

INCITAMENTSPROGRAM – TILL GAGN FÖR ÄGARNA?

EN STUDIE AV SAMBANDET MELLAN
AKTIERELATERADE INCITAMENTSPROGRAM
OCH BÖRSNOTERADE BOLAGS
VÄRDEUTVECKLING

Magisteruppsats i Företagsekonomi

Nina Gustafsson
Sara Svensson Emanuelsson

VT 2008:MF25



HÖGSKOLAN I BORÅS
INSTITUTIONEN FÖR DATA- OCH AFFÄRSVETENSKAP

Förord

Incitamentsprogram är en företeelse som på senare tid diskuterats flitigt. Det finns få studier som behandlar sambandet mellan programmen och bolags utveckling. Nu finns ytterligare en. Vår förhoppning är att de, i föreliggande uppsats, framkomna resultaten blir ett bidrag till framtida diskussioner om införandet av incitamentsprogram.

Ett tack riktas till handledaren Arne Söderbom, Universitetslektor Högskolan i Borås.

Ett stort tack riktas även till Bengt Nättorp, Universitetslektor Högskolan i Borås, som med sitt tålamod, engagemang och sina kunskaper inom statistik har varit ett ovärderligt stöd under uppsatsprocessen.

Slutligen tackas alla de som läst igenom uppsatsen, kommit med förslag till förbättringar eller på annat sätt bidragit till att slutprodukten blivit av högre kvalitet.

Nina Gustafsson
Sara Svensson Emanuelsson

Title: Incentive programs –to the owners advantage?

A study of the relation between stock-based incentive programmes and the development of listed enterprises in terms of value

Authors: Nina Gustafsson and Sara Svensson Emanuelsson

Completed (year): 2008

Language: Swedish

Tutor: Arne Söderbom

Abstract

Compensations and so called incentive programmes that favours managing directors and holders of an official position have lately been the subject of a public debate. The opinions about the yield of the incentive programs differ. An argument that is frequently used to make stockholders approve of these programmes is that they in the end will benefit from them. The question is how likely it is that enterprises that have initiated incentive programmes generate higher profits than enterprises that do not have such programmes.

The purpose of this academic essay is to explain how enterprises with stock-based incentive programmes, enterprises that is without such programmes and the two groups are related to one another as far as specific key indicators are concerned, in order to verify or reject the hypothesis that follows:

- ❖ Enterprises with stock-based incentive programmes have a better development in terms of value than enterprises without stock-based incentive programmes.

By terms of value turnover growth and earnings per share are intended.

A quantitative study has been carried out with a positivistic approach and an analytical perspective. 50 enterprises have been studied, of which 26 enterprises for the past nine years have almost always had stock-based incentive programmes and of which 24 enterprises have almost never had such programmes. Mean values of turnover growth and earnings per share have been determined for the two groups respectively, whereafter the values have been compared to one another.

The conclusion from accomplished study is that there are no obvious connections between how enterprises with stock-based incentive programmes, enterprises that is without such programmes and the two groups are related to one another as far as turnover growth and earnings per share are concerned. However the execution of 18 hypothesis tests has caused a rejection of the presented hypothesis. The study exhibits that enterprises with stock-based incentive programmes do not have a better development in terms of value than enterprises without stock-based incentive programmes.

Keywords: Stock-based incentive programmes, turnover growth, earnings per share

Titel: Incitamentsprogram –till gagn för ägarna?

En studie av sambandet mellan aktierelaterade incitamentsprogram och börsnoterade bolags värdeutveckling

Författare: Nina Gustafsson och Sara Svensson Emanuelsson

Färdigställd (år): 2008

Språk: Svenska

Handledare: Arne Söderbom

Sammanfattning

Ersättningar och så kallade incitamentsprogram till verkställande direktörer och ledande befattningshavare har sedan en tid tillbaka varit föremål för en offentlig debatt. Åsikterna om behållningen av incitamentsprogram går isär. Ett argument som ofta används på bolagsstämmor för att få aktieägare att godkänna bonusprogram är att dessa i slutändan kommer att gynna dem genom att de får en högre avkastning. Hur mycket sanning ligger det då i att bolag som lockar med bonusprogram får sina anställda att arbeta mer med resultatet att bolagen utvecklas bättre än konkurrenter som inte har bonusprogram?

Syftet med denna uppsats är att förklara hur sambandet mellan bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling utifrån specifika nyckeltal ser ut för att därigenom kunna verifiera eller förkasta följande hypotes:

- ❖ Företag som har aktierelaterade incitamentsprogram har en bättre värdeutveckling än företag som inte har det.

