svenska medelstora företag på börsen utnyttjar incitamentsprogram i någon form, vilket väckte ett antal frågor. Hur ser förhållandet mellan risk och belöning? Är mer omfattande incitamentsprogram en garant för starkare aktiekurs och om så är fallet, hur ser sambandet ut? Blir bolagsledningen villiga att ta större risk än de tagit tidigare? Vi har också noterat att det finns en svårighet i att bedöma hur stor del av ett företags framgång som är ett resultat av incitamentsprogrammen och hur stor del som är ett resultat av andra faktorer, exempelvis omvärldens utveckling.

På grund av den förhållandevis begränsade mängd forskning som gjorts inom detta ämne, framförallt med svenska företag som grund, väcktes vårt intresse för att utföra denna studie.

1.2 Problemdiskussion

Vi har funnit att inkluderandet av någon form av rörlig ersättning för företagsledning, utöver en fast ersättning, numera kan betraktas som praxis och att den ofta utgör en stor del av ledningens totala ersättning. Då en förändring i typer av löner sker anser vi att det kan finnas en stor betydelse för framtida utveckling av företag beroende på vilken påverkan dessa ersättningsprogram kan få företagets utveckling. Detta är även en utveckling som tros bli ännu mer vanlig bland noterade bolag. På Skatteverkets hemsida går att läsa:

”En kommande trend är att de fasta ersättningarna kommer att minska väsentligt till förmån för rörliga kompensationer, bonus och aktiebaserade incitamentsprogram...” (Skatteverket)

Det finns många olika former av rörliga ersättningsprogram, där de flesta är resultat- och/eller prestationsbaserade. Vanligtvis utgörs rörlig ersättning av aktier, olika typer av optioner, eller kontanter. En starkt inpräntad idé i företagsvärlden är följande: för att få de bästa företagsledarna krävs ekonomiska incitament. Incitamentsprogram kan vara kostsamma för bolag. Att inte veta hur ett incitamentsprogram påverkar bolagets ekonomiska utveckling gör det därför problematiskt och svårt att motivera.

Frågan vi ställer oss i denna studie är:

Finns det ett samband mellan incitamentsprogram till Vd och aktiekursutveckling?

1.3 Syfte

Syftet med vår studie är att studera om det finns ett samband mellan incitamentprogram och bolags aktiekursutveckling och i så fall vad som orsakar detta samband. Vidare kommer vi testa befintliga teoriers applicerbarhet och användbarhet vid analys av detta fenomen.

1.4 Målgrupp

Vår studie riktar sig i första hand till ekonomistuderanter samt andra forskare. Vidare kan studien vara intressant för medelstora bolag som ifrågasätter sitt incitamentsprogram till ledande befattningshavare.

1.4 Disposition

KAP 1 – INLEDNING

I detta kapitel presenteras studiens huvudsakliga syfte och bakgrund. Vidare kommer läsaren bli introducerad till det bakomliggande problem som ligger till grund för vårt syfte samt att få en överblick av studiens disposition.

KAP 2 – METOD

I metoddelen redogörs studiens uppbyggnad och tillvägagångssätt. Delar som behandlas är bland annat ansats, forskningsdesign, validitet och reliabilitet. Uppsatsen är en kvantitativ deduktiv fallstudie med kvalitativa inslag.

KAP 3 – TEORI

I detta avsnitt presenteras de teorier vi valt att använda oss av. Vi presenterar Agent-/Principal-teorin samt teorier rörande olika typer av ersättningar, aktiekursutveckling samt agerande i förhållande till risk.

KAP – 4 EMPIRI

Empiridelen består av redovisning av data vi samlat in och bearbetat. Först redovisas den generella aktiekursutveckling som en effekt av våra undersökningsföretag utveckling. Vidare presenteras utveckling efter bransch och incitamentsranking inom respektive bransch och slutligen aktiekursutvecklingen hos rankinggrupperna i relation till den generella aktiekursutvecklingen.

KAP – 5 ANALYS

I detta kapitel analyseras empirisk data med hjälp av valda teorier.

KAP 6 – SLUTSATSER OCH DISKUSSION

I detta sista avsnitt presenteras våra slutsatser och förslag på framtida forskning. Vidare följer en utvärdering av studiens genomförande och generaliserbarhet.

KAPITEL 2

METOD

I metoddelen redogörs studiens uppbyggnad och vårt tillvägagångssätt. Delar som behandlas är bland annat ansats, forskningsdesign, validitet och reliabilitet. Uppsatsen är en kvantitativ deduktiv fallstudie med kvalitativa inslag.

2.1 Perspektiv och angreppssätt

Vi har utgått från tidigare forskning och artiklar i media för att bilda oss en uppfattning om vilka variabler som påverkar våra hypoteser. Dock har mycket av vårt arbetssätt kategoriserat utav att samla in kvantitativ data från våra fallföretag och analysera denna. Vårt perspektiv har således utgått från våra fallföretag och dess ägares intressen.

2.2 Forskningsdesign

2.2.1 Val av metod – kvalitativ och kvantitativ

Vid utförandet av en studie finns det i huvudsak två sätt att gå tillväga. Antigen väljer man att göra en kvalitativ eller kvantitativ studie. Självklart kan man även kombinera de två. Vid en första anblick är den vanligaste distinktionen som görs mellan de två att kvantitativa studier använder mätmetoder medan den kvalitativa metoden inte gör det (Bryman och Bell 2011, s. 26). Vidare finns det tre huvudfaktorer där metoderna skiljer sig åt där den kvantitativa metoden:

- Främst använder den deduktiva ansatsen vilken grundar sig i att testa hypoteser med hjälp av sambandet mellan teori och undersökningsmaterial.
- Den har även anammat de normer och för praktiskt tillvägagångssätt som används i den klassiska vetenskapliga modellen. Detta innebär att data är objektiv och valida att använda för att testa hypoteser.
- Anser att den sociala verkligheten är en objektiv verklighet, som kan presenteras i sifferdata. (Bryman och Bell 2011, s. 27).

Den kvalitativa metoden använder, istället för siffror, ofta ord som ska återspegla verkligheten och grundar sig i:

- En induktiv ansats, vilken undersöker empirisk data för att generera hypoteser.
- Avvisningen av den klassiska vetenskapliga metoden och anser att ingenting är objektivt.
- Att verkligheten konstant förändras och är konstruktion av individers skapande (Bryman och Bell 2011, s. 27).

En kvalitativ studie definieras som en studie där man använder djupgående och detaljerad data. Detta är fördelaktigt om man ska undersöka speciella fall. Kritik som riktats mot den kvalitativa metoden är att data och därmed resultat ofta blir subjektiva och ej generaliserbara.

Den kvantitativa metoden används till skillnad från den kvalitativa vid insamlande av numerisk information och är lämplig att använda för att undersöka gemensamma och genomsnittliga variabler. På grund av detta har vi valt att använda oss av den kvantitativa metoden i vår studie. Kritik mot den kvantitativa metoden grundar sig att den skapar statistiska samband mellan empiri och teori och tar då inte hänsyn till enskilda individers påverkan på variablerna (Bryman och Bell 2011, s. 168). Vår studie innehåller även vissa kvalitativa inslag. Inslagen berör främst dataanalysen av våra fallföretags incitamentsprogram och vidare kategorisering av dessa program efter ett egenkonstruerat rankingsystem som beskrivs närmare under avsnittet empiri i metoden.

2.2.2 Ansats

Vår uppsats kommer att ha en deduktiv ansats, vilket innebär att den är hypotesprövande och där teorierna styr vårt arbetssätt (Bryman och Bell 2011, s. 4). Detta är på grund av att vi vill testa våra hypoteser. Motsatsen till en deduktiv ansats är en induktiv som bygger på att generera teorier genom att analysera data (Bryman och Bell 2011, s.4). Vi kommer inte att använda oss av den induktiva ansatsen.

2.3 Validitet och Reliabilitet

Validitet är ett mått på hur väl teorier stämmer överens med de faktiska utfallen i verkligheten. Mäter det vi avser att mäta med hjälp av de teorier och verktyg vi använder? Reliabilitet å andra sidan visar på hur tillförlitlig vår studie och våra resultat är. Med andra ord är det ett mått på hur resultat av en undersökning går att duplicera vid upprepande mätningar. För att uppnå en hög

grad av validitet gäller det att vi är källkritiska samt är säkra på att våra valda variabler är väsentliga för vår undersökning (Bryman och Bell 2011, s. 159). Reliabiliteten är även ett mått på hur generaliserbar vår undersökning är (Bryman och Bell 2011, s. 157-158). Gäller våra iakttagelser i andra områden?

2.4 Teorival

2.4.1 Vad är en bra teori?

En teori är en samling med påståenden underbyggda av fakta som ska förklara ett orsakssamband (Pålsson Syll 2001, s.25). Vad som gör en teori bra är dess grad av användbarhet och applicerbarhet samt generaliserbarhet. Vidare kan den utvärderas efter hur precis, enkel och konsekvent den är. Med hur applicerbar den är har och göra med hur lätt det är att använda teorin för att studera ett fall. Generaliserbarhet innebär att teorin ska gå att överföra till närliggande områden och vid en sådan analys visa på likartade slutsatser (Pålsson Syll 2001, s. 25-26).

2.4.2 Val av teori

Det finns en avsaknad av tidigare forskning inom incitamentsprograms påverkan på Vd motivation samt hur det löser interna problem i företag. Agent-/Principal-problemet är en självklar teori för vår studie för att få förstå varför incitamentsprogram används. Vi även använt oss av teori som berör earnings management, risktagande, optionsteori samt teorier som kopplar samman ersättningsnivå med aktiekursutveckling. Anledningen till att valde att inkludera teorier om earnings management var för att hitta möjliga förklaringar till hur Vd kan påverka bolagets aktiekurs.

2.5 Empiri

2.5.1 Val av empiri och fall

Det finns många olika typer av fallstudier. Det kan vara en händelse eller ett eller flera objekt i centrum (Bryman och Bell 2011, s. 59-60). Vi har valt att analysera samtliga bolags, på OMX Mid Cap, incitamentsprogram, riktat till VD, och hur dessa incitamentsprogram påverkar den ekonomiska utvecklingen hos bolagen. Vid val av empiri och fall kände vi att

incitamentsprogram till Vd är ett aktuellt och intressant ämne. I finanskrisens spår finns en del forskning inom detta ämne, men utbudet är begränsat samt att inte finns några absoluta svar. Vi anser därför att vi har en möjlighet att bidra till den forskning som tidigare finns.

2.5.2 Definition av fallstudien

Det vi ska studera är incitamentsprogrammets påverkan på bolagens ekonomiska utveckling, om det finns något sådant samband. Vidare kommer våra valda bolag att jämföras med branschsnitt som är baserat på samtliga bolag på Large-, Mid- och Small Cap. Tidshorisonten är 2007-2012.

2.5.3 Datainsamling

Som tidigare nämnts finns det två olika tillvägagångssätt att samla in data; kvantitativ och kvalitativ datainsamlingsmetod. Vi använder oss av den kvantitativa datainsamlingsmetoden. Datainsamlingen har skett genom att läsa årsredovisningar för samtliga Mid Cap bolag samt hämtat data, såsom insiderinnehav, från bolagens hemsidor. Historisk aktieutvecklingsdata har hämtats från Yahoo Finance vilka erbjuder aktiekurser på dagsbasis många år tillbaka i tiden. Aktieutvecklingen är dessutom redan justerad för inflation, utdelning och möjliga splits. Den historiska aktieutvecklingen har hämtats för samtliga bolag på Large-, Mid- och Small Cap för åren 2007-2011.

Vi valde en non-random datainsamlingsmetod i och med att vi aktivt väljer våra företag (Bryman och Bell 2011, s. 2011). Insamlingsmetoden grundade sig framförallt i att samla data gällande våra valda företags incitamentsprogram, till Vd, från årsredovisningar och företagshemsidor. Vidare samlades aktiekursutvecklingsdata in för de senaste fem åren in för samtliga bolag på Large, Mid och Small Cap. Detta gjordes genom att använda oss av Yahoo Finances analysverktyg där vi kunde framställa aktiedata på dags- och månadsbasis för vår önskade tidsperiod. Vi valde att hämta aktiedata från som redan var justerad för utdelning och andra kursförändrande händelser såsom splits och omvända splits. Anledningen till att inte ren aktiekursdata, utan denna justering, har hämtats är för att få ett värde som speglar bolagets ekonomiska utveckling på bästa vis.

2.5.3.1 Urval

Vi har valt att analysera bolagen i Mid Cap. Detta motiveras med att börsbolag har höga krav på redovisa sina ersättningsprogram och det är dessutom lätt att mäta bolagets ekonomiska utveckling.

Urvalet är uppdelat i ett flertal olika delar:

- Population – Den grupp som data kan hämtas ifrån. I vårt fall är detta alla börsnoterade företag i Sverige. Anledningen till att vi har avgränsat oss till Sverige och börsbolag är som tidigare förklarat att de uppfyller de krav på transparens som krävs för att data ska kunna hämtas.
- Sample – Den del av population som berör vår undersökning. I detta fall är det Large-, Mid- och Small Cap. Anledning till valet av svenska noterade bolag är på grund av de redovisningsprinciper som råder i Sverige gällande transparens med rörliga ersättning till ledning.
- Sample frame - Det segment av urvalet som väljs för vidare analys (Bryman och Bell 2011, s. 176). Svenska Mid Cap bolag utgör vår Sample frame. Detta på grund av att de är tillräckligt stora för att kunna ha tydliga incitamentsprogram samt att graden av volatilitet ofta är lägre än hos Small Cap bolag. Mid Cap bolag är inte heller under lika högt tryck från marknaden att följa praxis såsom hos Large Cap-bolag. Det ska dock tilläggas att data även hämtas från Large- och Small Cap, men analyseras sedan inte vidare.
- Urvalsperiod - Den tidsperiod som urvalet analyseras utifrån. Vi har valt att ha perioden 2007-2012 som vår urvalsperiod. Detta på grund av att denna period har varit en svår period för många av börsens bolag och vi uppsatsskrivare tycker det är intressant att analysera hur dessa bolag har hanterat denna svåra period, med eller utan incitamentsprogram.

2.5.3.1.1 Urvalsbortfall

Det finns ett flertal fallföretag vilka har fallit under kategorin urvalsbortfall. Exempel på sådana företag är SAS, PA Resources, Cdon och Byggmax. Dessa bolag har antingen endast funnits noterade på Mid Cap under en väldigt kort tid inom vår tidsperiod, 6 månader eller mindre, eller uppvisat extrema aktiekursförändringar, en negativ aktiekursutveckling på mer än 95 %. Ett övre

tak på aktiekursförändringar har inte gjorts då inga av våra valda bolag har haft tillräckligt stora positiva aktiekursförändringar under vår tidsperiod. En likvärdig uppgång i förhållande till en 95 % nedgång motsvarar en uppgång på 2000 %, vilket inte har hittats bland våra fallföretag.

SAS har haft en aktiekursförändring från 350kr till blyga 8,30 kr under vår tidsperiod. Om man även tar hänsyn till nyemissioner blir den justerade aktiekursförändringen betydligt större. Då bransch och indexsnitt bygger på genomsnittliga aktiekursutvecklingen har dessa förändringar en orimligt stor inverkan på snitten som helhet. Vidare har även branschgruppen energi valts bort då denna endast innehöll ett lämpligt bolag inom Mid Cap.

Ett fåtal bolag är utlandsregistrerade och behöver därför inte redovisa deras incitamentsprogram till ledning, vilket har medfört att vi inte kunnat nå den data och vidare hamnat under kategorin urvalsbortfall.

2.5.3.2 Källkritik vid datainsamling

Vi har haft ett stort fokus på källkritik, vilket innebär att man ifrågasätter och granskar den data som används (Bryman och Bell 2011, s. 94-95). Källkritik är viktigt för att få uppnå en hög grad av validitet, men även generaliserbarhet. Mycket av våra data är hämtad från årsredovisningar, vilka granskas av revisorer. Data gällande ersättningsprogram bör därför anses tillförlitlig. Data gällande aktiekursers utveckling och branschtillhörighet har hämtats från Avanza och Yahoo Finance och anses även uppnå en hög grad tillförlitlighet.

2.5.4 Bearbetning av data

Vår studie omfattar stora mängder data. I bearbetningen har historisk aktieutveckling för våra valda företag samt övriga bolag i Large- och Small Cap sammanställts i diagram och tabeller. Aktiedata har sorterats och bearbetas för att skapa branschsnitt och ett index för snittföretaget på Large-, Mid- och Small Cap. För att aktiekurserna ska kunna jämföras med branschsnittet, då alla bolag inte har varit noterade under hela vår undersökningsperiod, har aktiedata samlats in på månadsbasis under perioden 2007-2012. Bearbetningen av data har skett i Excel. Beräkning av *Aktiekursutveckling* har gjorts enligt följande:

Aktiepriskurser på månadsbasis justerat efter utdelning och splits har hämtats från Yahoo Finance. För att få jämförbar aktiekursutveckling har kursförändringen registrerats i procent. Detta har gjort det möjligt att skapa ett snitt för varje incitamentsrankinggrupp genom att dela den summerade procentuella aktiekursutvecklingen med antal bolag i gruppen. Startvärdet har

sedan varit den genomsnittliga aktiekursen i gruppen. Anledningen till att vi valt att ha ett värde i kronor istället för enbart procent på Y-axeln är för att det lättare ska gå att utskilja de olika kurvorna åt i diagrammen. I fall där bolag inte varit noterade under hela perioden har dessa bolags aktiekursutveckling endast lagts till och skapat genomsnitt under den period då bolaget var noterat.

Index och *Branschnitt* har konstruerats på samma premisser: Den procentuella aktiekursutvecklingen på månadsbasis för samtliga bolag i urvalsgruppen (samtliga bolag inom Small, Mid och Large Cap och samtliga bolag inom Mid Cap i respektive bransch) har summerats och dividerats med antal bolag. Startvärdet är den genomsnittliga aktiekursen i gruppen. Anledningen till att vi valt att jämföra fallföretagen mot diverse bransch är för att försöka hitta samband eller olikheter mellan branscherna. Det vill säga om företag i olika branscher reagerar olika på incitamentsprogram, samt för att jämförelsen företagen emellan ska bli så rättvis som möjligt. Bakgrund till att det kan finnas skillnader mellan hur incitamentsprogram påverkar bolagens utveckling inom varje bransch grundar sig i de stora skillnaderna så återfinns i många branscher. Exempel på detta är ett investmentbolag samt ett läkemedelsbolag som verkar i två skilda branscher. Vd för investmentbolaget kan aktivt påverka företagets risktagande genom att rikta fokus åt mer riskfyllda investering och marknader. Vd för ett läkemedelsbolag med en omfattande forskning kring nya läkemedel har svårt att under ett kortare tidsperspektiv påverka inom vilket område forskning sker och vilka resultat denna forskning ger.

Vidare har våra fallföretags incitamentsprogram grundligt analyseras och därefter graderas i en 0-3, vilket beskrivs närmare under Dataanalys.

2.5.5 Dataanalys

Vid analys av data för kvantitativa studier finns det flera olika analyseringsverktyg att använda. Man kan använda sig av till exempel SPSS för att skapa regressioner och uppnå en viss grad av signifikans och därmed även uppnå en potentiell högre grad av reliabilitet (Bryman & Bell 2011, s. 157). Vi har valt att enbart använda Excel för att skapa grafer och diagram för att finna samband genom att jämföra kurvorna och aktiekursutvecklingen mellan företagen mot branschernas utveckling. Jämförelsen har skett genom att skapa en genomsnittlig aktiekursutveckling för respektive bransch och vidare jämfört denna utveckling med snittet för varje incitamentsgrupps aktiekursutveckling. Slutligen, efter jämförelse utifrån bransch,

sammanställs samtliga bolags aktiekursutveckling inom varje incitamentsgrupp (0-3) och jämförs med *Index*. Detta för att hitta samband mellan varje incitamentsgrupps utveckling i förhållande till varandra och *Index*. Vi har valt att inte genomföra några formella signifikanstester på våra resultat. Detta på grund av att det finns för många faktorer att skatta för samt att vi vill undersöka aktieprisutvecklingen, som är en effekt av marknadens värdering av bolagets framtid, istället för en kartläggning av egentliga kostnader för företaget.

För att våra resultat ska bli så tillförlitliga som möjligt, både gällande validitet och reliabilitet, har vi varit noggranna med att vara källkritiska och kunna våra analyseringsverktyg så att inga data-processing errors inträffar (Bryman & Bell 2011, s. 196).

2.5.5.1 Ranking av incitamentsprogram

Vi har genomfört en grundlig analys av samtliga bolag på Mid Cap och dess incitamentsprogram. Vi har utformat ett rankingsystem med en gradering från 0-3 beroende på hur omfattande programmen är, mest omfattande får tre. Vi har använt oss av 4 parametrar: fast lön, rörlig lön(kontant bonus), optionsprogram och aktiesparprogram. Nedan framgår kriterierna för rankingen, där kryss indikerar vad som uppfyller kraven för varje rankingnivå.

Ranking 0-3	Fast lön	Rörlig lön (bonus)	Optionsprogram	Övriga aktierelaterade program
0	X			
1	X	X		
2	X	X	X	
3	X	X	X	X

Tabell 1: Incitamentsranking (Egenkonstruerad tabell)

I systemet för ranking kan det i vissa fall uppkomma andra variabler som kan påverka rankingen. Inom optionsprogram har vi granskat huruvida Vd har optioner eller inte när bolaget har ett optionsprogram, när Vd inte hade något innehav så sjönk rankingen till en 1a. Det är även möjligt att uppnå en 2a utan optionsprogram om bolaget istället har ett omfattande aktierelaterat program samt att Vd har ett betydande innehav av optioner. Något vi även har tagit hänsyn till är om optionsprogrammet inte har funnits hela perioden 2007-2012. I flera utav bolagen är Vd även grundare eller storägare och då anses inte incitamentsprogrammet ha lika stor inverkan,

vilket har resulterat i en sänkning av incitamentsrankingen. Det kan sammanfattas med att stort innehav av aktier sänker incitamentsrankingen medan övriga aktierrelaterade program höjer den.

Undantagen kan vidare läsas i punkt 4.4.2 i empirin.

Då förändringar inom vissa incitamentsprogram har skett under perioden 2007-2012 har vi tagit hänsyn till dessa förändringar och justerat rankingen i vissa utav fallföretagen. Det skiljer dock sig markant mellan företagen och hur omfattande förändringarna är. I de flesta företagen har det handlat om förnyningar av program och då anser vi inte att det har någon påverkan på rankingen. När större och mer omfattande förändringar har skett har vi tagit det i bejakning, i många fall har vi märkt att förändringen ofta innebär ett nytt och mer omfattande program. Då dessa företag till en början kanske hade haft en lägre ranking är möjligt att vi istället ger dem en högre ranking då vi anser att programmet kan ha haft en viss påverkan av Vd. Att merparten av förändringarna har inneburit mer omfattande program kan möjligtvis förklaras av den ekonomiska krisen och företagens behov att ge ytterligare incitament åt Vd. Då undersökning av rankingsystemet är kvalitativt så är det svårt att ha strikta riktlinjer för graderingen. Graderingen blir således ett subjektivt avvägande från oss uppsatsskrivare, vilket är en av bristerna i studien ur reliabilitetssynpunkt.

Då alla företag har olika startdatum gällande deras incitamentsprogram så har det även olika slutdatum vilket skulle kunna påverka perioden 2007-2012 som vi har studerat. Som förklarat i stycket ovan så har nästan alla av fallföretagen antingen förnyat de befintliga programmen alternativt skapat än mer omfattande program och på så vis löper programmen under perioden 2007-2012. Dessa program som företagen använder sig av har en löptid på några år vilket ger skäl till att tro att det finns en påverkan på Vd's agerande.

Vi har även gjort ytterligare två rankinggrupper, *Med* och *Utan*, där bolag tilldelade incitamentsranking 2 och 3 blir placerade i *Med* och ranking 0 och 1 blir placerade i *Utan*. Detta gjordes för att kunna jämföra företagen i en bredare utgångspunkt med fler fallföretag i varje grupp. På så sätt får enskilda aktiekursutvecklingar, som kan anses vara slumpmässiga, mindre utrymme. Grupperna *Med* och *Utan* har använts i jämförelse mot respektive branschutveckling samt i slutet av empiridelen där vi visar hur stor andel av företagen i grupperna har presterat bättre än sina respektive branschindex. Detta för att få en mer generell överblick av våra resultat.

2.6 *Analys*

2.6.1 Metod för analys

Vi har använt oss av Content Analysis vid analys av våra empiriska data i förhållande till våra valda teorier. Content Analysis bygger på data som samlats in och bearbetats av studiegenomförarna. Denna metod anses objektiv och en av grundstenarna i metoden är att skapa egna kategoriseringar för data som insamlats. Fördelar med denna strategi är att den går att använda vid analys av data från olika tidpunkter, kan innehålla både kvalitativ och kvantitativ data samt att den är flexibel då den går att applicera i flera ämnesområden (Bryman & Bell 2011, s. 305).

2.6.2 Tillvägagångssätt för analys

Vi har jämfört aktiekursutvecklingen med vår egen gradering av incitamentsprogrammen. Mycket av detta arbete har utförts i Excel som hjälper att tydligare se sambanden med hjälp av grafer och tabeller. Vi har även analyserat våra empiriska resultat med hjälp av våra valda teorier och se om vi kan hitta möjliga orsaker till resultaten samt vilka effekter detta kan ha på bolagens aktiekursutveckling.

2.7 *Slutsatser*

2.7.1 Teoretiska slutsatser

Våra teoretiska slutsatser är hur väl våra valda teorier stämmer överens med våra slutsatser. Vidare presenteras hur användbara våra teorier var och hur väl de gick att applicera på vårt ämnesområde.

2.7.2 Praktiska slutsatser

Vilka praktiska slutsatser har vi producerat? Vad kan man ha för användning av våra slutsatser i praktiken, vilka problem stötte vi på under vår undersökning och uppsatsskrivande och vilka råd kan vi ge till fortsatta studier som ska genomföras av andra uppsatsskrivare.? Detta är några av de frågor som besvaras i våra praktiska slutsatser.

2.7.3 Trovärdigheten hos slutsatserna

Trovärdigheten hos våra slutsatser beslutar vilken grad av trovärdighet finns i vår uppsats. Har vi använt oss av tillförlitliga källor och teorier och är våra variabler relevanta? Denna typ av slutsatser bestämmer vilken validitet vi har uppnått i vår studie.

2.7.4 Generaliseringsdiskussion

Generaliserbarheten innebär, som nämnts tidigare, om våra resultat kan överföras till andra ämnesområden samt ifrågasätter om resultatet skulle bli detsamma om studien skulle göras om av andra forskare. I generaliseringsdiskussionen är våra synpunkter på detta beskrivet och motiverat.

KAPITEL 3

TEORI

I detta avsnitt presenteras teoretiska begrepp samt de teorier vi valt att använda oss av.

3.1 Ersättningar till VD

3.1.1 Introduktion

De rörliga ersättningarna till börsbolagens Vd:ar har fått extra uppmärksamhet i efterspelet av den senaste finanskrisen. Debatt har uppstått om vilken effekt dessa rörliga ersättningar egentligen har, framförallt rörande de omfattande aktierelaterade incitamentsprogrammen. Trots många studier finns det idag inget entydigt svar på frågan om vilken betydelse dessa har för ett företags utveckling (Bång och Walderström 2009, s. 41).

3.1.2 Historik

Under de senaste 25 åren har rörliga ersättningar i form av bonus, optioner eller aktieprogram blivit vanligare. Under 80-talet stod rörliga ersättningar till Vd och ledningsgrupp, i stora bolag i USA, för en tredjedel av den totala ersättningen. Idag är denna andel uppe i över 90 procent. En liknande utveckling har skett på den svenska arbetsmarknaden. Befattningshavares ersättningar har dessutom ökat i en mycket snabbare takt än ”vanliga” anställdas har gjort under samma period (Bång och Walderström 2009, s.41-42).

Det finns begränsad tillgång på statistik kring ersättningar till Vd:ar i svenska bolag på grund av att lite data har samlats in genom åren. Förekomsten av rörliga ersättningar finns dokumenterad så tidigt som 1891, som en andel av vinsten. Likt USA finner vi brytpunkten för när rörliga ersättningar verkligen tog fart på 1980-talet. Det som satte fart på denna typ av ersättningar var den så kallade pilotskolan där flera börs-Vd:ar köpte stora poster i sina egna bolag för att stärka sambandet mellan ledningen och aktieägarna (Bång och Walderström 2009, s. 43-44).

3.1.3 Typer av ersättningar till VD

Det finns flera typer av ersättningar som brukar ges till Vd för börsnoterade bolag. Dessa beskrivs nedan i Tabell 2.

Tabell 2: Typer av ersättning till Vd (Bång och Walderström 2009, s. 42-43).

Typ av ersättning	Beskrivning
Fast lön	Fast lön består av en grundlön som betalas ut kontant, oftast som månadslön. Denna fastställs i regel på årsbasis.
Bonus	Bonus är en rörlig ersättning som brukar vara baserad på kvalitativa eller kvantitativa mål och är generellt begränsad till en procentsats av den fasta lönen. Betalas oftast ut en gång per år kontant.
Aktier & Optioner	Aktier och optioner räknas vanligtvis in under långsiktiga incitamentsprogram, eftersom de är reglerade eller har ett kontantdatum vid en viss tidpunkt. Det finns dock motsättningar till varför dessa skulle räknas som långsiktiga ersättningar då det sällan förekommer regler om när aktier eller optioner får säljas. Aktier och optioner delas snarare oftast ut när vissa verksamhetsmål har uppfyllts.
Pension & Sparprogram	Pension är ersättning som konstrueras efter devisen att Vd har rätt till en procentsats av sin lön i pension efter en viss ålder. I denna pension ingår också ofta aktiesparprogram där Vd har blivit tilldelade aktier under sin anställningsperiod.
Övriga förmåner	Till övriga förmåner räknas till exempel tjänstebil, bostad, avgångsvederlag om Vd blir uppsagd samt sjukvård.

En rörlig lön kan begränsa resursutnyttjandet. När lönen är beroende av företagets resultat kan Vd effektivisera och dra ner på onödiga kostnader. Exempel på dessa kostnader kan vara dyra personalfester och omfattande resekostnader. Även Vd:s personliga utnyttjande av företagets resurser kan begränsas.

Något som tidigare är nämnt är Vd:s vilja att ta risker. Om Vd inte får någon belöning för stort risktagande som potentiellt sett kan innebära en väsentlig resultatökning är denne motvillig att ta dessa på grund av rädslan att förlora jobbet. Om Vd dock får en del av det genererade värdet tack vare risktagandet finns incitament som ökar Vd:s riskvillighet (Bång och Walderström 2009, s. 47).

Rörliga ersättningar ökar Vd:s lojalitet mot företaget och ökar gemensamintresset mellan ägare och befattningshavare. Att avskeda och ta svåra beslut motiveras därför genom ökad ersättning till Vd. Vidare kan Vd utnyttja sitt eget sociala kontaktnät för att öka möjligheterna för företaget att utvecklas och därmed öka sin egen ersättning.

Idag är den rörliga ersättningen även ett sätt för företag att attrahera duktiga ledare. Att ha rätt personer knutna till företaget är mycket viktigt. Minst lika viktigt är det att kunna behålla dessa ledare inom företaget så att de inte går över till en konkurrent. Om en nyckelperson såsom en Vd lämnar företaget tar denne även med sig stor kunskap om företaget och dess strategier, vilket kan ha mycket negativa konsekvenser ur konkurrenssynpunkt. Ytterligare en faktor som prestationsbaserade rörliga ersättningar hjälper till att kontrollera är att en Vd inte har några incitament att förhäva sig rörande sin förmåga och kompetens. Utan att besitta den kompetens som behövs kommer Vd inte att uppnå de mål som krävs för att erhålla den rörliga ersättningen (Bång och Walderström 2009, s. 47-48).

3.1.4 Användningsområde och Agent-/Principalproblemet

Som nämdes i indelningen av denna studie motiveras rörliga ersättningar med att det löser det så kallade ”agent/principal”-problemet. Detta problem har sin bakgrund i boken *The Modern Corporation and Private Property*, författad av Adolf Berle och Gardiner Means 1933, som bygger på separationen mellan ägare och kontrollen av ett företag, där kontrollen har förflyttats till ledande befattningshavare (Lorsch och Khurana, 2010).

Problemet i grunden innebär att en agent, alltså Vd eller annan av styrelse utsedd befattningshavare, anställs för att utföra uppgifter. I detta fall agerar styrelsen som principal. Agentens förmåga att utföra dessa uppgifter är svår att bedöma och även svår att kontrollera. Agenten kan handla i egenintresse och utnyttja bolagets resurser för egen vinning istället för att handla i ägarnas intresse. Detta kan exempelvis visa sig i att agenten enbart är intresserad av sin lön och inte agerar för att öka företagets värde. Motviljan till att försöka öka företagets värde och

resultat kan ha sina orsaker i att Vd inte vill ta för stora risker och resultera i att Vd förlorar sin anställning (Bång och Walderström 2009, s. 45-46). Även om vi förstår denna problematik ställer vi oss frågande till hur mycket ett incitamentsprogram egentligen skulle påverka Vd:s beteende. En Vd för ett börsnoterat företag har mycket sannolik gjort karriär i andra bolag, och vissa av dessa bolag kanske inte har haft något incitamentsprogram överhuvudtaget. Å andra sidan är monetär belöning en stark drivkraft och något många kan känna viss koppling till.

Om ersättningen istället är kopplad till bolagets utveckling finns större incitament för Vd att handla för att bolagets värde och resultat ska öka. Tidigare empiriska studier har funnit vissa samband mellan bolagets utveckling och Vd:s lön. Det är dock svårt att mäta på grund av att ersättningen brukar öka när bolaget går bra och minska när det går dåligt. Det finns även andra faktorer att beakta, såsom konjunktur och branschstrukturer, när man granskar bolagets utveckling än att enbart titta på Vd:s agerande. Det är därför även svårt att koppla de rörliga incitamentsprogrammen, i form av optioner och aktier, till bolagets utveckling (Bång och Walderström 2009, s. 45-46).

Ytterligare problematik som agentproblemet belyser är ansträngningsgraden hos Vd. Om Vd endast får en fast lön kan fallet vara att denne anstränger sig till den grad att han eller hon behåller jobbet, men inte mer. Att erbjuda en högre fast lön leder inte automatiskt till högre ansträngning. Då ansträngning är svår att mäta behövs det mer kvantitativa mål att sträva efter och bli belönad för (Bång och Walderström 2009, s. 46-47).

Jensen och Mecklings (1976) artikel *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* tar avstamp i problemet mellan denna separation och utvecklar problematiseringen den leder till.

Jensen och Meckling (1976) börjar med att problematisera hur en individs rättigheter till del av tillgångarna i ett företag beror på andra individers handlingar inom organisationen och även fördelningen av resurserna inom organisationen.

Författarna definierar agent-/principalproblemet enligt följande:

”... a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.” (Jensen och Meckling, 1976 s. 5)

Jensen och Meckling (1976) hävdar att om båda parter i denna relation, agent och principal, är vinstmaximerande finns det anledning att tro att agenten inte kommer att handla i principalens intresse. De menar vidare att det är i princip omöjligt för principalen att säkerställa att agent kommer handla för principalens optimala utfall, utan väsentlig kostnad. Detta anser vi stämmer i större bolag. Dock ser vi att sannolikheten är högre att agenter i familjeföretag med starka band till ägarna agerar i principalens intresse.

Enligt Jensen och Meckling finns det tre kostnader som är förknippade med förhållandet mellan agent och principal:

- Övervakning av agent
- Alternativkostnad för agenten att vara trogen företaget/principalen.
- Kostnad för särgående intressen för agent och principal, förutom övervakning och alternativkostnad.

Vi tycker att detta på ett konkret sätt summerar de kostnader som kan tänkas uppstå till följd av relationen mellan agent och principal. Den tredje och sista kostnaden är dock lite vag och enligt oss svår att mäta. Denna typ av kostnad kan visa sig på många olika sätt, många som kan vara svåra att bryta ner i siffror, såsom oenighet gällande vilken riktning företaget ska gå.

Ett intressant argument, som tydliggör agent-/principalproblemet, liknelsen mellan ett företag och deras aktier. Ofta hör man ord som företags vision, mål och utveckling och då tänker man ofta på företaget som en entitet som alltid har ett mål. Aktier å andra sidan ses istället som en effekt av många olika investerarens personliga bedömning av aktiens potential. Samma sak gäller i företag som är organisationer med många individuella viljor (Jensen och Meckling, 1976).

Hur mycket agenten äger i bolaget som denne leder påverkar, enligt Jensen och Meckling (1976), dennes agerande. Om agenten äger 100 % kommer agerandet följa en vinstmaximering, av egenintresse och även företags. Vinsten i agentens agerande är inte enbart den monetära vinningen utan även relationer till medarbetare, affärstransaktioner med vänner och donationer till välgörenhet. Agenten kommer investera och spendera tid och pengar så länge kostnaden är lägre än vinsten. Om agenten säljer en del av sitt innehav kommer agentkostnader uppstå till följd av de intressen som skiljer agentens och de utomstående ägarna åt. Exempel på detta i förhållande till icke-monetär vinst är att agenten nu enbart bär en del av kostnaderna för att öka sin icke-monetära vinning och då kan fortsätta att investera tid och pengar även om kostnaden skulle vara högre än vinsten (Jensen och Meckling, 1976).

Detta argument tycker vi tydliggör problematiken i agent-/principalproblemet på ett mycket bra sätt. Vidare säger Jensen och Meckling (1976) att mindre aktieägare uppmärksammar detta problem och kommer betala ett mindre belopp för en aktie som motsvarar kostnaden för övervakning samt kostnaden för särgående intressen. Detta borde då innebära att i en marknad med full transparens så vore varje aktiekurs vara den som speglar bolagets sanna värde, ur agent-/principalsynpunkt. I dagens marknader finns det dock anledning att tror att detta inte stämmer då detta problem inte är något som företag vill ska uppmärksammas utanför organisationen. Om så vore fallet vore utdelningen av aktier och optioner till Vd vara det ultimata sättet att minska agentkostnaderna. Det finns dock en möjlighet att större investerare aktivt undersöker agentkostnader, vilket då kan återspeglas i hur investerarna värderar företaget. Ett omfattande incitamentsprogram kan då ses som en signal på att bolaget har stora agentkostnader i form av särgående intressen samt kostnad för övervakning och ersättning.