Med värdeutveckling avses omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital.

En kvantitativ studie har gjorts utifrån ett positivistiskt förhållningssätt och ett analytiskt perspektiv. Under tidsperioden 1999-2007 har 50 bolag studerats, varav 26 bolag under nioårsperioden i princip alltid haft aktierelaterade incitamentsprogram och 24 bolag i princip aldrig haft det. Medelvärden har beräknats för respektive bolagsgrupps omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital och har därefter ställts mot varandra i diagram.

Kontentan av gjord undersökning är att det inte finns några tydliga samband mellan bolag med aktierelaterade incitamentsprogram, bolag utan sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling sett till omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital. Efter att ha utfört 18 hypotesprövningar har den inledningsvis ställda hypotesen förkastats. Genomförd studie visar därmed att företag som har aktierelaterade incitamentsprogram *inte* har en bättre värdeutveckling än företag som inte har det.

Nyckelord: Aktierelaterade incitamentsprogram, omsättningstillväxt, avkastning på eget kapital

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	- 1 -
1.1 BAKGRUND	- 1 -
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	- 1 -
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	- 3 -
1.4 SYFTE.....	- 3 -
1.5 AVGRÄNSNING	- 4 -
1.6 OPERATIONALISERING AV BEGREPP	- 4 -
1.7 DISPOSITION.....	- 5 -
2. TEORETISK REFERENS RAM	- 6 -
2.1 BAKGRUNDEN TILL INCITAMENTSPROGRAMMENS UPPKOMST	- 6 -
2.1.1 Corporate governance.....	- 6 -
2.1.2 Principal-agentteorin	- 7 -
2.1.3 Intressentmodellen.....	- 9 -
2.2 INCITAMENTSPROGRAM	- 11 -
2.2.1 Tillkomsten av aktierelaterade incitamentsprogram.....	- 11 -
2.2.2 Aktierelaterade incitamentsprogram idag.....	- 12 -
2.3 UNDERSÖKNING AV NORDIC INVESTOR SERVICES	- 13 -
2.3.1 Genomförandet	- 13 -
2.3.2 Resultatet	- 14 -
2.4 KONJUNKTURELLA TRENDER 1999 TILL 2007	- 15 -
2.5 NYCKELTAL	- 16 -
2.5.1 Nyckeltal för jämförelser mellan olika företag och nivåer kontra trender.....	- 16 -
2.5.2 Rangordning av nyckeltal.....	- 17 -
2.5.3 Nyckeltal för tillväxt.....	- 17 -
2.5.4 Nyckeltal för lönsamhet.....	- 18 -
3. METOD	- 19 -
3.1 KUNSKAPSTEORETISKA UTGÅNGSPUNKTER	- 19 -
3.2 VETENSKAPSTEORETISKA UTGÅNGSPUNKTER.....	- 19 -
3.3 VETENSKAPLIGT ANGREPPSSÅTT.....	- 20 -
3.4 VETENSKAPLIG ANSATS	- 20 -
3.5 PERSPEKTIV.....	- 21 -
3.6 METOD FÖR DATAINSAMLING	- 22 -
3.7 KÄLLKRITIK	- 22 -
3.8 URVAL OCH POPULATION	- 22 -
3.9 GENOMFÖRANDE AV EMPIRISK UNDERSÖKNING OCH ANALYS	- 24 -
3.9.1 Empirisk undersökning.....	- 24 -
3.9.2 Analys.....	- 24 -
3.10 GILTIGHETSANSPRÅK	- 28 -
3.11 SAMMANFATTNING	- 29 -
4. EMPIRISK UNDERSÖKNING.....	- 30 -
4.1 FÖRTYDLIGANDE AV EMPIRISKT TILLVÄGAGÅNGSSÅTT	- 30 -
4.1.1 Sammanställningsdesign	- 30 -
4.1.2 Sifferunderlag	- 31 -
4.1.3 Beräkningar	- 32 -
4.2 BORTFALL	- 33 -
4.3 OBSERVATIONER I STUDIEN.....	- 34 -
4.3.1 Omsättningstillväxt.....	- 34 -
4.3.2 Avkastning på eget kapital	- 36 -
4.4 SAMMANFATTNING	- 37 -
5. ANALYS	- 38 -
5.1 REFLEKTION ÖVER PRODUKTEN AV EMPIRISK UNDERSÖKNING	- 38 -
5.1.1 Omsättningstillväxt.....	- 38 -

5.1.2 Avkastning på eget kapital	- 40 -
5.2 HYPOTESPRÖVNING.....	- 43 -
5.2.1 Omsättningstillväxt.....	- 43 -
5.2.2 Avkastning på eget kapital	- 44 -
6. SLUTSATS	- 45 -
6.1 SAMBANDETS BESKAFFENHET OCH KONTENTAN AV HYPOTESPRÖVNINGEN.....	- 45 -
6.2 LÄMNAT FORSKNINGSBIDRAG	- 46 -
7. AVSLUTNING	- 47 -
7.1 GILTIGHETSANSPRÅK	- 47 -
7.2 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING	- 48 -
7.3 AVSLUTANDE KOMMENTARER	- 49 -
KÄLLFÖRTECKNING	- 50 -
BILAGOR	

Figurförteckning

FIGUR 1.1: DISPOSITION.....	5
FIGUR 2.1: INTRESSENTMODELLEN.....	9
FIGUR 2.2: SVERIGES KONJUNKTUR.....	15
FIGUR 2.3: FORMEL FÖR BERÄKNING AV OMSÄTTNINGSTILLVÄXT	17
FIGUR 2.4: FORMEL FÖR BERÄKNING AV AVKASTNING PÅ EGET KAPITAL	18
FIGUR 3.1: SAMBANDET MELLAN KUNSKAPSTEORI OCH VETENSKAPSTEORI.....	20
FIGUR 3.2: SAMBANDET MELLAN DEDUKTION OCH INDUKTION I FÖRELIGGANDE UPPSATS	21
FIGUR 3.3: ILLUSTRATION AV PRINCIPEN FÖR STATISTISK INFERENS	23
FIGUR 3.4: MODELL ÖVER URVALSPROCESSEN.....	24
FIGUR 3.5: FORMEL FÖR BERÄKNING AV t-VÄRDE.....	26
FIGUR 3.6: STUDENT'S t-FÖRDELNINGSKURVA MED KRITISKT VÄRDE OCH DET OMRÅDE DÄR H_0 FÖRKASTAS VID ENSIDIG HYPOTESPRÖVNING	27
FIGUR 5.1: MODELL ÖVER GENOMFÖRANDET AV ANALYSENS FÖRSTA DEL – REFLEKTION.....	38
FIGUR 5.2: UTVECKLINGSRIKTNINGEN FÖR KONJUNKTUR OCH RESPEKTIVE URVALSGRUPPERS AVKASTNING PÅ EGET KAPITAL	41
FIGUR 5.3: INCITAMENT FÖR SAMSTÄMDA STRÄVANDEN MELLAN AKTIEÄGARE OCH UNDERORDNADE PÅ OLIKA BOLAGSNIVÅER	42
FIGUR 5.4: MODELL ÖVER GENOMFÖRANDET AV ANALYSENS ANDRA DEL – HYPOTESPRÖVNING.....	43

Tabellförteckning

TABELL 4.1: OBSERVATIONER OCH BORTFALL VID BERÄKNING AV OMSÄTTNINGSTILLVÄXT.....	33
TABELL 4.2: OBSERVATIONER OCH BORTFALL VID BERÄKNING AV AVKASTNING PÅ EGET KAPITAL	34
TABELL 5.1: DIFFERENS MELLAN DE TVÅ URVALSGRUPPERNAS MEDELVÄRDEN FÖR OMSÄTTNINGSTILLVÄXT	39
TABELL 5.2: SAMMANSTÄLLNING AV UTFALLET VID HYPOTESPRÖVNING FÖR OMSÄTTNINGSTILLVÄXT.....	44
TABELL 5.3: SAMMANSTÄLLNING AV UTFALLET VID HYPOTESPRÖVNING FÖR AVKASTNING PÅ EGET KAPITAL.....	44

Diagramförteckning

DIAGRAM 4.1: LINJEDIAGRAM ÖVER SAMBANDET MELLAN DE TVÅ URVALSGRUPPERNA OCH OMSÄTTNINGSTILLVÄXT	35
DIAGRAM 4.2: LINJEDIAGRAM ÖVER SAMBANDET MELLAN DE TVÅ URVALSGRUPPERNA OCH AVKASTNING PÅ EGET KAPITAL	36

1. Inledning

I detta kapitel ges en beskrivning av bakgrunden till uppsatsens ämnesinriktning. Vidare förs en diskussion kring de problem och frågor som kan identifieras inom det valda problemområdet. Diskussionen mynnar ut i en problemformulering och ett syfte. Kapitlet avslutas med en disposition över uppsatsens fortsatta upplägg.