Jensen och Meckling avslutar sin analys med att det är mycket svårt att styra individuella personers agerande. De hävdar dock att deras studie kan vara ett viktigt steg mot att förstå hur man kan maximera individers nytto-maximering.

3.1.5 Nackdelar

Det finns flera nackdelar med rörliga incitamentsprogram till ledande befattningshavare vilket beskriv nedan i Tabell 3.

Tabell 3: Nackdelar med rörlig ersättning till Vd (Bång och Walderström 2009, s. 49-52).

Nackdel	Beskrivning
Dyrt	Incitamentsprogram i form av optioner och aktier är ofta väldigt dyrt och spär ut företagets aktiestock.
Möjlighet för Vd att påverka egen lön	Då Vd har det yttersta ansvaret för strategi och även för bolagets resultat kan Vd genom till exempel earnings management presentera resultat på så vis att aktiekursen går upp temporärt och Vd kan lösa in optioner.

Svårt att mäta prestation	Även med aktierelaterade incitamentsprogram kan det vara svårt att mäta Vd:s prestation. Har aktien gått upp på grund av Vd:s besluttande eller beror det på andra faktorer. Vd kan ha tagit smarta beslut och gjort goda affärer, men aktiekursen kan av andra anledningar inte gå upp som väntat, och då går Vd miste om den rörliga ersättningen.
Inre motivation överförs till yttre	Den yttre motivationen består av belöningar såsom pengar eller status. Med stora incitamentsprogram kan den yttre motivationen ta över och VD arbetar då för den monetära belöningen istället för sin egen självkänsla.

3.1.6 Kritik mot ersättningsnivåer och incitamentsprogram

Ersättningar till CEO/Vd har fått allt mer utrymme i media och bland ägare till noterade bolag sedan finanskrisen som slog till 2008/2009. Kritik mot dessa ersättningar grundar sig i två faktorer:

- CEO/Vd har för höga ersättningsnivåer.
- Incitamentsprogrammen har om bäst, en mycket ytlig, koppling mellan ersättning bolagets finansiella utveckling samt har skapat ett dysfunktionellt beteende bland företags CEO/Vd (Lorsch och Khurana, 2010).

Denna kritik tycker vi är till viss del befogad. Gällande om CEO/Vd har för höga ersättningsnivåer ställer vi oss smått kritiska till. Ersättningsnivåerna är ägarnas ansvar att reglera och kan därför inte utvärderas utifrån annat än ett moraliskt eller etiskt ställningstagande. Gällande hur dessa incitamentsprogram egentligen påverkar bolagets finansiella utveckling är vi eniga om att hålla med. Argumentet att incitamentsprogrammen även skapar dysfunktionella beteendemönster anser vi även vara valida med bakgrund av hantering av finansiella hävstänger före och efter finanskrisen.

Något som dock strider mot att incitamentsprogrammen skulle vara anledningen till dessa dysfunktionella beteendemönster är en undersökning, gjord av Tosi, Werner, Gomez-Mejia och Katz, som utreder förhållandet mellan företagets finansiella utveckling och ersättning till CEO. Resultatet av denna undersökning lyder:

"We show that firm size accounts for more than 40 % of the variance in total CEO pay, while firm performance accounts for less than 5 % of the variance" (Tosi, Werner, Katz och Gomez-Mejia, 2000).

Företagets finansiella utveckling har enligt denna undersökning väldigt liten inverkan på totalersättningen till CEO, ca 4 % av ersättningen påverkas av utvecklingen. Lorsch och Khurana (2010) menar att detta inte betyder att CEOs ersättning inte påverkas av den finansiella utvecklingen hos företaget, utan menar att ännu större intresse finns att utnyttja sin position och med lagliga medel manipulera resultat och tjäna sina investeringar för egen vinning. Att totalersättningen till CEO varierade så lite beroende på finansiell utveckling hos bolaget kommer något oväntat för oss uppsatsskrivare, men vi tror även att detta fenomen är mycket svårt att mäta på grund av den längd dessa incitamentsprogram har, samt behovet av att behålla duktiga ledare även i sämre tider.

Lorsch och Khurana (2010) fortsätter med att förklara att problemet med dessa incitamentsprogram inte är utfallet av dem, utan snarare vilka beteenden och värderingar som de skapar. Detta instämmer vi helt med, men samtidigt tycker vi att utfallet och den ekonomiska kostnad detta innebär för ägare är mycket problematiskt då vi inte vet vilken effekt denna kostnad egentligen har haft.

3.2 Optionsbaserade incitamentsprogram

En option är ett finansiellt instrument som ger innehavaren rätten att antingen köpa eller sälja en aktie vid en viss tidpunkt. Optionen är knuten till ett visst pris man kan köpa eller sälja aktien för, kallat strike price. Om priset, beroende på typ av option, ligger över eller under strike price kan detta innebära att optionen förlorar hela sitt värde. Detta är en risk förknippat med de optionsprogram som tilldelas Vd och andra ledande befattning i noterade bolag (Hall och Murphy 1999, s. 1-2).

När man värderar optionsprogram till ledning och Vd är det viktigt att framföra att dessa optioner inte är optioner som fritt kan säljas på den publika marknaden. Kostnader för företaget

är dels kostnaden att införskaffa dessa optioner samt kostnaden som uppstår till följd av en värdeökning som företaget går miste om vid eventuellt utnyttjande av optionen från Vd:s sida.

Vd:ar som har incitamentsprogram som grundar sig i optioner får inte heller hedga sig med till exempel säljoptioner. Därför anses Vd:s innehav vara diversifierade med både monetär investering och investering i form av tid och humankapital (Hall och Murphy 1999, s. 3-5).

Optionsprogram har en tendens att ibland gynna företagsledare även när de inte presterar. Det kan istället vara branschen eller industrin generellt som får aktiekurser att stiga. I dessa fall finns det inget samband mellan ledningens prestation och den positiva aktieutvecklingen (Hall och Murphy 1999, s. 4-5). Med andra ord, om det sker en markant positiv utveckling inom en bransch kan det leda till att även de företagsledare som presterar dåligt kan få en hög ersättning på grund av ett generöst incitamentsprogram. Detta går självklart inte att komma ifrån när ersättning baseras på faktorer som företaget inte kan kontrollera. Att marknaden ibland tar sin egen väg kan även göra så att duktiga företagsledare inte blir rättvist belönade.

3.3 Earnings Management

Lorsch och Khurana (2010) skriver i sin artikel att CEO kan tänka sig manipulera resultat, med lagliga medel, för att personligen gynnas av att aktiepriset på en aktie tillfälligt går upp eller ner. Vi anser att Earnings Management kan vara sättet denna CEO gör detta.

Earnings management innebär att ledningen, med hjälp av redovisningsprinciper, försöker influera eller manipulera intäkter eller kostnader och därmed resultat. Exempel på detta kan vara att skjuta upp eller jämfördela kostnader eller intäkter över en tidsperiod (Akers, Bellovary och Giacomino 2007).

Detta är vanligt hos nästa alla bolag idag, framförallt hos de publika. Metoden är inte förbjuden så länge bolagen följer de redovisningslagar som finns, det rör sig snarare om ett etiskt ställningstagande. Anledningarna till att man använder sig av earnings management är flera. Det handlar i första hand om att tillfredsställa aktieägarna och bidra till ökat förtroende för ledning. Vidare används det inte sällan för att påverka aktiepriset. Vid utjämning av kostnader över en tidsperiod kan detta innebära en lugnare handel och ett mer stabilt aktiepris. Vid utgivandet av en finansiell rapport där resultatet tolkas som över förväntan kan aktiepriset temporärt stiga kraftigt (Akers, Bellovary och Giacomino 2007).

Vid flitigt användande av earnings management faller graden av earnings quality, vilket mäter hur väl rapporterade intäkter och resultat speglar det verkliga värdet av företagets intäkter. Detta innebär även att det kan vara svårt att förutspå framtida resultat.

I bolag där earnings management inte används har detta istället en positiv effekt på earnings quality. Dock betyder det inte att det presenterade resultatet på korrekt sätt speglar bolagets verkliga resultat, men det är ändå lättare för ägare och intressenter att uttyda det presenterade resultatet, då viss information inte går att uttyda från finansiella rapporter (Akers, Bellovary och Giacomino 2007).

Hur vanligt det är att earnings management görs för att personlig vinning är mycket svårt att uppskatta. Det sker helt klart i bolag för, men då sker det i samförstånd med flera i ledning eller styrelse. Att en enskild ledande person skulle kunna genomföra en betydande earnings management process för egenintresse, utan att det skulle uppmärksammas av principalen eller andra ledande befattningshavare tror vi är mycket svårt.

Dock hävdar Adair Morse, Vikram Nanda och Amit Seru i en artikel från 2009, *Are Incentive Contracts Rigged By Powerful CEOs?*, att 10 till 30 % av ersättning kopplat till incitamentsprogram beror CEOs aktiva agerande för att dessa program ska falla ut i för egen vinning. Artikeln avvisar prestationsbaserade aktieersättningar som ett verktyg för att förenliga agentens och principalens intressen. Istället uppmärksammar de hur svaga många amerikanska styrelser är och att detta på grund av CEOs agerande ger upphov till ett läckage av resurser på bekostnad av aktieägare. Hur kan då detta försiggå i så pass stor uträkning? Författarna hävdar att det är mycket svårt att upptäcka sådant beteende, som enligt dem är kriminell handling. De såg också ett samband mellan negativ aktiekursutveckling och ökat agerande från CEO att försöka resultaten, vilket vi anser vara rimligt.

Denna forskning har gjorts under 1999-2003 på ett stort antal amerikanska bolag. Det ska tilläggas att det kan finnas skillnader mellan hur lätt det är att upptäcka sådan beteende mellan USA och Sverige, men vi anser att det ändå finns en risk detta agerande kan vara lika vanligt i Sverige. Enligt författarnas resultat borde då Vd:s agerande för att nå personliga incitamentsprogram öka i sämre tider. Detta skulle då kunna visa sig i vår uppsats som beror en period med sviktande ekonomisk utveckling hos våra fallföretag.

3.4 Bonus påverkan på motivation

I en nyligen publicerad artikel i SvD hävdar Doktor Håkan Salwén att det är oklokt att använda sig av externa belöningar om man vill få människor att göra saker bra, och att det istället är den interna motivationen företag vill uppnå hos sina anställda. På denna inre motivation, menar Salwén, har bonusar dock en direkt negativ inverkan (Salwén 2012).

Det finns en skillnad mellan intern motivation, där den anställde får motivation till att utföra ett bra jobb eftersom han eller hon exempelvis tycker om sitt arbete, och extern motivation, där bonusar av olika slag utgör den största moroten. I artikeln står det vidare att ”forskningen visar också att de som får bonus blir mindre motiverade att fortsättningsvis göra ett bra jobb.”

Studier har visat att de som får ekonomiska belöningar, utöver sin lön, för att utföra arbetsuppgifter blir mindre motiverade att ägna sig åt dem och artikelförfattaren menar att detta tankesätt även går att applicera på näringslivets toppar och de bonusar de i många fall får. Salwén skriver vidare att bonusutbetalningar inte behövs för att rekrytera och behålla nyckelpersonal och att utbetalningarna är ineffektiva medel för att styra människor mot specifika mål. Till skillnad från Salwén så finner vi en stark tro om man ska behålla nyckelpersonal så krävs det att de får likvärdig eller högre ersättning än vad konkurrenterna erbjuder, nyckelpersonal har allt som oftast andra möjligheter om de inte anser att kompensationen är tillräcklig. Detta understryks i artikeln *Towards a New Paradigm for Executive Compensation* av Jay Lorsch och Rakesh Khurana. De menar på att förutsättning för att erhålla och rekrytera kompetens så krävs höga löner och förmåner. Det hävdar att det finns ett begränsat antal Vd:ar med rätt kompetens och därav blir det viktigt för bolagen att lyckas behålla dem samt rekrytera dem. (Lorsch och Khurana 2010)

Slutsatsen i Salwéns artikel lyder ”*Sammantaget är det därför svårt att tro att de enorma bonusar som medierna rapporterar om kan rättfärdigas*” (Salwén 2012).

Även gällande bonusar finns det en risk att Vd blir tilldelad en stor bonus, utan att denne har gjort sig förtjänt av detta. Det kan handla om att branschen som helhet har presterat bra. Det finns dock flera sätt att minska dessa ”snedvridningar”, och ett av de effektivaste är genom att knyta samman möjligheten till ersättning med specifika prestationsmål. På så sätt påverkas inte ersättningen till ledningen i samma utsträckning av hur branschen i sig utvecklas. Detta anses hur som helst inte vara ett särskilt effektivt sätt för att öka prestationsvilligheten hos en företagsledning, och av den anledningen har det uppkommit andra alternativ. Ett av dessa är att införa villkor som innebär att det enbart skapas en bonus om man presterar bland de topp 80 %

bästa företagen i branschen. Presterar man bland de sämsta 20 % uteblir bonusersättning helt. Detta görs för att det ska bli rimligare att få ersättning, man sänker alltså inträdesbarriären (Arye Bebhuk och Fried 2003, s.83-85). Dock återkommer vi till att det är mycket problematiskt att kritisera hur stor bonusen är. Det är fortfarande ägarnas ansvar. Mindre aktieägare kan dock skadas av stora ägares makt och relation till Vd i fråga.

3.5 Risktagande inom företag

Ägarstrukturer har stor betydelse när det kommer till risktagande och styrning av företag. Det är viktigt att poängtera att det finns väsentliga skillnader gällande risktagande då risktagande kan vara kalkylerat samtidigt som det kan vara fullständigt dumdrigt. (Laeven och Levine 2008 s.4-7)

Svaga ägarstrukturer med exempelvis storägare som består av institutioner och andra passiva ägare ger en större frihet till ledning. Ledning kan med stor frihet ta risker utan behöva oro sig över värdeminskningar i samma utsträckning som ägarna behöver. Ledning har på så vis inte lika mycket att förlora som ägare har. Utan eget investerat kapital blir det lättare att ta större risker.

Det finns därför ofta en stor skillnad när företag med stark ägarstruktur tar risker. Studier visar att ägare tar färre, och bättre kalkylerade, risker vilket är naturligt då de har eget investerat kapital och ogärna vill förlora det. Starka ägare med välfungerande företag har ofta styrkan att påverka ledningen till att ta risker och de kan i större utsträckning göra detta utan att behöva erbjuda dyra incitamentsprogram (John, Litov och Yeung s.44-47).

Den kanske viktigaste påverkan på risktagande är huruvida ledningen och framför allt Vd har ett stort innehav i aktuella företaget. Flera teorier påvisar att villigheten att ta risker minskar i samband med ett större innehav (Laeven och Levine 2008 s.30-31).

3.6 Faktorer som påverkar aktiepris

Enligt Campbells artikel "Asset Pricing at The Millenium" finns ett flertal faktorer som påverkar aktiepris och det har skett en utveckling under de senaste 20 åren där det för det första finns en stor mängd data tillgänglig kring räntor, aktiepris och mönster i aktieutdelning. Vidare har man kunnat utnyttja denna stora mängd data för att sätta samman modeller kring dessa områden och för det tredje har riskelementet på ett nytt sätt tagits med i beräkningen kring aktieprisutveckling.

Det beskrivs också i artikeln hur svårt det historiskt sett har varit att bedöma och förstå sambandet mellan transaktionskostnader och asset pricing och att detta utgör en stor utmaning för framtida forskare. En teori som framförs är att transaktionskostnader kan ha en stor roll i att dra ner priset på små aktier och därmed bidra till ”the small firm effect” som säger att mindre företag tenderar att få större aktiekursutveckling än stora företag på grund av att småföretagens aktiekurser generellt sett är lägre och vid en uppgång blir effekten större än vad skulle bli i ett stort företag (Campbell, 2000). Utifrån dessa teorier kan man dra slutsatsen att våra fallföretag påverkas olika beroende på dess storlek, vilket alltså kan ha en stor inverkan på aktiekursen.

Historiskt sett har betavärde använts som ett mått på hur volatil en aktie är. Enligt Campbells artikel kan dock betavärde som variabel (inom ämnet denna studie undersöker) avskrivas då Campbell skriver att i jämnstora företag så har betavärde ingen betydelse för aktiekursens utveckling. (Campbell, 2000)

3.7 Hypoteser

Vår teoretiska referensram hjälper oss att fastställa två hypoteser. Då forskningen inte är ensidig och få konkreta slutsatser kan dras blir hypoteserna:

Hypotes1

Det finns ett samband mellan typ av incitamentsprogram till Vd och aktiekursutveckling.

Hypotes2

Det finns inte ett samband mellan typ av incitamentsprogram till Vd och aktiekursutveckling.

KAPITEL 4

EMPIRI OCH DATAANALYS

Empiridelen består av redovisning av insamlad och bearbetad data. Först redovisas den generella börsutvecklingen för vår tidsperiod, vilket är ett genomsnitt baserat på samtliga undersökningsföretag. Vidare presenteras utveckling efter bransch och incitamentsranking och slutligen efter de olika incitamentsrankinggrupperna.

4.1 Börsutveckling 2007-2012

4.1.1 Vad har påverkat börsen under tidsperioden 2007-2012

Att ta reda på och förstå vad som påverkar börsen och dess utveckling är självklart en mycket komplex föresats, men begränsat till vår tidsperiod, från år 2007 till år 2012, är det svårt att bortse från den globala finanskrisens inverkan och alla de orsaker som låg bakom den.

I korta drag anses krisen ha startat i USA där många stora banker under lång tid gav ut och godkände så kallade ”subprime”-lån, alltså fastighetslån med sämre säkerhet än normalt. Bankerna och kreditgivarna räknade med att fastigheternas förväntade värdeuppgång skulle täcka upp för den bristande säkerheten, vilket alltså inte skedde. I samklang med en ökande arbetslöshet i landet spreds en osäkerhet och värdet på dessa högt belånade fastigheter och på bostadsmarknaden i stort stagnerade. Bankerna kunde inte få tillbaka sina pengar och i denna snabbt eskalerande onda spiral dukade många investmentbanker under, mest kända exemplet troligtvis Lehman Brothers. Notera att även många andra faktorer spelade in, vilka inte är nödvändiga att redogöra för i detalj i denna studie.

Effekterna för Sverige har inte varit och är inte i närheten av vad effekterna för USA är, då svenska banker varit mer restriktiva med att ge ut lån då de troligtvis dragit lärdom av finanskrisen som drabbade Sverige åren 1990-1994. Dock har bankernas upplåningskostnader stigit kraftigt och även i Sverige har investmentbanker gått under, med Carnegie som ett känt exempel (Hermandsson 2012).

Vad som står klart är att den senaste finanskrisen varit ett hårt slag mot många ekonomier världen över och den lär högst sannolikt fortsätta påverka börsen under lång tid framöver.

4.1.2 Börsutveckling Small-, Mid- och Large Cap

Under perioden 2007-2012 har Indexet för Small-, Mid- och Large Cap-bolagens utveckling hamnat på minus 30 % vilket illustreras i diagrammet nedan.

Börsutveckling Small, Mid & Large Cap



Diagram 1: Börsutvecklingen för samtliga bolag inom Small, Mid och Large Cap (data hämtad från Yahoo Finance samt Avanza).

4.2 Branschutveckling

Perioden 2007-2012 har inneburit svårigheter för många bolag och börsen i allmänhet har utvecklats negativt. Detta avspeglar självklart även branschernas aktiekursutveckling. Inga utav branscherna har lyckats generera positiva utvecklingar i denna period. De branscher som slår Index för Large, Mid och Small Cap, minus 30 %, är Dagligvaror, Sällanköpsvaror, Hälsovård samt Finans och Fastighet.

Branscutveckling Small, Mid & Large Cap

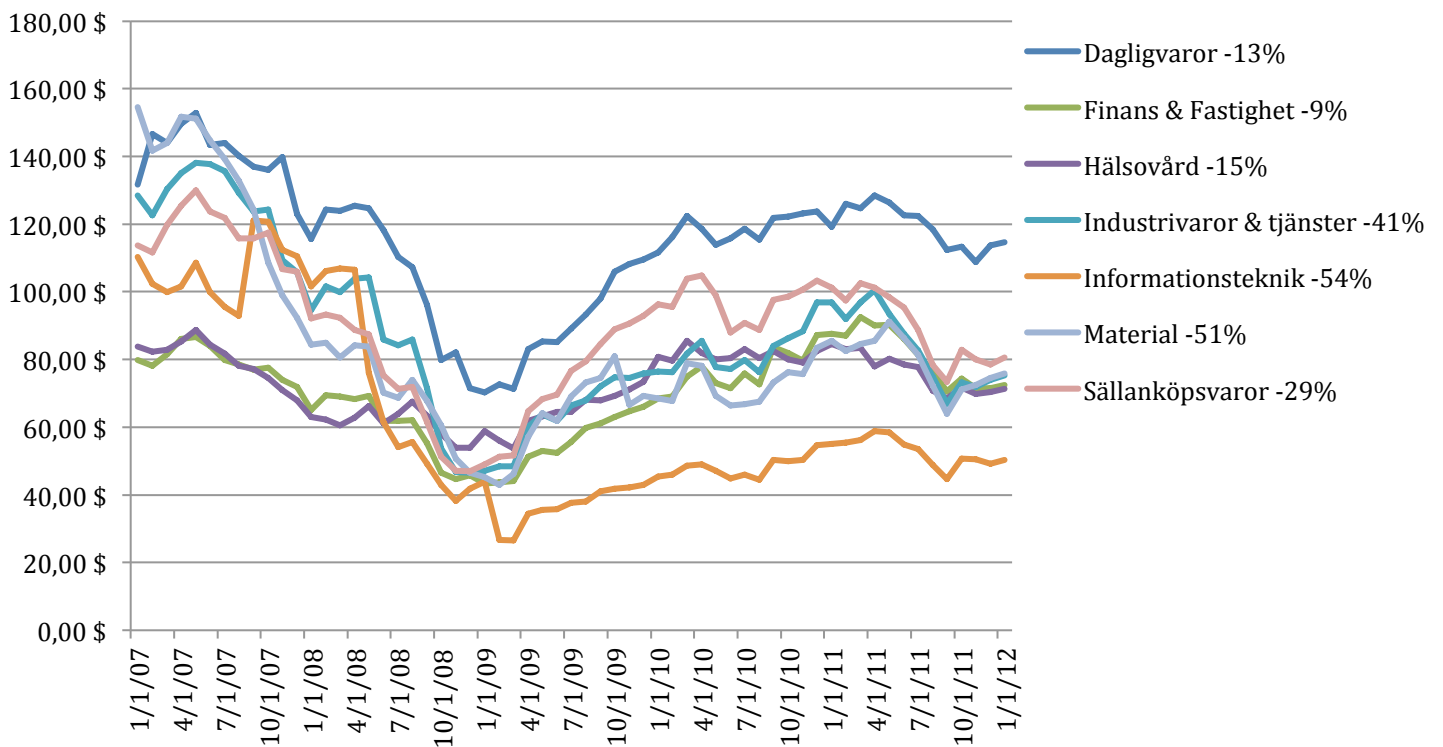


Diagram 2: Utvecklingen för branschnittet i de olika branscherna för studien (Data hämtad från Yahoo Finance samt Avanza).

*Fallföretagens utveckling och branschtillhörighet går att utläsa i Tabell 4 placerad i bilagor.

4.4 Fallföretagens incitamentsprogram

4.4.1 Introduktion

Nedan finner vi typiska exempel på företag inom de olika incitamentsrankinggrupper som vi har skapat. Från varje grupp finns några exempel för att förtydliga hur vi har delat in de olika företagen. Utöver de fyra vanliga kriterierna så uppstår det även några undantag gällande Vd:s innehav samt optionsprogram som inte varit aktiva under hela studieperioden. Varje fallföretags incitamentsranking kan avläsas ur Tabell 5 placerad i bilagorna.

4.4.2 Exempel tilldelning av incitamentsranking

4.4.2.1 Incitamentsrankinggrupp 0

Corem Property Group AB blev tilldelade en nolla då det enbart betalar ut en fast lön till sin Vd (Corem Property Group AB, 2007-2012). Här fanns det inga ytterligare variabler som påverkade rankingen. Inom denna grupp fanns det inga undantag som påverkade rankingen.

4.4.2.2 Incitamentsrankinggrupp 1

Aarhus Karlshamn AB fick rankingen en etta trots att Vd erhöll fast lön, rörlig ersättning och ett optionsprogram. Vi gjorde bedömningen att ge dem en etta eftersom optionsprogrammet bara hade pågått i drygt ett år, då ansåg vi inte att det påverkade Vd:s beslutstagande i större utsträckning (Aarhus Karlshamn AB, 2012).

East Capital erbjöd VD både lön och rörlig lön i form av bonus och därmed uppfylls kraven för att erhålla en etta i rankingen (East Capital, 2008-2012).

Ytterligare ett exempel på ett företag som erhöll en etta i ranking är Haldex trots att Vd har ett optionsprogram så har han inget innehav och därför anser vi inte att det har någon påverkan på agerandet för studien (Haldex AB, 2007-2012).

Vi gav Fast Partner AB en etta ranking trots att det erhöll fast lön, rörlig lön och ett aktierelaterat program eftersom VD Sven-Olof Johansson också storägare med en kontrollerande post med 38 254 000 aktier (Fast Partner AB, 2007-2012). Vi anser därför att rankingen ska förbli en etta, eftersom han är storägare kommer inte ett aktierelaterat program påverka beslutstagandet.

4.4.2.3 Incitamentsrankinggrupp 2

B&B Tools erhöll en tvåa i ranking trots att utifrån kriterierna så skulle de erhålla en trea i ranking då Vd Stefan Wigren har fast lön, rörlig lön, optionsprogram och ett aktiesparprogram. Men eftersom han inte har några optioner gör vi bedömningen att det alltså inte har någon inverkan på hans beslutstagande och därför degraderas rankingen till en tvåa (B&B Tools, 2007-2012).

Betsson är ett vanligare exempel som följer det vanliga kriterierna utan några undantag. Vd Magnus Silfverberg har en fast lön, rörlig ersättning i form av bonus samt ett optionsprogram som han även deltar i, av dessa anledningar blir en tvåa den självklara rankingen (Betsson, 2007-2012).

4.4.2.3 Incitamentsrankinggrupp 3

Cloetta AB är ett utav företagen som har uppnått en trea i ranking då Vd Bengt Baron innehar fast lön, rörlig lön i form av bonus, optionsprogram samt ett aktiesparprogram. Detta är ett typ exempel av ett företag med en trea i ranking (Cloetta AB, 2009-2012). Bure Equity å andra sidan har enbart tre utav fyra parametrar, ej aktiesparprogram men efter närmare studier fann vi att Vd Patrik Tigerschiöld hade ett betydande innehav i optioner inom optionsprogrammet (Bure Equity, 2007-2012). Vi anser därför att en trea i ranking är korrekt då han kan påverkas i större utsträckning.

4.5 Fallföretagens utveckling i förhållande till bransch och incitamentsprogram

4.5.1. Dagligvaror

Urvalet i dagligvaror består av tre företag, alla med olika ranking av incitamentprogram. Branschnittet för företagen inom Large, Mid och Small Cap hamnar på minus 13 % medan Mid Cap-bolagens aktieutveckling är väldigt spridd.

AarhusKarlshamn med en incitamentsranking 1 har haft en positiv utveckling och därmed gått betydligt bättre än branschnittet. Black Earth Farming är ett krisdrabbat bolag, med stora problem gällande den ryska regleringen av jordbruksverksamhet. Det bolag som har haft den mest gynnsamma utvecklingen på börsmarknaden av våra Mid Cap-bolag inom dagligvaror är Cloetta som har haft en aktieutveckling på 43 % med incitamentsrankingen 3. Cloettas aktiekursutveckling har varit mycket lönsam för VD Bengt Baron och andra ledande befattningshavare. I diagrammet nedan finner vi bolagen indelade i grupperna Med och Utan. Denna branschgrupp har få bolag vilket gör den relativt svår att utvärdera.

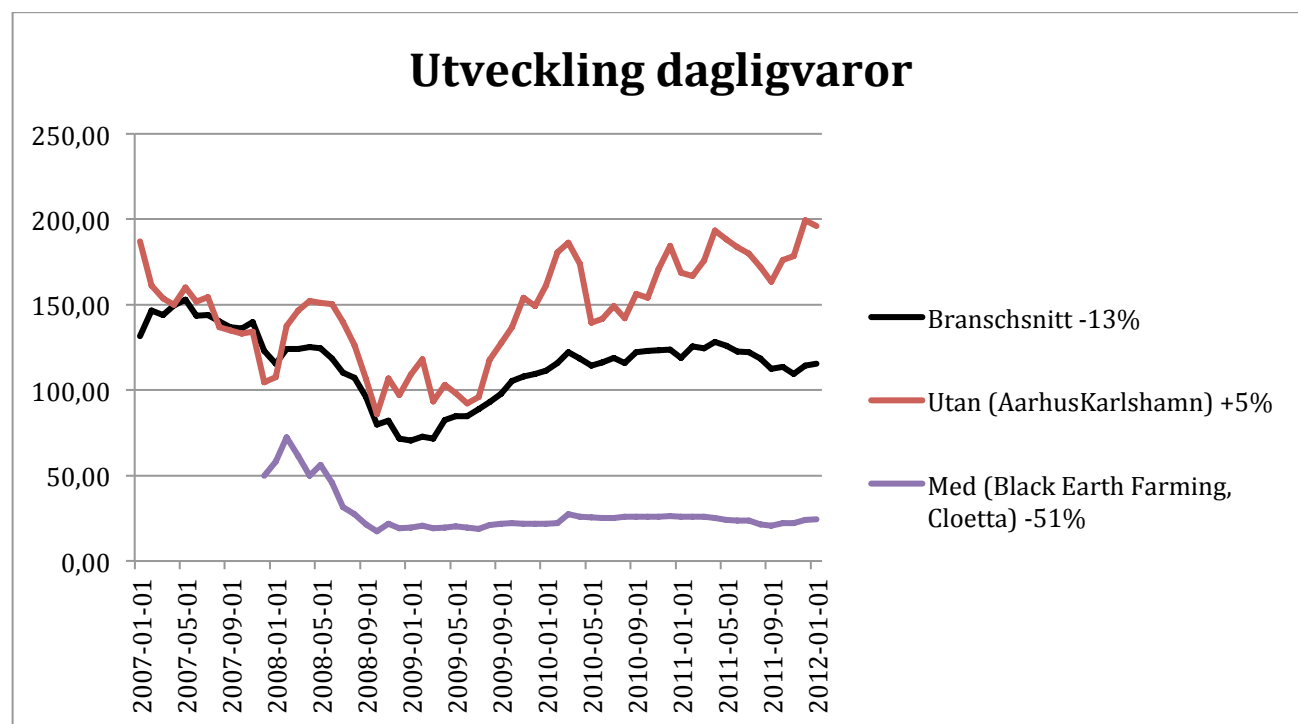


Diagram 3: Utveckling av fallföretagens, inom branschen Dagligvaror, genomsnittliga aktiekursutveckling utefter incitamentsranking (Data hämtad från Yahoo Finance samt Tabell 5).

4.5.2 Finans & fastighet

Företagen i Mid Cap inom Finans och fastighet har haft väldigt varierande utveckling under vår valda undersökningsperiod. Ett flertal bolag har utklassat branschindex, medan andra, såsom Bure Equity, har varit nära en konkurs. I denna bransch, med många fallföretag, ser vi tydligt att gruppen Utan har presterat väsentligt bättre än gruppen Med.

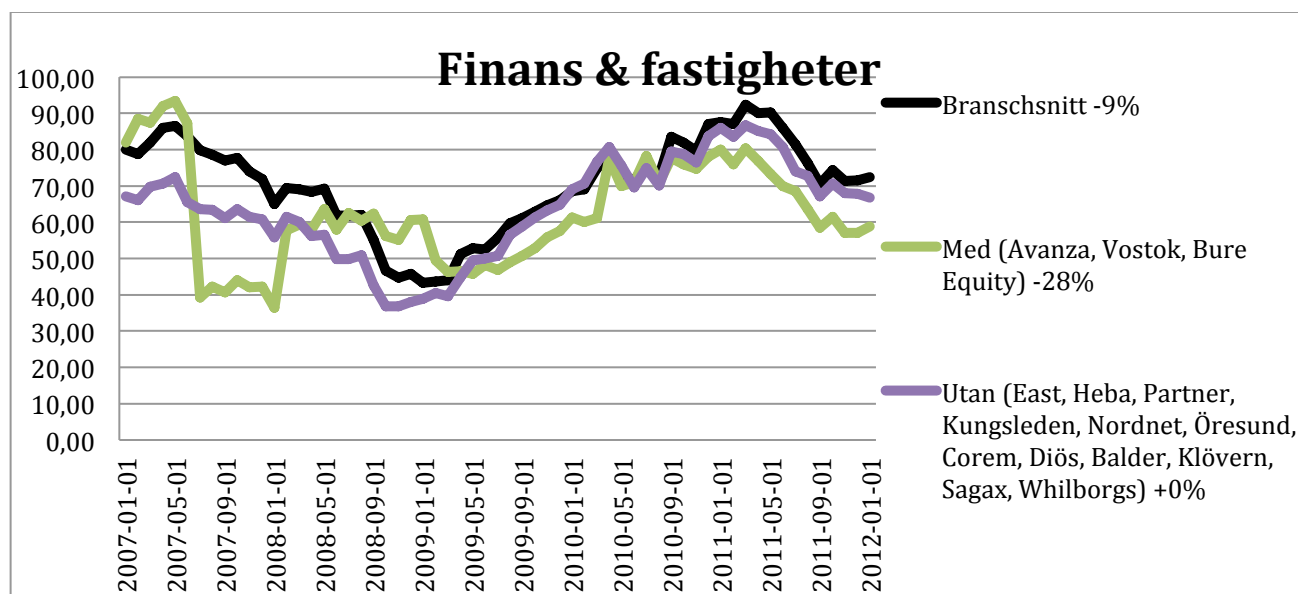


Diagram 4: Utveckling av fallföretagens, inom branschen Finans och Fastighet, genomsnittliga aktiekursutveckling utefter incitamentsranking (Data hämtad från Yahoo Finance samt Tabell 5).

4.5.3 Hälsovård

Det råder även inom Hälsovård stora skillnader i aktiekursutvecklingen bland fallföretagen. Två grupper har presterat bättre än branschen som helhet, incitamentsranking 2 och tre. I rankinggrupp 1 finns Active Biotech som har haft en mycket svag utveckling under perioden, på grund av dåliga forskningsresultat på ett flertal läkemedel. Karolinska Development tillhör ensam incitamentsgrupp nummer tre, då de har väldigt omfattande optionsprogram där Vd har stora optionsinnehav. Karolinska Development bör noterades tidigt 2011, men har haft en betydande börshandel sedan dess, därav den korta utvecklingen i diagrammet nedan.

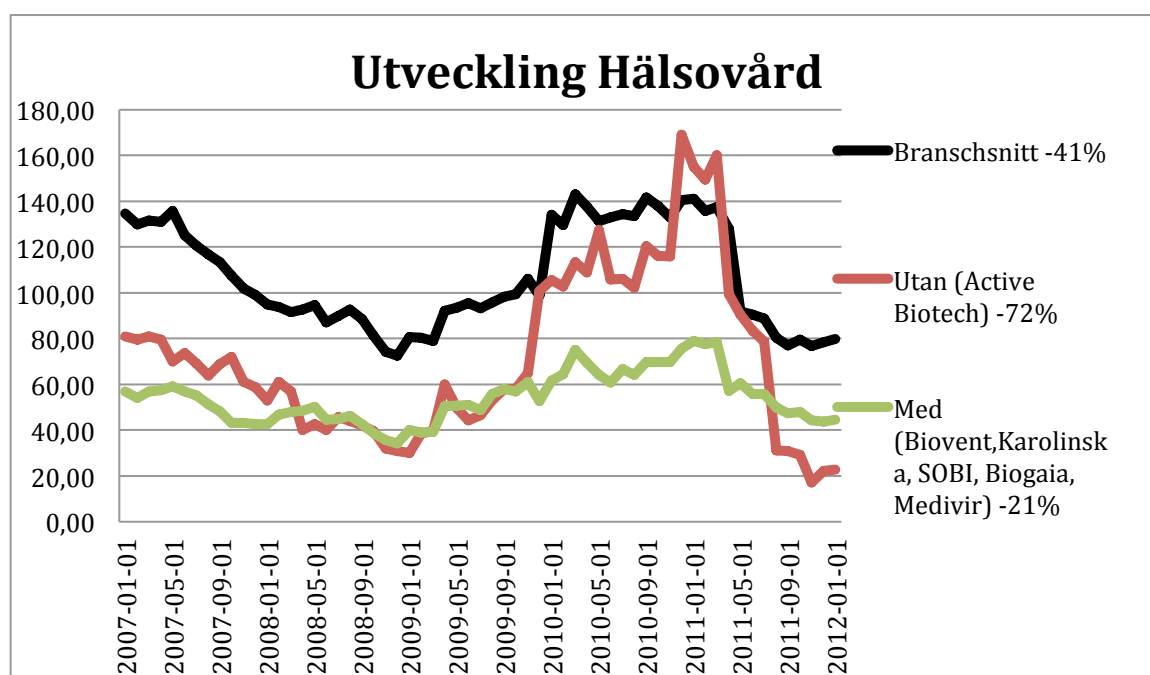


Diagram 5: Utveckling av fallföretagens, inom branschen Hälsovård, genomsnittliga aktiekursutveckling utefter incitamentsranking (Data hämtad från Yahoo Finance samt Tabell 5).

4.5.4 Industrivaror & tjänster

Branschgruppen Industrivaror och tjänster är den näst största gruppen bland våra fallföretag och i denna grupp finns incitamentsrankning representerad från 1, 2 och 3. I samtliga grupper finns ett flertal olika bolag och grupperna nedan har båda presterat bättre än branschgenomsnittet.