1.1 Bakgrund

Ersättningar och så kallade incitamentsprogram till verkställande direktörer och ledande befattningshavare har sedan en tid tillbaka varit föremål för en offentlig debatt i Sverige liksom i många andra länder. Ämnet har engagerat och vållat flera samhällsgrupper huvudbry, varav infallsvinklarna i debatten varit flera. Medan förespråkarna av incitamentsprogram accentuerat hur det i första hand gäller att mot en väl anpassad ersättning knyta till sig och behålla de bästa företagsledarna, har debatten i allmänhetens ögon i mångt och mycket rört sig om vilka ersättningsnivåer som är rimliga (Svenskt Näringsliv, 2006).

2007 blev ett rekordår vad gäller lanseringen av nya bonusprogram. Nästan hälften av de stora börsbolagen införde nya *aktierelaterade incitamentsprogram*, vilket var en kraftig ökning av andelen jämfört med tidigare år (Askåker, 2007). Tveksamheten till bonusar efter skandalen i Skandia, där ett antal toppchefer konstruerade och åtnjöt anmärkningsvärt frikostiga och tillsynes omoraliska bonusprogram, förefaller därmed vara som bortblåst. Under 2008 väntas gigantiska belopp betalas ut och trenden att införa nya program tycks inte ge vika. Incitamentsprogrammen innebär ofta att, i första hand VD och ledande befattningshavare, får möjlighet att inom en given tidsrymd uppbära eller förvärva aktier till ett i förväg överenskommet pris. Detta skall göra att aktieägarnas och företagsledningens strävanden och målsättningar förenas och att eventuella konflikter parterna emellan överbryggs. Intentionen är att aktieägare, genom att bevilja program såsom morot till nyckelpersoner, skall locka dessa att arbeta intensivare med utfallet att ett företag får en bättre resultatutveckling och blir mer lönsamt (Agenda, 2008). Frågan är om syftet med programmen uppfylls.

1.2 Problemdiskussion

Åsikterna om behållningen av incitamentsprogram går isär. I debatten om programmen kan två tydliga läger urskiljas, varav det ena lägrets anhängare proklamerar programmets suveränitet och det andra lägret höjer ett varningens finger för dem. De som understödjer programmen hävdar envist att de fungerar och att de bidrar till att skapa värde och bra avkastning för aktieägarna. De som är mer tveksamma till dess tjänlighet betvivlar istället om det verkligen är möjligt att genom ekonomiska incitament, få programmets förmånstagare att arbeta mer än de gör idag. De menar att löntagare på högre nivåer inom näringslivet redan arbetar så hårt och intensivt att det inte är möjligt för dem att arbeta mer. Effekten av programmen blir sålunda mycket liten eller uteblir helt (Agenda, 2008).

Clas Bergström, professor i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm, ser positivt på incitamentsprogram givet att de utformats på rätt sätt. Enligt vederbörande var bonusarna på 1980-talet i första hand redovisningsrelaterade, vilket kunde medföra att

företagsledningar gjorde dåliga förvärv för att öka omsättningen i bolagen och på så vis även ersättningarna. Kreativa redovisningslösningar som var mer förenliga med bonussystemen var, enligt Bergström, inte sällan förekommande. Idag är belöningsprogrammen förändrade både avseende utformning och omfattning (Realtid, 2008). Aktie- och optionsprogram har blivit mer populära att införa till skillnad från de tidigare rent resultatnriktade (Andersson & Bratteberg, 2000). Detta ser Bergström positivt på eftersom det då finns incitament som motsvarar aktieägarnas mål (Realtid, 2008).

Att dagens incitamentsprogram skulle vara bättre utformade än tidigare decennierna ställer sig dock kritikerna frågande till. I debatten kring programmen har givits uttryck för vissa farhågor gällande riskfördelningen i sammanhanget. Man menar att det för ledande befattningshavare inte finns någon baksida i och med att de riskerar andras investerade pengar. Ju större risker de tar desto mer ökar möjligheterna för att på kort sikt åstadkomma höga vinster och därigenom erhålla höga bonusar. Misslyckanden påverkar däremot inte dem själva i någon annan utsträckning än att de eventuellt förlorar sitt arbete, dock då sannolikt i kombination med utkvitterandet av enorma ersättningar till följd av ingångna fallskärmsavtal. Förlorare blir istället aktieägarna (Agenda, 2008).