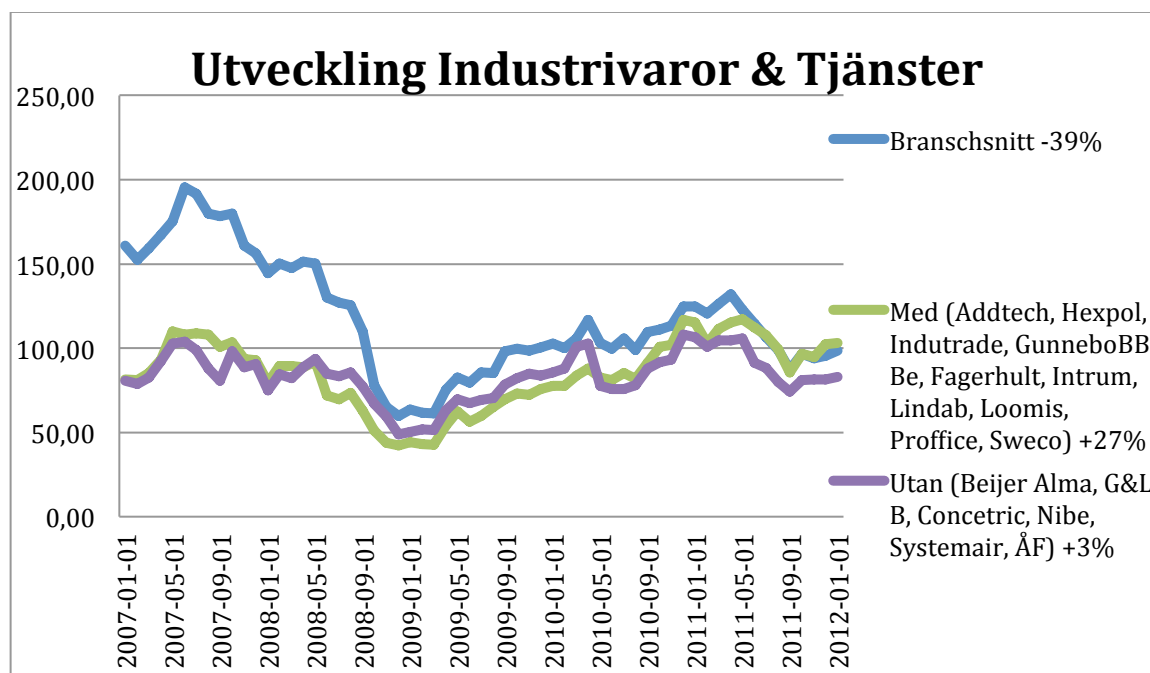


Diagram 6: Utveckling av fallföretagens, inom branschen Industrivaror och tjänster, genomsnittliga aktiekursutveckling utefter incitamentsrankning (Data hämtad från Yahoo Finance samt Tabell 5).

4.5.5 Informationsteknik

Branschgruppen informationsteknik har drabbats hårt under perioden. Axis är och därmed även incitamentsgrupp 1 det ända bolaget i Mid Cap som haft en positiv aktiekursutveckling, vilket framgår av diagrammet nedan. Med anledning av att det endast finns ett bolag, Axis, i gruppen Utan blir även denna branschgrupp väldigt beroende av just Axis. Det som dock är intressant är hur gruppen Med har presterat mycket sämre än branschsnittet.

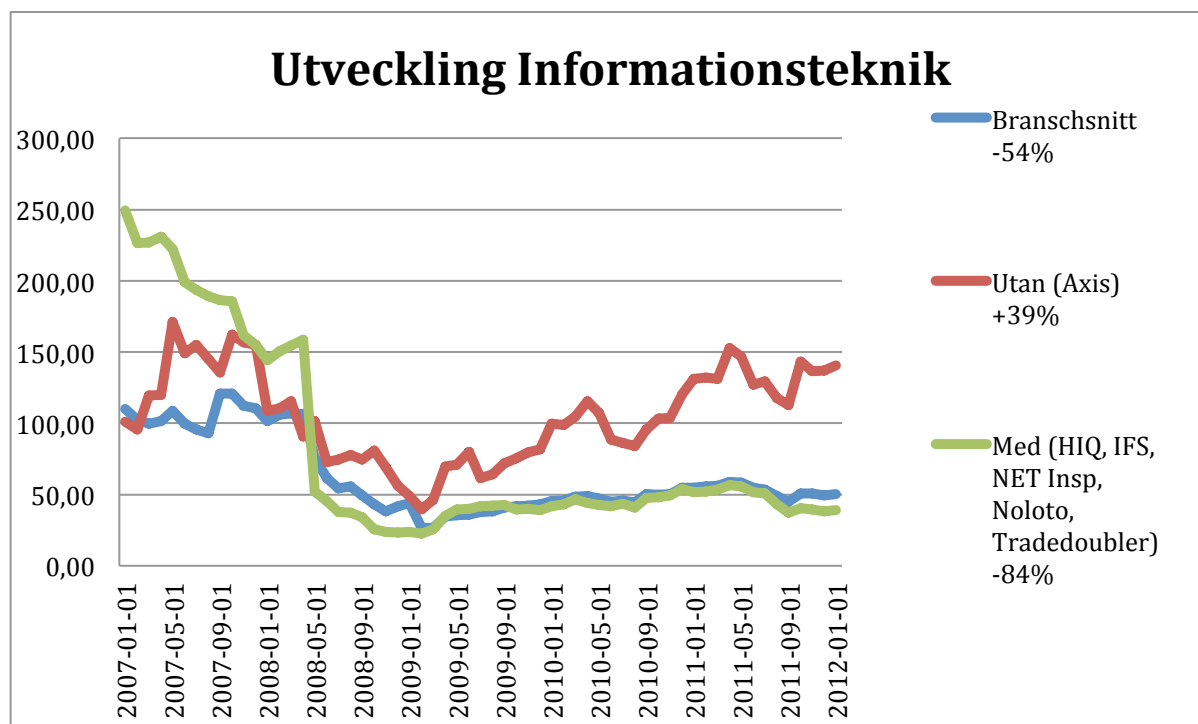


Diagram 7: Utveckling av fallföretagens, inom branschen informationsteknik, genomsnittliga aktiekursutveckling utefter incitamentsranking (Data hämtad från Yahoo Finance samt Tabell 5).

4.5.6 Material

Inom branschgruppen Material hittar vi endast tre företag. Deras utveckling har alla slagit branschsnittet, även om Billerud gjorde det med ett fåtal procent. I rankinggruppen 1 hittar vi Billerud och Nordic Mines och i den lite mer omfattande grupp 2 återfinns Höganäs som haft en mycket attraktiv utveckling under perioden.

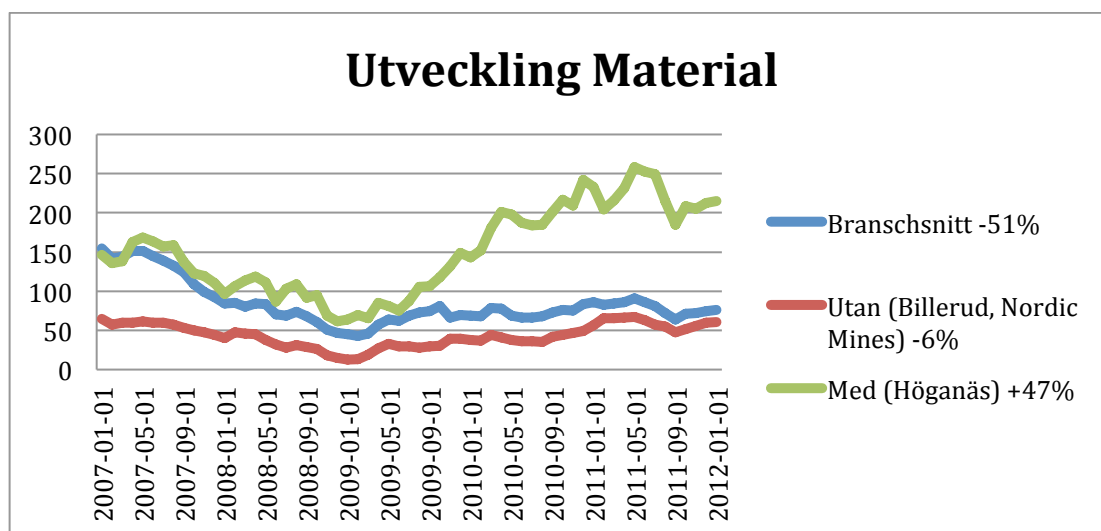


Diagram 8: Utveckling av fallföretagens, inom branschen Material, genomsnittliga aktiekursutveckling utefter incitamentsranking (Data hämtad från Yahoo Finance samt Tabell 5).

4.5.7 Sällanköpsvaror

Sällanköpsvaror är den största branschgruppen bland våra fallföretag. Branschsnittet hamnar under perioden på -29 % vilket är 1 % bättre än index. Även här finns stora skillnader mellan bolagens aktiekursutveckling, men den rankinggrupp som presterat bäst är 0 där både Fenix Outdoors samt Rezidor Hotel har haft stora aktiekursuppgångar under perioden. Den rankinggrupp som haft en nästintill katastrofal utveckling är 3 där både KappAhl och Nobia haft stora finansiella problem. Gruppen Utan är även i denna bransch en vinnare, som har haft en positiv aktiekursutveckling under perioden och presterat mycket bättre än branschsnittet. Gruppen Med har även slagit branschsnittet, men ligger fortfarande på en negativ aktiekursutveckling under perioden.

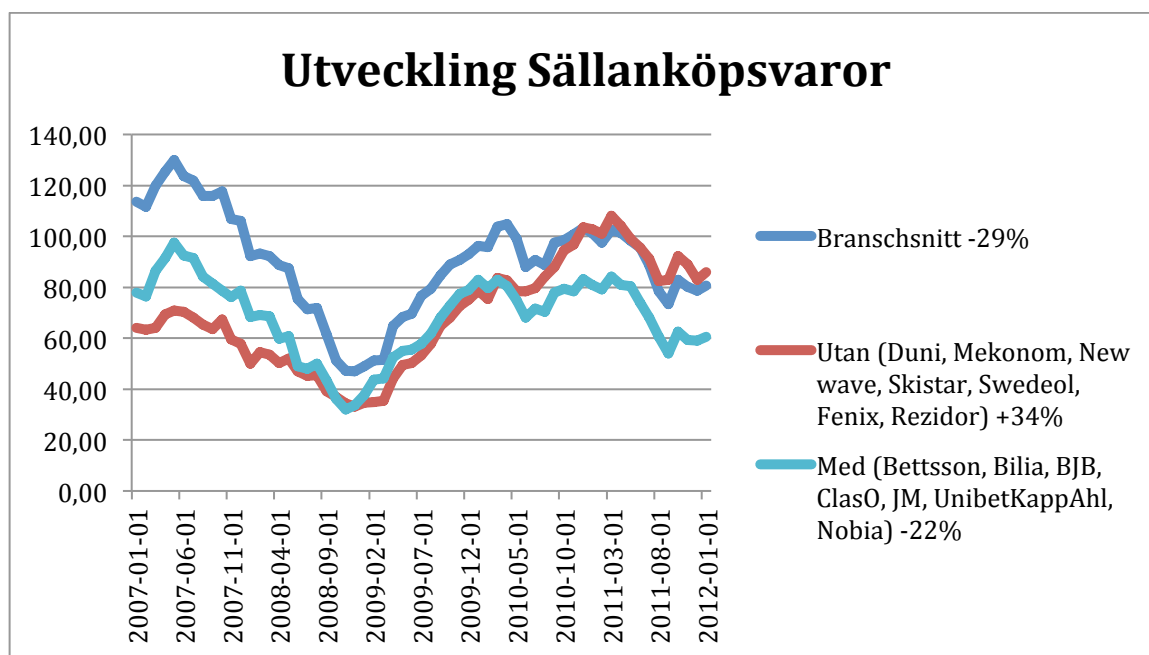


Diagram 9: Utveckling av fallföretagens, inom branschen Sällanköpsvaror, genomsnittliga aktiekursutveckling utefter incitamentsranking (Data hämtad från Yahoo Finance samt Tabell 5).

4.5.8 Snitt av rankingnivåer mot Index

I diagram finns en sammanställning av fallföretagens genomsnittliga aktiekursutveckling i respektive rankingsgrad av incitamentsprogrammen. Det framgår att den rankingnivå som presterat bäst är 0 medan den nivå som haft den mest negativa utvecklingen är 3. Samtliga nivåer, 0, 1,2 och 3 har alla har lyckats prestera bättre än Index för Large, Mid och SmallCap. En anledning till att Mid Cap har presterat bättre än Index är att vi i vår studie bortsett från ett flertal bolag som påvisat extrema aktiekursutvecklingar. Om dessa bolag tagits med i beräkningarna hade Mid Cap hamnat närmare Index.

I tabellen nedan framgår det att ju mer omfattande incitamentprogram bolaget har desto sämre har det presterat ur aktieprisutveckling. Även i grupperna Med och Utan stämmer detta där 73 % av fallföretagen utan ett omfattande incitamentsprogram till Vd har presterat bättre än branschsnittet för respektive branschtillhörighet. I gruppen Med har hälften av företagen presterat bättre än branschsnittet. När det gäller utvecklingen inom varje incitamentsrankinggrupp blir det väldigt tydligt att utläsa trenden. Resultaten är förvånande för

Utveckling ranking

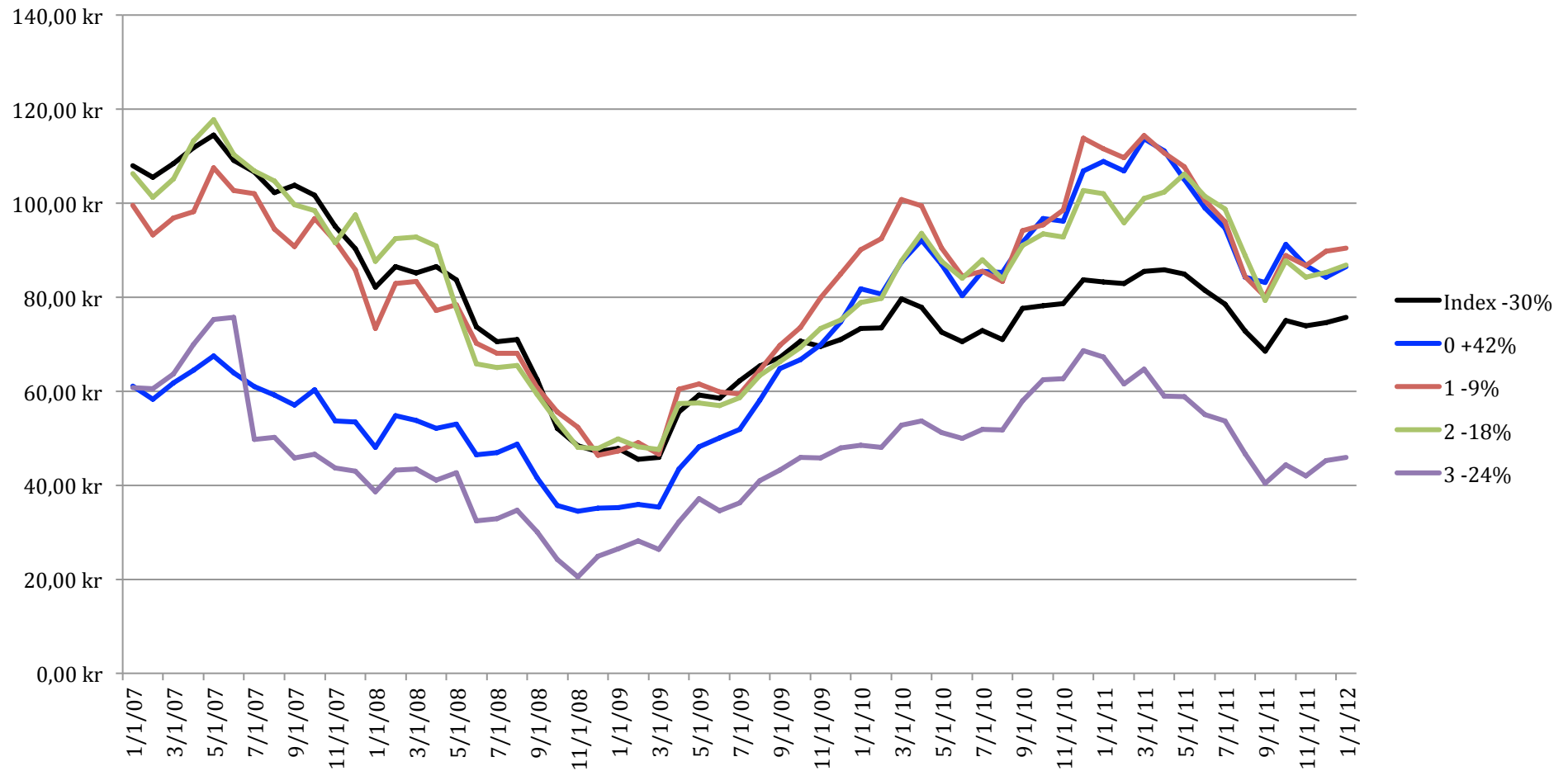


Diagram 10: Diagrammet beskriver utvecklingen av alla fallföretagens genomsnittliga aktiekursutveckling kategoriserat efter incitamentsranking (Data hämtad från Diagram 1-8, Tabell 5 samt Yahoo Finance.).

oss uppsatsskrivare, men samtidigt är de förenliga med en del forskning som har gjorts inom detta område.

Tabell 6: Aktiekursutveckling mot branschindex i respektive bransch och ranking.

Rankinggrupp	Antal bolag	Antal bättre än branschsnitt	Antal, %
	0	7	6 86 %
	1	23	16 70 %
	2	27	14 52 %
	3	9	4 44 %
	Utan	30	22 73 %
	Med	36	18 50 %

KAPITEL 5

ANALYS

I detta kapitel analyseras empirisk data med hjälp av valda teorier. Analysen grundar sig fallföretagens incitamentsranking i förhållande till kursutveckling samt incitamentsrankinggruppernas genomsnittliga utveckling i förhållande till varandra.

5.1 Analys av resultat

Våra resultat visar tydligt att ett mer omfattande incitamentsprogram inte leder till en bättre aktieprisutveckling. Även inom varje enskild bransch finner vi i sju av åtta branscher samma trend. Det ska dock uppmärksammas att i ett fåtal branschgrupper finns det bara ett fallföretag inom en av grupperna, vilket gör resultatet svårt att säkerställa enbart genom att titta på en bransch. I diagram 10 ser vi dock att det finns ett mönster när samtliga av våra fallföretag delas in i incitamentsrankinggrupperna 0-3. I diagrammet framgår att 0 har presterat bäst följt av 1, 2 och slutligen 3. Vidare i tabell 6 framgår det även att de bolag som inte hade något omfattande incitamentsprogram överhuvudtaget hade presterat bättre än de med ett incitamentsprogram i förhållande till bolagens individuella aktiekursutveckling mot branschsnittet för hela Large, Mid och Small Cap. Samma trend återfinns återigen när bolagens aktiekursutveckling ordnas efter rankinggrupp 0-3.

I denna analys kommer vi försöka hitta och analysera de faktorer som kan tänkas ha kommit att påverka det resultat som har presenterats ovan.

En möjlig orsak till våra resultat kan ha sin bakgrund i agent-principal teorin. Jensen och Meckling (1976) pekar på tre kostnader som tillsammans skapar de totala agentkostnaderna; övervakning, alternativkostnader och särintressen. Forskarna menar vidare att de totala agentkostnaderna kommer att återspeglas i bolagets värdering där de totala agentkostnaderna hos noterade bolag kan påverka aktiepriset. Även om vi till viss del ställer oss relativt kritiska till att incitamentsprogrammets utformning kan vara en indikation på vilka agentkostnader som finns i bolaget ser vi detta som en möjlig faktor som absolut skulle kunna påverka aktiepriset hos våra fallföretag. Detta skulle kunna visa sig i mer omfattande analyser av större investerare eller analyshus. Att småsparare aktivt skulle ta detta i beaktning vid köp av aktier tvivlar vi på.

Jensen och Meckling (1976) nämner även hur agentkostnader ökar med mindre ägande i bolaget från ledande befattningshavare. Detta kan vi observera i vår studie där familjeägda bolag med mindre omfattande incitamentsprogram till Vd har visat sig prestera allra bäst. Dock finns det ett problem; om nu agentkostnader återspeglas i aktiepriset, hur gör man för att vinningen ska vara större än kostnaderna och hur förmedlar man detta till aktieägarna? Är den monetära belöningen tillräcklig för att en Vd ska agera i principalens intresse?

Jensen och Meckling (1976) hävdar att en ledande befattningshavare med en stor ägarandel i bolaget som denne leder kommer att agera mer i bolagets intresse än om samma ledare inte skulle varit ägare av bolaget. Samtidigt understryker de att det alltid är en fråga om prioritering. Att köpa in företagstjänster av en vän kanske inte innebär någon märkbar kostnad för Vd:n som kanske inte ens äger en tiondels procent av bolaget, men som kan vara värt stora pengar.

Motivation är, enligt Salwén, en stor anledning till att incitamentsprogrammen finns och att ha en motiverad Vd anses vara av yttersta vikt för framförallt företag i kris. Då kan en bonus för väl utfördt arbete fungera bra som en desperat åtgärd från styrelsens sida för att rädda företaget undan konkurs, men det finns också en fara i denna typ av agerande. Om incitamentsprogrammet är alltför generöst kan det leda till en situation där företaget hoppar ur ”askan in i elden” eftersom de är tvungna att betala Vd en stor extralön eller en stor mängd aktier.

Det är svårt att svara på huruvida en bonus är en tillräckligt kraftfull motivationsfaktor för att få Vd att förändra sitt investeringsbeteende och sin benägenhet att ta nödvändiga risker. Vi anser att Håkan Salwéns artikel där han belyser inre och yttre motivation är intressant och vi tror det kan vara en viktig faktor för företagsledare vilken typ av motivation de besitter, men då vår studie är av kvantitativ typ har det varit svårt att undersöka detta. För att göra en fullgod analys som tål att granskas och jämföras med hade det krävts mer inriktning åt att undersöka just hur detta har påverkat våra fallföretags aktiekurser.

Från våra teorier kan det även tolkas som att motivationen inte behövs i form av incitamentsprogram utan snarare beror på företagets välmående och ägarstruktur. Teorierna styrker att företag med stark ägarstruktur kan styra ledningen åt ett enhetligt håll utan dyra

incitamentsprogram. Med andra ord så uppstår stora delar av motivationen i ledningen från ägarens styrka och närvaro.

Styrelsens uppbyggnad är något som Adair Morse, Vikram Nanda och Amit Seru berör i deras artikel om hur amerikanska CEOs aktivt ändrar sitt agerande för personlig vinning. Författarna menar att det inte finns några som helst bevis på att aktierelaterade prestationsersättningar innebär ett positivt beteendemönster hos ledande befattningshavare, snarare tvärt emot. De hävdar att dessa ersättningsstrukturer skapar ett dysfunktionellt beteende som bidrar till ett läckage av resurser på aktieägarnas bekostnad. Även detta resonemang tycks vara applicerbart på våra resultat. Omfattande incitamentsprogram har inte lett till en positiv aktiekursutveckling och därmed har aktieägarna drabbats av detta. Detta resonemang delas även av författarna Lorsch och Khurana, som har liknande åsikter om dessa dysfunktionella beteendemönster.

Båda författargrupperna nämner den ledande personens förmåga att påverka utfallet av sina incitamentsprogram. I Tosi, Werner, Katz och Gomez-Mejias undersökning gällande bolags prestation och ersättning till CEO från 2000 presenteras ett resultat som kan styrka föregående författares åsikter angående kontroll av utfall av incitamentsprogram. Undersökningen visar att endast 4 % av CEOs ersättning påverkas av bolagets finansiella utveckling. Det är som nämnts tidigare förvånande för oss uppsatsskrivare och självklart kan det finnas skillnader mellan USA och Sverige. Resultaten, tror vi, kan bero på att incitamentsprogram ofta justeras i sämre tider för att behålla sina duktiga ledare inom bolaget. Om en ledande befattningshavare vet att detta händer, borde inte ledarens motivation från incitamentsprogrammet minska?

Även om detta händer med jämna mellanrum är det chockerande att 10 till 30 % av alla utfall av incitamentsprogram i USA är ett resultat av CEOs egna agerande för att uppfylla de mål som hör till dennes egna incitamentsprogram. Detta resultat framgår av Adair Morse, Vikram Nanda och Amit Serus artikel. Om samma trend finns i Sverige har Vd en väldigt stor möjlighet att påverka utfallen av dessa incitamentsprogram. Vi uppsatsskrivare var i början av denna uppsats ganska säkra på att detta inte föregick i den grad som det verkar försiggå i USA. Vi trodde att det skulle vara mycket svårt att självständigt påverka utfallen. Morse, Nanda och Seru hävdar istället att det mycket svårt att upptäcka detta agerande. Även detta argument passar på något sätt skrämmande bra in på våra resultat, men samtidigt har vår urvalsperiod kategoriserats av en turbulent period för våra fallföretag.

Enligt Akers Bellovary och Giacomino kan aktiepriset temporärt stiga märkbart om Vd genom earnings management ger ut en fördelaktig finansiell rapport till allmänheten och sina intressenter och därmed ge sken av att företaget presterar bättre än vad det faktiskt gör. I en analys av detta kan vi anta att eftersom vi har valt att se på aktiekursutveckling över flera så borde effekten temporära, ”artificiella”, aktiekurstoppar vara försumbara. Morse, Nanda och Seru hävdar å andra sidan att det finns ett samband mellan negativ aktiekursutveckling och ett ökat agerande från Vd i syfte att påverka resultaten genom earnings management. Vi bedömer således att Vd:s agerande för att påverka aktiekurserna inom vår urvalsperiod kan ha långvariga konsekvenser och kanske inte alls upptäcks. Om dessa försök innebär en positiv eller negativ aktiekursutveckling kan vi inte med säkerhet fastställa.

Utifrån Cambells teorier om asset pricing har även våra fallföretags storlek, som ändå bör anses vara av relativt små i förhållande till internationella mått, inverkan på deras kursutveckling. Han menar att mindre bolag ofta är mer volatila och därför kan vissa nedgångar och uppgångar vara stora av den anledningen. Dock kommer vi inte ifrån den tydliga trend som återfinns bland våra fallföretag.

En form av incitamentsprogram är som bekant aktiesparprogram och en aspekt vi analyserat rör hur en Vd resonerar kring användandet av ett sådant. Laeven och Levin menar att Vd kan potentiellt sätt både hämmas i sitt risktagande men också spurras att använda väl kalkylerade risker som ett sätt att uppnå långsiktig ekonomisk utveckling och därmed öka värdet på sitt aktiesparprogram. Laeven och Levin menar att aktiesparprogram hämmar risktagandet.

Det förefaller som att Vd:s personlighet och villighet att ta, eller inte ta, risker spelar stor roll för hur aktiesparprogram som incitamentsprogram faller ut. Jensen och Meckling menar, som nämnt, att större ägande ger mindre agentkostnader och ett beteendemönster i riktning med principalen. Vad detta egentligen innebär för företagets aktiekursutveckling är svårt att spekulera i. Om vi förutsätter att ett större risktagande ger bättre resultat för företaget borde då inte väldigt aggressiva incitamentsprogram, såsom optionsbaserade program, i slutändan innebära ett bra resultat hos våra fallföretag med de mest omfattande incitamentsprogrammen? Våra resultat visar på motsatsen. Dock kan vår turbulenta urvalsperiod spelat i den försiktige företagsledarens favör och straffat de ledare som expanderat och tagit stora risker innan finanskrisen slog till.

Optionsprogram som en form av incitamentsprogram är förknippat med större risktagande, enligt Hall och Murphy. En option har en inneboende risk att hamna ”out of the money” vilket betyder att den blir helt värdelös och inte innebär någon bonus alls för Vd. Detta vill självklart inte Vd se hända, varpå denne plötsligt blir mer benägen att ta risker och får en möjlighet att tjäna extra pengar, i motsats till hur fallet var med aktiesparprogram som incitamentsprogram. Det är svårt att dra några svepande slutsatser av denna information då vår analys alltså leder till en situation där aktiesparprogram ska resultera i mindre risktagande och optioner ska resultera i mer risktagande och alltså i teorin tar ut varandra. Det kan vara så att det just är kombinationen av dessa två som ger svar på varför vissa företag som använder sig av båda går bra, och vissa går dåligt. Exempelvis Cloetta, som med både ett utförligt aktiesparprogram samt ett utförligt optionsprogram gått plus med hela 43 % samtidigt som Karolinska Development, med i grunden samma sorts bonusprogram istället backat 36 %. Företagen ingår förvisso inte i samma bransch, men det går inte att utesluta möjligheten att kombinationen av vilka incitamentsprogram som används har betydelse för risktagandet och i förlängningen resultatet.

Några av 0-rankingbolagen har sin branschtillhörighet inom Finans och Fastighet. Dessa bolag har stora majoritetsägare och fastighetsbolagen har stora tillgångar som har gynnats av låga räntor inom krisen. Detta är en anledning till att fastighetsbolagen klarat sig relativt väl ur denna kris ur aktiekursutvecklingssynpunkt. Incitamentsrankinggrupp 0 har haft en aktiekursutveckling på +42% och slagit de andra grupperna med hästlängder. Detta styrks återigen av Jensen och Mecklings teori om att storägare som ledare agerar i principalens intresse och undviker stora agentkostnader.

Incitamentsgrupp 3 har likt 0 relativt få bolag i gruppen. Företagen i denna grupp skiljer sig väldigt mycket åt, men gemensamt har de att de alla är väldigt volatila. Anledningen till deras aggressiva incitamentsprogram kan vara många. Många av dessa bolag agerar i sektorer med hög risk, såsom finans och läkemedel. För att attrahera en kompetent Vd som även stannar inom bolaget i sämre tider kan en lovande framtida utdelning vid uppnått incitamentsprogram vara avgörande, vilket här styrks av Bång och Walderström.

Incitamentsgrupp 2 liknar 3 i många avseenden, det som skiljer dem åt är dels aktiesparprogrammet samt de individuella Vd:arnas innehav av optioner och aktier.

Incitamentsgrupp 1 tillhör tillsammans med 0 även gruppen *Utan*. Denna grupp har presterat bättre än grupp *Med*. Vilket återigen bekräftar våra resultat. Dessa grupper har använts för att jämföra de olika branscherna åt. Det visade sig att det fanns liknande mönster i de flesta branschgrupper, i alla fall de med flera bolag inom varje incitamentsgrupp. Vi hade anledning att tro att vi skulle upptäcka vissa skillnader mellan de olika branschernas påverkan av incitamentsprogram, speciellt inom hälsovård. Anledningen till detta var att vi ansåg att det vore svårt för en Vd i ett läkemedelsbolag att påverka bolagets resultat, med lagliga medel, när dessa bolag är väldigt beroende av hur deras forskning klarar sig igenom långa processer av testning. Tyvärr var det få fallföretag inom denna bransch, vilket vi anser är beklagligt.

Då tidsramen för vår studie sammanfallit med en av de största ekonomiska kriserna sedan 1930-talet har frågan väckts kring möjligheten till ett negativt samband mellan typ av incitamentsprogram och ett företags aktiekursutveckling. Den generella försäljningsminskningen i världen har lett till en instabil och svåröverskådlig situation rörande incitamentsprogrammen och det är svårt att utvärdera dess absoluta påverkan. Vidare förefaller det sig att även om Vd har gjort ett bra arbete under vår valda tidsperiod kan utfallet av incitamentsprogrammet varit negativt för Vd då aktiekursutvecklingen påverkats av andra orsaker än Vd:s agerande.

Som illustrerat i Diagram 10 finns ett negativt samband mellan hur aggressiva incitamentsprogram Vd har och aktiekursutveckling. Det kan finnas flera orsaker till detta. Dels så är det färre bolag i grupp 0 och 3 vilket innebär att varje enskilt bolags aktiekursutveckling får en större påverkan på gruppen som helhet än i de andra rankinggrupperna. Slump kan då spela in. Å andra sidan visar det sig att aktieutvecklingen har varit mycket volatil i bolag som har högre incitamentsranking än de som har någon av de två lägre. Bolag som är benägna att få upp förtroendet från allmänheten och ägarna kan då vara mer benägna att motivera sin Vd till ett visst agerande. På liknande sätt är bolag vars ekonomiska- och tillväxtsituation är mer stabil mindre sannolika att motivera Vd med dyra incitamentsprogram, då blir det en fråga om kostnad för ägarna.

Den stora frågan denna studie velat besvara har rört frågan om det är möjligt att koppla ihop incitamentsprogrammet ett företag använder med hur företagets aktiekurs utvecklas. En fråga vi ställt oss är om detta förhåller sig helt tvärt emot vad vi trodde innan studien tog vid; nämligen att det är aktiekursen som påverkar valet av incitamentsprogram, om något, snarare än att det är

incitamentsprogrammet som direkt och indirekt påverkar aktiekursen. Att hitta samband mellan aktiekurs och incitamentsprogram har varit svårt, vilket vi tror kan bero på att incitamentsgrupp 0 och incitamentsgrupp 3 innehåller för få bolag, men att vi inte tagit med fler företag motiveras av faktumet att Mid Cap inte innehåller fler bolag och att vi ogärna ville blanda företag med olika storlekar i vår studie. Det tydligaste sambandet vi funnit var för oss något överraskande och lyder som följer; den genomsnittliga utvecklingen för alla företag oavsett bransch inräknade i Mid Cap på OMX visar att de företag med mest omfattande incitamentsprogram också är de företag som gått procentuellt sett sämst under vår tidsperiod, i en fallande skala där större bonusar inneburit sämre resultat. Vi måste dock beakta att detta kan bero på faktorer vi inte tagit med i våra beräkningar, kanske till och med slumpen. Betyder då detta att incitamentsprogramskritikerna, exempelvis Håkan Salwén som citeras i inledningen av denna studie, har rätt i sin uppfattning att bonussystemen inte kan motiveras? Vi vill motstå frestelsen att uttröna ett klart och tydligt svar och istället erkänna de multipla variabelernas inverkan på våra resultat, men vi anser att så kan vara fallet.

5.2 Avslutande ord

Vi sammanfattar vår analys enligt följande; Vi bedömer att det finns väldigt många faktorer som påverkar aktiepris. Vårt mål var att se om val av incitamentsprogram var en av dessa faktorer. Vårt mål var inte att se hur bolagets egentliga finansiella utveckling hör ihop med ersättningarna till Vd. Vi ville således se om programmen var något som marknaden och den stora massan av investerare, stora som små, tog i beaktning. Från våra resultat går det bara att ge ett svar, ett entydigt svar, att det finns en koppling och en trend. Vad denna trend beror på har vi försökt svara på och vi tror att de viktigaste orsakerna är de underliggande särintressen som incitamentsprogram försöker lösa och de beteendemönster som skapas som följd av aggressiva incitamentsprogram.

KAPITEL 6

SLUTSATSER OCH DISKUSSION

I detta sista avsnitt presenteras våra slutsatser och förslag på framtida forskning. Vidare följer en utvärdering av studien genomförande och generaliserbarhet.

6.1 Slutsats

- Det finns ett samband mellan incitamentsprogram och aktiekursutveckling. Därmed bekräftas Hypotes 1. Sambandet visar att desto mer omfattande incitamentsprogram till Vd desto svagare aktiekursutveckling.

6.2 Anslutande diskussion

6.2.1 Återkoppling till problemdiskussion

Finns det ett samband mellan incitamentsprogram till Vd och aktiekursutveckling hos publika medelstora bolag?

Som nämnt i slutsatsen finns det enligt vår undersökning ett tydligt samband mellan aktiekursutveckling och incitamentsprogram. Sambandet visar på att ett mer omfattande incitamentsprogram hör ihop med en svagare aktiekursutveckling. Resultatet förvånar oss, med tanke på den praxis som idag råder inom börsbolag att erbjuda rörliga ersättningar till ledande befattningshavare. Ett problem som kvarstår att besvara i denna studie är: om det går att motivera ett incitamentsprogram? Vi som genomfört denna studie är kluvna. Varför har företag omfattande incitamentsprogram till Vd? Den huvudsakliga anledningen kanske inte är motivation eller att kontrollera Vd:s agerande, utan snarare förmågan att attrahera samt behålla dessa kunniga personer inom bolagen. Om så vore fallet, varför har då dessa bolag presterat så mycket sämre än företag med mindre omfattande incitamentsprogram? En sak står klart, incitamentsprogram till ledning är dyrt och debatten kring deras egentliga påverkan på företag kommer fortsätta.

6.2.2 Studiens svagheter och styrkor

6.2.2.1 Validitet och reliabilitet

Vi anser att vi har uppnått en hög grad av validitet då vår insamling och bearbetning av data har gjorts mycket noggrant. Vi har utformat ett system för ranking av incitamentsprogram som ger tydliga riktlinjer inom varje grupp. Graden av reliabilitet är svår att avgöra då vi vår bedömning av incitamentsprogram är relativt subjektiv och kan vara svår att reproducera med samma resultat av andra forskare. Slutligen anser vi att för att få en ännu högre grad av validitet borde undersökningen ha gjorts med fler företag, då incitamentsrankinggrupp 0 respektive 3 blev för beroende av de enskilda företagens utveckling.

6.2.2.2 Generaliseringsdiskussion

Vår studie omfattar i princip alla branschområden och bör således kunna överföras till andra börser såsom NYSE eller Nasdaq. Problematiken är dock hur ersättningsprogrammen i Sverige respektive i andra länder är konstruerade samt ländernas individuella beskattningssystem. Detta kan ha avgörande effekter på incitamentsrankingsystemet och resultat av den.

6.2.2.3 Genomförande

Arbetet genom studiens gång har överlag gått väl. Vi är väl medvetna om att det är viktigt att noggrant bearbeta och analysera data. Även om vi har lagt mycket tid på att noggrant göra detta har vi under arbetets gång upptäckt vissa räknefel där diagram och aktiekursutveckling har fått göras om, vilket har resulterat i onödig tidsåtgång. Vidare anser vi att det skulle varit hjälpsamt att ha haft tillgång till aktieanalysprogram såsom Thomson då det är mycket tidskrävande att manuellt hämta och redigera data i Excel och därefter analysera den.

6.2.2.4 Bedömning av teorier

Vi anser att våra valda teorier varit användbara då de gav en allomfattande bild om incitamentsprogram och dess användning. Teorierna visade på olika synsätt och hade delade meningar om betydelse, för- och nackdelar. Samtidigt innebar avsaknaden av samstämmig tidigare forskning även en svårighet att konstruera en egen teoretiskt referensram. Vi anser att artiklarna vi valt har varit av jämbördig kvalitet och har alla på olika sätt bidragit till att öka vår förståelse för ämnet. Dock har vi haft svårighet att applicera teorierna på våra resultat, vilket kan bero på att problematiken i ämnet är relativt ny.

6.3 Förslag på fortsatt forskning

Vi inser begränsningarna i vår forskning och det är lätt att ge förslag på fortsatt forskning inom vårt ämne. Ett större antal företag ger ett mer rättvist resultat men denna notering har på grund av uppenbara anledningar varit svår att tillfredsställa, och vi ville inte heller påbörja ett alltför omfattande projekt för att sedan upptäcka att vi inte kunnat slutföra det på ett bra sätt. Det vore även intressant att se en undersökning liknande vår fast genomförd ur ett större internationellt perspektiv för att se hur länderna i exempelvis Skandinavien skiljer sig åt. Kunskap om det optimala förhållningssättet till incitamentsprogram kan delas mellan länderna till förmån för alla.

En ytterligare forskningsansats kan vara att titta närmare på den reella kostnaden av incitamentsprogrammen för företagen som använder dem, och hur de påverkar aktiestocken och bolagens resultat. Det vore också intressant att forska mer kring om, och i så fall hur, earnings management kan kopplas samman med incitamentsprogram. Detta är något vi i vår studie ytligt undersökt utan möjlighet att gå in på mer, men vi anar att intressanta resultat kan framkomma inom detta ämne.

Referenser

Aarhus Karlshamn AB (2012), Årsredovisning för Aarhus Karlshamn AB 2011.

Aarhus Karlshamn AB (2011), Årsredovisning för Aarhus Karlshamn AB 2010.

Aarhus Karlshamn AB (2010), Årsredovisning för Aarhus Karlshamn AB 2009.

Aarhus Karlshamn AB (2009), Årsredovisning för Aarhus Karlshamn AB 2008.

Aarhus Karlshamn AB (2008), Årsredovisning för Aarhus Karlshamn AB 2007.

Active Biotech AB (2012), Årsredovisning för Active Biotech Ab 2011.

Active Biotech AB (2011), Årsredovisning för Active Biotech Ab 2010.

Active Biotech AB (2010), Årsredovisning för Active Biotech Ab 2009.

Active Biotech AB (2009), Årsredovisning för Active Biotech Ab 2008.

Active Biotech AB (2008), Årsredovisning för Active Biotech Ab 2007.

Addtech AB (2012), Årsredovisning för Addtech AB 2011.

Addtech AB (2011), Årsredovisning för Addtech AB 2010.

Addtech AB (2010), Årsredovisning för Addtech AB 2009.

Addtech AB (2009), Årsredovisning för Addtech AB 2008.

Addtech AB (2008), Årsredovisning för Addtech AB 2007.

Akers, M. D., Bellovary, J. L., Giacomino, D. E (2007). Earnings Management and Its Implications – Education the Accounting Profession. The CPA Journal, August 2007 issue.

Arye Bebchuk, L., Fried, J. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem, Journal of Economic Perspectives, 17(3).

Avanza AB (2012), Årsredovisning Avanza AB 2011.

Avanza AB (2011), Årsredovisning Avanza AB 2010.

Avanza AB (2010), Årsredovisning Avanza AB 2009.

Avanza AB (2009), Årsredovisning Avanza AB 2008.

Avanza AB (2008), Årsredovisning Avanza AB 2007.

Avanza 2012. Aktieinformation.

<https://www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/kurslistor.jsp> (Besökt 1-10 november 2012)

Axis Communications AB (2012), Årsredovisning för Axis Communications AB 2011.

Axis Communications AB (2011), Årsredovisning för Axis Communications AB 2010.

Axis Communications AB (2010), Årsredovisning för Axis Communications AB 2009.

Axis Communications AB (2009), Årsredovisning för Axis Communications AB 2008.

Axis Communications AB (2008), Årsredovisning för Axis Communications AB 2007.

B&B Tools (2012), Årsredovisning för B&B Tools 2011.

B&B Tools (2011), Årsredovisning för B&B Tools 2010.

B&B Tools (2010), Årsredovisning för B&B Tools 2009.

B&B Tools (2009), Årsredovisning för B&B Tools 2008.

B&B Tools (2008), Årsredovisning för B&B Tools 2007.

BE Group AB (2012), Årsredovisning för BE Group AB 2011.

BE Group AB (2011), Årsredovisning för BE Group AB 2010.

BE Group AB (2010), Årsredovisning för BE Group AB 2009.

BE Group AB (2009), Årsredovisning för BE Group AB 2008.

BE Group AB (2008), Årsredovisning för BE Group AB 2007.

Beijer Alma AB (2012), Årsredovisning för Beijer Alma AB 2011.

Beijer Alma AB (2011), Årsredovisning för Beijer Alma AB 2010.

Beijer Alma AB (2010), Årsredovisning för Beijer Alma AB 2009.

Beijer Alma AB (2009), Årsredovisning för Beijer Alma AB 2008.

Beijer Alma AB (2008), Årsredovisning för Beijer Alma AB 2007.

Betsson (2012), Årsredovisning för Betsson 2011.

Betsson (2011), Årsredovisning för Betsson 2010.

Betsson (2010), Årsredovisning för Betsson 2009.

Betsson (2009), Årsredovisning för Betsson 2008.

Betsson (2008), Årsredovisning för Betsson 2007.

Bilia AB (2012), Årsredovisning för Bilia AB 2011.

Bilia AB (2011), Årsredovisning för Bilia AB 2010.

Bilia AB (2010), Årsredovisning för Bilia AB 2009.

Bilia AB (2009), Årsredovisning för Bilia AB 2008.

Bilia AB (2008), Årsredovisning för Bilia AB 2007.

Billerud AB (2012), Årsredovisning för Billerud AB 2011.

Billerud AB (2011), Årsredovisning för Billerud AB 2010.

Billerud AB (2010), Årsredovisning för Billerud AB 2009.

Billerud AB (2009), Årsredovisning för Billerud AB 2008.

Billerud AB (2008), Årsredovisning för Billerud AB 2007.

Biogaia (2012), Årsredovisning för Biogaia 2011.

Biogaia (2011), Årsredovisning för Biogaia 2010.

Biogaia (2010), Årsredovisning för Biogaia 2009.

Biogaia (2009), Årsredovisning för Biogaia 2008.

Biogaia (2008), Årsredovisning för Biogaia 2007.

- Biovent International AB (2012), Årsredovisning för Biovent International AB 2011.
- Biovent International AB (2011), Årsredovisning för Biovent International AB 2010.
- Biovent International AB (2010), Årsredovisning för Biovent International AB 2009.
- Biovent International AB (2009), Årsredovisning för Biovent International AB 2008.
- Biovent International AB (2008), Årsredovisning för Biovent International AB 2007.
- Björn Borg AB (2012), Årsredovisning för Björn Borg AB 2011.
- Björn Borg AB (2011), Årsredovisning för Björn Borg AB 2010.
- Björn Borg AB (2010), Årsredovisning för Björn Borg AB 2009.
- Björn Borg AB (2009), Årsredovisning för Björn Borg AB 2008.
- Björn Borg AB (2008), Årsredovisning för Björn Borg AB 2007.
- Black Earth Farming AB(2012), Årsredovisning 2011.
- Black Earth Farming AB (2011), Årsredovisning 2010.
- Black Earth Farming AB(2010), Årsredovisning 2009.
- Black Earth Farming AB (2009), Årsredovisning 2008.
- Black Earth Farming AB (2008), Årsredovisning 2007.
- Bryman, A., Bell, E. (2011), *Business research methods*. Tredje upplagan. Oxford University Press Inc., New York.
- Bång, J., Walderström, D. (2009). Rörlig ersättning till vd – Vad säger forskningen. *Ekonomisk Debatt*, 37(5).
- Bure Equity AB (2012), Årsredovisning för Betsson 2011.
- Bure Equity AB (2011), Årsredovisning för Betsson 2010.
- Bure Equity AB (2010), Årsredovisning för Betsson 2009.
- Bure Equity AB (2009), Årsredovisning för Betsson 2008.

Bure Equity AB (2008), Årsredovisning för Betsson 2007.

Cambell, J. Y. (2000). Asset Pricing at The Millenium. Harvard Business School.
http://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3294737/campbellssrn_millennium.pdf (Besökt den 16e februari 2013)

Clas Ohlsson AB (2012), Årsredovisning för Clas Ohlsson AB 2011.

Clas Ohlsson AB (2011), Årsredovisning för Clas Ohlsson AB 2010.

Clas Ohlsson AB (2010), Årsredovisning för Clas Ohlsson AB 2009.

Clas Ohlsson AB (2009), Årsredovisning för Clas Ohlsson AB 2008.

Clas Ohlsson AB (2008), Årsredovisning för Clas Ohlsson AB 2007.

Cloetta AB (2012), Årsredovisning för Cloetta AB 2011.

Cloetta AB (2011), Årsredovisning för Cloetta AB 2010.

Cloetta AB (2010), Årsredovisning för Cloetta AB 2009.

Concetric AB (2012), Årsredovisning för Concetric AB 2011.

Corem Property Group AB (2012), Årsredovisning för Corem Property Group AB 2011.

Corem Property Group AB (2011), Årsredovisning för Corem Property Group AB 2010.

Corem Property Group AB (2010), Årsredovisning för Corem Property Group AB 2009.

Corem Property Group AB (2009), Årsredovisning för Corem Property Group AB 2008.

Corem Property Group AB (2008), Årsredovisning för Corem Property Group AB 2007.

Diös Fastighet AB 2012, Årsredovisning för Diös Fastighet AB 2011.

Diös Fastighet AB 2011, Årsredovisning för Diös Fastighet AB 2010.

Diös Fastighet AB 2010, Årsredovisning för Diös Fastighet AB 2009.

Diös Fastighet AB 2009, Årsredovisning för Diös Fastighet AB 2008.

Diös Fastighet AB 2008, Årsredovisning för Diös Fastighet AB 2007.

Duni AB (2012), Årsredovisning för Duni AB 2011.

Duni AB (2011), Årsredovisning för Duni AB 2010.

Duni AB (2010), Årsredovisning för Duni AB 2009.

Duni AB (2009), Årsredovisning för Duni AB 2008.

Duni AB (2008), Årsredovisning för Duni AB 2007.

East Capital (2012), Årsredovisning för East Capital 2011.

East Capital (2011), Årsredovisning för East Capital 2010.

East Capital (2010), Årsredovisning för East Capital 2009.

East Capital (2009), Årsredovisning för East Capital 2008.

Fagerhult AB (2012), Årsredovisning för Fagerhult AB 2011.

Fagerhult AB (2011), Årsredovisning för Fagerhult AB 2010.

Fagerhult AB (2010), Årsredovisning för Fagerhult AB 2009.

Fagerhult AB (2009), Årsredovisning för Fagerhult AB 2008.

Fagerhult AB (2008), Årsredovisning för Fagerhult AB 2007.

Fast Balder AB, (2012), Årsredovisning för Fast Balder AB 2011.

Fast Balder AB, (2011), Årsredovisning för Fast Balder AB 2010.

Fast Balder AB, (2010), Årsredovisning för Fast Balder AB 2009.

Fast Balder AB, (2009), Årsredovisning för Fast Balder AB 2008.

Fast Balder AB, (2008), Årsredovisning för Fast Balder AB 2007.

Fast Partner AB, (2012), Årsredovisning för Fast Partner AB 2011.

Fast Partner AB, (2011), Årsredovisning för Fast Partner AB 2010.

Fast Partner AB, (2010), Årsredovisning för Fast Partner AB 2009.

Fast Partner AB, (2009), Årsredovisning för Fast Partner AB 2008.

Fast Partner AB, (2008), Årsredovisning för Fast Partner AB 2007.

Fenix Outdoor Ab (2012), Årsredovisning för Fenix Outdoor AB 2011.

Fenix Outdoor Ab (2011), Årsredovisning för Fenix Outdoor AB 2010.

Fenix Outdoor Ab (2010), Årsredovisning för Fenix Outdoor AB 2009.

Fenix Outdoor Ab (2009), Årsredovisning för Fenix Outdoor AB 2008.

Fenix Outdoor Ab (2008), Årsredovisning för Fenix Outdoor AB 2007.

G&L Beijer AB (2012), Årsredovisning för G&L Beijer AB 2011.

G&L Beijer AB (2011), Årsredovisning för G&L Beijer AB 2010.

G&L Beijer AB (2010), Årsredovisning för G&L Beijer AB 2009.

G&L Beijer AB (2009), Årsredovisning för G&L Beijer AB 2008.

G&L Beijer AB (2008), Årsredovisning för G&L Beijer AB 2007.

Gunnebo AB (2012), Årsredovisning för Gunnebo AB 2011.

Haldex AB (2012), Årsredovisning för Haldex AB 2011.

Haldex AB (2011), Årsredovisning för Haldex AB 2010.

Haldex AB (2010), Årsredovisning för Haldex AB 2009.

Haldex AB (2009), Årsredovisning för Haldex AB 2008.

Haldex AB (2008), Årsredovisning för Haldex AB 2007.

Hall, B. J., Murphy, K. J. (1999). Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options. Harvard Business School, Marshall School of Business University of Southern California.

Harper, D. (2010). Forces that move the stock price.

www.investopedia.com/articles/basics/04/100804.asp#axzz2HNpBS9KM

(Besökt 26e november 2012)

Heba AB (2012), Årsredovisning för Heba Ab 2011.

Heba AB (2011), Årsredovisning för Heba Ab 2010.

Heba AB (2010), Årsredovisning för Heba Ab 2009.

Heba AB (2009), Årsredovisning för Heba Ab 2008.

Heba AB (2008), Årsredovisning för Heba Ab 2007.

Hermansson, C. (2012). Global konjunktur- och strukturrapport. Swedbank

Hexpol AB (2012), Årsredovisning för Hexpol AB 2011.

Hexpol AB (2011), Årsredovisning för Hexpol AB 2010.

Hexpol AB (2010), Årsredovisning för Hexpol AB 2009.

Hexpol AB (2009), Årsredovisning för Hexpol AB 2008.

Hexpol AB (2008), Årsredovisning för Hexpol AB 2007.

HiQ International AB (2012), Årsredovisning för HiQ International AB 2011.

HiQ International AB (2011), Årsredovisning för HiQ International AB 2010.

HiQ International AB (2010), Årsredovisning för HiQ International AB 2009.

HiQ International AB (2009), Årsredovisning för HiQ International AB 2008.

HiQ International AB (2008), Årsredovisning för HiQ International AB 2007.

Höganäs AB (2012), Årsredovisning för Höganäs AB 2011.

Höganäs AB (2011), Årsredovisning för Höganäs AB 2010.

Höganäs AB (2010), Årsredovisning för Höganäs AB 2009.

Höganäs AB (2009), Årsredovisning för Höganäs AB 2008.

Höganäs AB (2008), Årsredovisning för Höganäs AB 2007.

Indutrade AB (2012), Årsredovisning för Indutrade AB 2011.

Indutrade AB (2011), Årsredovisning för Indutrade AB 2010.

Indutrade AB (2010), Årsredovisning för Indutrade AB 2009.

Indutrade AB (2009), Årsredovisning för Indutrade AB 2008.

Indutrade AB (2008), Årsredovisning för Indutrade AB 2007.

Intrum Justitia AB (2012), Årsredovisning för Intrum Justitia AB 2011.

Intrum Justitia AB (2011), Årsredovisning för Intrum Justitia AB 2010.

Intrum Justitia AB (2010), Årsredovisning för Intrum Justitia AB 2009.

Intrum Justitia AB (2009), Årsredovisning för Intrum Justitia AB 2008.

Intrum Justitia AB (2008), Årsredovisning för Intrum Justitia AB 2007.

IFS AB (2012), Årsredovisning för IFS AB 2011.

IFS AB (2011), Årsredovisning för IFS AB 2010.

IFS AB (2010), Årsredovisning för IFS AB 2009.

IFS AB (2009), Årsredovisning för IFS AB 2008.

IFS AB (2008), Årsredovisning för IFS AB 2007.

JM AB (2012), Årsredovisning för JM AB 2011.

JM AB (2011), Årsredovisning för JM AB 2010.

JM AB (2010), Årsredovisning för JM AB 2009.

JM AB (2009), Årsredovisning för JM AB 2008.

JM AB (2008), Årsredovisning för JM AB 2007.

John, K., Litov, L., Yeung, B. (2007). Corporate Governance and Risk Taking. Journal of Finance

KappAhl AB (2012), Årsredovisning KappAhl AB 2011.

KappAhl AB (2011), Årsredovisning KappAhl AB 2010.

KappAhl AB (2010), Årsredovisning KappAhl AB 2009.

KappAhl AB (2009), Årsredovisning KappAhl AB 2008.

KappAhl AB (2008), Årsredovisning KappAhl AB 2007.

Karolinska Development AB (2012), Årsredovisning för Karolinska Development AB 2011.

Klövern AB (2012), Årsredovisning för Klöver AB 2011.

Klövern AB (2011), Årsredovisning för Klöver AB 2010.

Klövern AB (2010), Årsredovisning för Klöver AB 2009.

Klövern AB (2009), Årsredovisning för Klöver AB 2008.

Klövern AB (2008), Årsredovisning för Klöver AB 2007.

Kungsleden AB (2012), Årsredovisning för Kungsleden AB 2011.

Kungsleden AB (2011), Årsredovisning för Kungsleden AB 2010.

Kungsleden AB (2010), Årsredovisning för Kungsleden AB 2009.

Kungsleden AB (2009), Årsredovisning för Kungsleden AB 2008.

Kungsleden AB (2008), Årsredovisning för Kungsleden AB 2007.

Larsson, J-O. (2009), Bonussystemen. http://www.riksdagen.se/sv/Dokument-Lagar/Forslag/Motioner/Bonussystemen_GX02Fi220/?text=true (Besökt 17 december 2012)

Laeven, L., Levine, R. (2008). Bank Governance, regulation and risk taking. Journal of Financial Economics.

Lindab AB (2012), Årsredovisning för Lindab AB 2011.

Lindab AB (2011), Årsredovisning för Lindab AB 2010.

Lindab AB (2010), Årsredovisning för Lindab AB 2009.

Lindab AB (2009), Årsredovisning för Lindab AB 2008.

Lindab AB (2008), Årsredovisning för Lindab AB 2007.

Loomis AB (2012), Årsredovisning för Loomis AB 2011.

Loomis AB (2011), Årsredovisning för Loomis AB 2010.

Lorsch, J., Khurana, R. (2010), Towards A New Paradigm for Executive Compensation.
Harvard Business Review.

<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/05/12/towards-a-new-paradigm-for-executive-compensation/#11> (Besökt den 16 februari 2013)

Morse, A., Nanda, V., Seru, A. (2009), Are Incentive Contracts Rigged By Powerful CEOs?.
University of Chicago, Georgi Tech.

http://faculty.chicagobooth.edu/adair.morse/research/papers/ceo_paper_JF_v5x.pdf (Besökt den 16 februari 2013)

Medivir Ab (2012), Årsredovisning för Medivir Ab 2011.

Medivir Ab (2011), Årsredovisning för Medivir Ab 2010.

Medivir Ab (2010), Årsredovisning för Medivir Ab 2009.

Medivir Ab (2009), Årsredovisning för Medivir Ab 2008.

Medivir Ab (2008), Årsredovisning för Medivir Ab 2007

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership. Harvard Business School, University of Rochester.

<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf> (Besökt den 16 februari 2013)

Mekonomen AB (2012), Årsredovisning för Mekonomen AB 2011.

Mekonomen AB (2011), Årsredovisning för Mekonomen AB 2010.

Mekonomen AB (2010), Årsredovisning för Mekonomen AB 2009.

Mekonomen AB (2009), Årsredovisning för Mekonomen AB 2008.

Mekonomen AB (2008), Årsredovisning för Mekonomen AB 2007.

Net Insight AB (2012), Årsredovisning för Net Insight AB 2011.

Net Insight AB (2011), Årsredovisning för Net Insight AB 2010.

Net Insight AB (2010), Årsredovisning för Net Insight AB 2009.

Net Insight AB (2009), Årsredovisning för Net Insight AB 2008.

Net Insight AB (2008), Årsredovisning för Net Insight AB 2007.

New Wave AB (2012), Årsredovisning för New Wave AB 2011.

New Wave AB (2011), Årsredovisning för New Wave AB 2010.

New Wave AB (2010), Årsredovisning för New Wave AB 2009.

New Wave AB (2009), Årsredovisning för New Wave AB 2008.

New Wave AB (2008), Årsredovisning för New Wave AB 2007.

Nibe Industrier AB (2012), Årsredovisning för Nibe Industrier AB 2011.

Nibe Industrier AB (2011), Årsredovisning för Nibe Industrier AB 2010.

Nibe Industrier AB (2010), Årsredovisning för Nibe Industrier AB 2009.

Nibe Industrier AB (2009), Årsredovisning för Nibe Industrier AB 2008.

Nibe Industrier AB (2008), Årsredovisning för Nibe Industrier AB 2007.

Nobia AB (2012), Årsredovisning för Nobia AB 2011.

Nobia AB (2011), Årsredovisning för Nobia AB 2010.

Nobia AB (2010), Årsredovisning för Nobia AB 2009.

Nobia AB (2009), Årsredovisning för Nobia AB 2008.

- Nobia AB (2008), Årsredovisning för Nobia AB 2007.
- Nolato AB (2012), Årsredovisning för Nolato AB 2011.
- Nolato AB (2011), Årsredovisning för Nolato AB 2010.
- Nolato AB (2010), Årsredovisning för Nolato AB 2009.
- Nolato AB (2009), Årsredovisning för Nolato AB 2008.
- Nolato AB (2008), Årsredovisning för Nolato AB 2007.
- Nordic Mines AB (2012), Årsredovisning för Nordic Mines AB 2011.
- Nordic Mines AB (2011), Årsredovisning för Nordic Mines AB 2010.
- Nordic Mines AB (2010), Årsredovisning för Nordic Mines AB 2009.
- Nordic Mines AB (2009), Årsredovisning för Nordic Mines AB 2008.
- Nordic Mines AB (2008), Årsredovisning för Nordic Mines AB 2007.
- Nordnet AB (2012), Årsredovisning för Nordnet AB 2011.
- Nordnet AB (2011), Årsredovisning för Nordnet AB 2010.
- Nordnet AB (2010), Årsredovisning för Nordnet AB 2009.
- Nordnet AB (2009), Årsredovisning för Nordnet AB 2008.
- Nordnet AB (2008), Årsredovisning för Nordnet AB 2007.
- Pålsson Syll, L. (2001). *Ekonomisk Teori och Metod*. Studentlitteratur AB.
- Proffice AB (2012), Årsredovisning för Proffice AB 2011.
- Proffice AB (2011), Årsredovisning för Proffice AB 2010.
- Proffice AB (2010), Årsredovisning för Proffice AB 2009.
- Proffice AB (2009), Årsredovisning för Proffice AB 2008.
- Proffice AB (2008), Årsredovisning för Proffice AB 2007.

Rezidor Hotel Group AB (2012), Årsredovisning för Rezidor Hotel Group AB 2011.

Rezidor Hotel Group AB (2011), Årsredovisning för Rezidor Hotel Group AB 2010.

Rezidor Hotel Group AB (2010), Årsredovisning för Rezidor Hotel Group AB 2009.

Rezidor Hotel Group AB (2009), Årsredovisning för Rezidor Hotel Group AB 2008.

Rezidor Hotel Group AB (2008), Årsredovisning för Rezidor Hotel Group AB 2007.

Sagax AB (2012), Årsredovisning för Sagax AB 2011.

Sagax AB (2011), Årsredovisning för Sagax AB 2010.

Sagax AB (2010), Årsredovisning för Sagax AB 2009.

Sagax AB (2009), Årsredovisning för Sagax AB 2008.

Sagax AB (2008), Årsredovisning för Sagax AB 2007.

Salwén, H. (2012). Bonus ett sänke för motivationen. www.svd.se/opinion/brannpunkt/bonus-ett-sanke-for-motivationen_6933239.svd (Besökt 4e december 2012)

Skatteverket. Incitamentsprogram.

<http://www.skatteverket.se/foretagorganisationer/forarbetsgivare/incitamentsprogram.4.5947400c11f47f7f9dd80002901.html> (Besökt 14 december 2012.)

Skistar AB (2012), Årsredovisning för Skistar AB 2011.

Skistar AB (2011), Årsredovisning för Skistar AB 2010.

Skistar AB (2010), Årsredovisning för Skistar AB 2009.

Skistar AB (2009), Årsredovisning för Skistar AB 2008.

Skistar AB (2008), Årsredovisning för Skistar AB 2007.

SOBI AB (2012), Årsredovisning för SOBI AB 2011.

SOBI AB (2011), Årsredovisning för SOBI AB 2010.

SOBI AB (2010), Årsredovisning för SOBI AB 2009.

SOBI AB (2009), Årsredovisning för SOBI AB 2008.

SOBI AB (2008), Årsredovisning för SOBI AB 2007.

SWECO AB (2012), Årsredovisning för SWECO AB 2011.

SWECO AB (2012), Årsredovisning för SWECO AB 2010.

SWECO AB (2012), Årsredovisning för SWECO AB 2009.

SWECO AB (2012), Årsredovisning för SWECO AB 2008.

SWECO AB (2012), Årsredovisning för SWECO AB 2007.

Swedol Ab (2012), Årsredovisning för Swedol AB 2011.

Swedol Ab (2011), Årsredovisning för Swedol AB 2010.

Swedol Ab (2010), Årsredovisning för Swedol AB 2009.

Swedol Ab (2009), Årsredovisning för Swedol AB 2008.

Swedol Ab (2008), Årsredovisning för Swedol AB 2007.

Systemair AB (2012), Årsredovisning för Systemair AB 2011.

Systemair AB (2011), Årsredovisning för Systemair AB 2010.

Systemair AB (2010), Årsredovisning för Systemair AB 2009.

Systemair AB (2009), Årsredovisning för Systemair AB 2010.

Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J.P, Gomez-Mejia, L. R. (2000), How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management* vol. 26 nr 2.

Tradedouble Ab (2012), Årsredovisning för Tradedoubler AB 2011.

Tradedouble Ab (2011), Årsredovisning för Tradedoubler AB 2010.

Tradedouble Ab (2010), Årsredovisning för Tradedoubler AB 2009.

Tradedouble Ab (2009), Årsredovisning för Tradedoubler AB 2008.

Tradedouble Ab (2008), Årsredovisning för Tradedoubler AB 2007.

Unibet AB (2012), Årsredovisning för Unibet AB 2011.

Unibet AB (2011), Årsredovisning för Unibet AB 2010.

Unibet AB (2010), Årsredovisning för Unibet AB 2009.

Unibet AB (2009), Årsredovisning för Unibet AB 2008.

Unibet AB (2008), Årsredovisning för Unibet AB 2007.

Vostok Nafta AB (2012), Årsredovisning för Vostok Nafta AB 2011.

Vostok Nafta AB (2011), Årsredovisning för Vostok Nafta AB 2010.

Vostok Nafta AB (2010), Årsredovisning för Vostok Nafta AB 2009.

Vostok Nafta AB (2009), Årsredovisning för Vostok Nafta AB 2008.

Wihlborgs Fastigheter AB (2012), Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter Ab 2011.

Wihlborgs Fastigheter AB (2011), Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter Ab 2010.

Wihlborgs Fastigheter AB (2010), Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter Ab 2009.

Wihlborgs Fastigheter AB (2009), Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter Ab 2008.

Wihlborgs Fastigheter AB (2008), Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter Ab 2007.

Yahoo Finance 2012. Historical Prices.

<http://finance.yahoo.com/q/hp?a=00&b=1&c=2007&d=00&e=2&f=2012&g=m&s=ABB.ST%2C+&q=1> (Besökt 2-10 november 2012)

ÅF AB (2012), Årsredovisning för ÅF AB 2011.

ÅF AB (2011), Årsredovisning för ÅF AB 2010.

ÅF AB (2010), Årsredovisning för ÅF AB 2009.

ÅF AB (2009), Årsredovisning för ÅF AB 2008.

ÅF AB (2008), Årsredovisning för ÅF AB 2007.

Öresund AB (2012), Årsredovisning för Öresund AB 2011.

Öresund AB (2011), Årsredovisning för Öresund AB 2010.

Öresund AB (2010), Årsredovisning för Öresund AB 2009.

Öresund AB (2009), Årsredovisning för Öresund AB 2008.

Öresund AB (2008), Årsredovisning för Öresund AB 2007.

Bilagor

Bilaga 1

Tabell 4: Fallföretagens aktiekursutveckling, branschtillhörighet, och Vd/CEO (Innehåll hämtat från årsredovisningar, Avanza samt Yahoo Finance).

Företag	Bransch	VD/CEO	Aktiekursutveckling 2007-2012*	Förändring mot bransch*
ArhusKarlshamn Ab	Dagligvaror	Arne Frank	5%	18%
Black Earth Farming	Dagligvaror	Richard Warburton	-71%	-58%
Cloetta Ab	Dagligvaror	Bengt Baron	43%	56%
Avanza	Finans & Fastighet	Martin Tiveus	61%	70%
Bure Equity	Finans & Fastighet	Patrik Tigerschiöld	-83%	-74%
Corem Property Group Ab	Finans & Fastighet	Eva Landén	77%	87%
Diös Fastighet Ab	Finans & Fastighet	Christer Sundin	-4%	5%
East Capital Ab	Finans & Fastighet	Mia Jurke	-47%	-38%
Fast Balder Ab	Finans & Fastighet	Erik Selin	4%	13%
Fast Partner Ab	Finans & Fastighet	Sven-Olof Johansson	-75%	-66%
HEBA	Finans & Fastighet	Lennart Karlsson	8%	17%
Klövern Ab	Finans & Fastighet	Rutger Arnhult	1%	10%
Kungsleden Ab	Finans & Fastighet	Thomas Erséus	-53%	-44%
Nordnet	Finans & Fastighet	Håkan Nyberg	-28%	-19%
Sagax	Finans & Fastighet	Jaakko Vehanen	117%	126%
Vostok Nafta Ab	Finans & Fastighet	Per Brilioth	-46%	-37%

Whilborgs Fastigheter Ab	Finans & Fastighet	Anders Jarl	118%	127%
Öresund Ab	Finans & Fastighet	Fredrik Grevelius	-42%	-33%
Active Biotech	Hälsovård	Tomas Leanderson	-72%	-57%
Biogaia	Hälsovård	Peter Rotschild	327%	342%
Biovent International	Hälsovård	Svein Mathisen	-7%	8%
Karolinska Development	Hälsovård	Torbjörn Bjerke	-36%	-21%
Medivir Ab	Hälsovård	Maris Hartmanis	20%	35%
SOBI	Hälsovård	Geoffrey McDonough	-86%	-71%
Addtech	Industrivaror & Tjänster	Johan Sjö	34%	75%
B&B Tools	Industrivaror & Tjänster	Stefan Wigren	-68%	-27%
BE Group	Industrivaror & Tjänster	Kimmo Väkiparta	-75%	-34%
Beijer Alma	Industrivaror & Tjänster	Bertil Persson	37%	78%
G&L Beijer	Industrivaror & Tjänster	Joen Magnusson	375%	416%
Concetric Ab	Industrivaror & Tjänster	David Woolley	-6%	35%
Fagerhult Ab	Industrivaror & Tjänster	Johan Hjertonsson	17%	58%
GUNNEBO	Industrivaror & Tjänster	Per Borgwall	-66%	-25%
Haldex	Industrivaror & Tjänster	Ulf Ahlén	-85%	-46%
Hexpol	Industrivaror & Tjänster	Georg Brunstam	533%	574%
Indutrade Ab	Industrivaror & Tjänster	Johnny Alvarsson	46%	87%
Intrum Justitia	Industrivaror & Tjänster	Lars Wollung	55%	96%
Lindab Ab	Industrivaror & Tjänster	David Brodetsky	-71%	-30%
Loomis Ab	Industrivaror & Tjänster	Lars Blecky	107%	148%
Nibe Industrier Ab	Industrivaror & Tjänster	Gerteric Lindquist	-8%	33%
Proffice	Industrivaror & Tjänster	Lars Kry	1%	42%
SWECO	Industrivaror & Tjänster	Mats Wäppling	697%	738%
Systemair	Industrivaror & Tjänster	Erald Engström	27%	68%
ÅF Ab	Industrivaror & Tjänster	Jonas Wiström	-11%	30%

Axis Communications	Informationsteknik	Ray Mauritsson	39%	93%
HiQ International	Informationsteknik	Lars Stugemo	-22%	32%
IFS Ab	Informationsteknik	Alastair Sorbue	-91%	-37%
Net Insight Ab	Informationsteknik	Fredrik Trädgårdh	-66%	-12%
Nolato	Informationsteknik	Hans Porat	-22%	32%
Tradedoubler Ab	Informationsteknik	Rob Wilson	-88%	-34%
Billerud	Material	Per Lindberg	-46%	8%
Höganäs	Material	Carl Eklund	47%	101%
Nordic Mines	Material	Michael Nilsson	189%	243%
Betsson	Sällanköpsvaror	Magnus Silfverberg	459%	488%
Bilia	Sällanköpsvaror	Per Avander	-21%	8%
Björn Borg	Sällanköpsvaror	Arthur Engel	112%	141%
Clas Ohlson Ab	Sällanköpsvaror	Klas Balkow	-29%	0%
Duni Ab	Sällanköpsvaror	Fredrik Von Oelreich	29%	58%
Fenix Outdoor Ab	Sällanköpsvaror	Martin Nordin	159%	188%
JM Ab	Sällanköpsvaror	Johan Skoglund	-38%	-9%
KappAhl	Sällanköpsvaror	Johan Åberg	-77%	-48%
Mekonomen	Sällanköpsvaror	Håkan Lundstedt	152%	181%
New Wave	Sällanköpsvaror	Torsten Jansson	-64%	-35%
Nobia	Sällanköpsvaror	Morten Falkenberg	-69%	-40%
Rezidor Hotel Group	Sällanköpsvaror	Kurt Ritter	-63%	-34%
Skistar	Sällanköpsvaror	Mats Årjes	-20%	9%
Swedol	Sällanköpsvaror	Marko Piippo	248%	277%
Unibet Ab	Sällanköpsvaror	Henrik Tjärnström	2%	31%

Bilaga 2

Tabell 5: Tabellen beskriver fallföretagens incitamentsranking samt vilken typ av ersättningsprogram de har eller har haft under vår tidsperiod (Data hämtad från årsredovisningar samt företagshemsidor).

Företag	Bransch	Fast lön	Rörlig lön (bonus)	Optionsprogram	Övriga aktierelaterade program	Ranking
ArhusKarlshamn Ab	Dagligvaror	X	X	X		1
Black Earth Farming	Dagligvaror	X	X	X		2
Cloetta Ab	Dagligvaror	X	X	X	X	3
Avanza	Finans & Fastighet	X	X	X		2
Bure Equity	Finans & Fastighet	X	X	X		3
Corem Property Group Ab	Finans & Fastighet	X				0
Diös Fastighet Ab	Finans & Fastighet	X				0
East Capital Ab	Finans & Fastighet	X	X			1
Fast Balder Ab	Finans & Fastighet	X				0
Fast Partner Ab	Finans & Fastighet	X	X		X	1
HEBA	Finans & Fastighet	X	X			1
Klövern Ab	Finans & Fastighet	X				0
Kungsleden Ab	Finans & Fastighet	X	X			1
Nordnet	Finans & Fastighet	X	X			1
Sagax	Finans & Fastighet	X				0
Vostok Nafta Ab	Finans & Fastighet	X	X	X		2
Whilborgs Fastigheter Ab	Finans & Fastighet	X				0
Öresund Ab	Finans & Fastighet	X	X			1
Active Biotech	Hälsovård	X	X		X	1
Biogaia	Hälsovård	X	X	X		2
Biovent International	Hälsovård	X	X	X		2

Karolinska Development	Hälsovård	X	X	X	X	3
Medivir Ab	Hälsovård	X	X	X		2
SOBI	Hälsovård	X	X	X		2
Addtech	Industrivaror & Tjänster	X	X	X	X	3
B&B Tools	Industrivaror & Tjänster	X	X	X	X	2
BE Group	Industrivaror & Tjänster	X	X		X	2
Beijer Alma	Industrivaror & Tjänster	X	X			1
G&L Beijer	Industrivaror & Tjänster	X	X			1
Concetric Ab	Industrivaror & Tjänster	X	X			1
Fagerhult Ab	Industrivaror & Tjänster	X	X		X	2
GUNNEBO	Industrivaror & Tjänster	x	x	x		3
Haldex	Industrivaror & Tjänster	X	X	X		1
Hexpol	Industrivaror & Tjänster	X	X	X		3
Indutrade Ab	Industrivaror & Tjänster	X	X	X	X	3
Intrum Justitia	Industrivaror & Tjänster	X	X			2
Lindab Ab	Industrivaror & Tjänster	X	X	X		2
Loomis Ab	Industrivaror & Tjänster	X	X	X		2
Nibe Industrier Ab	Industrivaror & Tjänster	X	X			1
Proffice	Industrivaror & Tjänster	X	X	X		2
SWECO	Industrivaror & Tjänster	X	X	X		2
Systemair	Industrivaror & Tjänster	X	X			1
ÅF Ab	Industrivaror & Tjänster	X	X			1
Axis Communications	Informationsteknik	X	X			1
HiQ International	Informationsteknik	X	X	X		2
IFS Ab	Informationsteknik	X	X	X		2
Net Insight Ab	Informationsteknik	X	X	X		2
Nolato	Informationsteknik	X	X	X		2
Tradedoubler Ab	Informationsteknik	X	X	X		2
Billerud	Material	X	X	X		1
Höganäs	Material	X	X	X		2
Nordic Mines	Material	X	X	X		1
Betsson	Sällanköpsvaror	X	X	X		2

Bilia	Sällanköpsvaror	X	X	X		2
Björn Borg	Sällanköpsvaror	X	X	X		2
Clas Ohlson Ab	Sällanköpsvaror	X	X	X		2
Duni Ab	Sällanköpsvaror	X	X			1
Fenix Outdoor Ab	Sällanköpsvaror	X				0
JM Ab	Sällanköpsvaror	X	X	X		2
KappAhl	Sällanköpsvaror	X	X	X		3
Mekonomen	Sällanköpsvaror	X	X			1
New Wave	Sällanköpsvaror	X	X			1
Nobia	Sällanköpsvaror	X	X		X	3
Rezidor Hotel Group	Sällanköpsvaror	X				0
Skistar	Sällanköpsvaror	X	X			1
Swedol	Sällanköpsvaror	X	X			1
Unibet Ab	Sällanköpsvaror	X	X	X		2