Varför går då aktieägare med på att införa och bekosta dessa program? Ett argument som ofta används på bolagsstämmor för att få aktieägare att godkänna bonusprogram är att dessa i slutändan kommer att gynna dem genom att de får en högre avkastning. Hur mycket sanning ligger det då i att bolag som lockar med bonusprogram får sina anställda att arbeta mer, med resultatet att vinsten och aktiekursen utvecklas bättre än vad de gör hos konkurrenter som inte har bonusprogram? Fram tills årsskiftet 2007/2008 fanns ingen svensk studie som analyserat detta. Folksam, som företräder 220 miljarder av svenska folkets privata pensions- och försäkringspengar och som alltså är en storägare på många bolagsstämmor, ville få klarhet i hur sambandet mellan incitamentsprogrammen och aktieavkastningen var beskaffat och kontaktade därför organisations- och informationskonsultbolaget Nordic Investor Services (NIS) som under flera år samlat data om bland annat börsbolagens bonusprogram (SVT, 2008).

För perioden 1999-2007 sammanställdes information om aktierelaterade incitamentsprogram och effekterna på aktieavkastningen hos börsnoterade bolag i Sverige. Studien visade inga tydliga resultat men det kunde konstateras att det inte lönat sig för aktieägare att bekosta incitamentsprogram under den aktuella tidsperioden (Nordic Investor Services, 2008). Det kunde istället skönjas ett negativt samband mellan de undersökta bolagens aktiekursutveckling och ifrågasvarandes incitamentsprogram. Frågan är vad undersökningen, som i Sverige är den första av sitt slag, kommer att få för konsekvenser för framtida föreslagna bonusprogram. Bonusprogram spås, av Aktiespararna¹, bli en av de prioriterade frågorna vid kommande bolagsstämmor och i och med att kritikerna nu i viss mån fått vatten på sin kvarn, förmodas alltfler program röstas ned. Folksam som tidigare i princip alltid beviljat nya program tänker nu börja rösta nej till tveksamma program och Ossian Ekdahl, ägaransvarig för Första AP-fonden², menar att även de kan komma att överväga att rösta nej till incitamentsprogram framöver (Agenda, 2008).

¹ Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Aktiespararna, grundades år 1966 och är en oberoende intresseorganisation för enskilda som sparar eller som vill främja sparande i marknadsnoterade aktier, aktiefonder och andra aktierelaterade värdepapper (Aktiespararna, 2008).

² Första AP-fonden är en av Sveriges största pensionsförvaltare med placeringar i aktier, obligationer, valuta och alternativa investeringar över hela världen (Första AP-fonden, 2008).

Har då aktieägarna anledning att, mot bakgrund av den framlagda rapporten, opponera sig mot införandet av nya bonusprogram? Har kritikerna rätt i att incitamentsprogrammen inte fyller någon funktion och skulle så vara fallet hur kan de då motiveras? Är bonus bara ett sätt att höja ersättningarna för ledande befattningshavare när argument saknas för att höja lönerna? Visar NIS: s undersökning hela sanningen eller måste fler omständigheter tas under beaktande före programmen alltför lättvindligt avfärdas som ofruktbara?

NIS har försökt finna samband mellan bolags aktiekursutveckling och aktierelaterade incitamentsprogram för i första hand bolagsledning. Aktiekurser avspeglar visserligen företagsfundamenta och i hur stor utsträckning bolagsledning har varit framgångsrika när det gäller att förestå företag men de är samtidigt beroende av andra betingelser såsom makroekonomiska trender, branschtrender, aktiemarknadsstruktur och finansiell psykologi (Venace Finacial, 2008). Enligt Gyllenram (2001) bör psykologiska aspekter i samband med aktiekurser inte tillmätas en alltför liten betydelse. Förväntningar på företag och även attityder och personliga preferenser kan, enligt vederbörande, i hög grad påverka aktiekurserna. ”Människor är bara människor med allt vad det innebär av mänskligt irrationellt och emotionellt agerande och vi tänker därför ofta mer med magen än med hjärnan” (Gyllenram, 2001).

1.3 Problemformulering

Med utgångspunkt i den rapport som NIS sammanställt å Folksams vägnar och i vilken slutsatsen dragits att det inte finns några tydliga samband mellan bolag med aktierelaterade incitamentsprogram och aktieavkastning men att det under de senaste nio åren varit bättre att äga aktier i bolag utan incitamentsprogram, vill vi undersöka om konklusionen blir densamma när företags nyckeltal, som till skillnad från aktiekursen är fria från bland annat psykologiska inslag, studeras.

Vår forskningsfråga är:

- ❖ Hur ser sambandet ut mellan bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling sett till specifika nyckeltal?

Den hypotes som vi ämnar testa är, om:

- ❖ Företag som har aktierelaterade incitamentsprogram har en bättre värdeutveckling än företag som inte har det.

1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att förklara hur sambandet mellan bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling utifrån specifika nyckeltal ser ut för att därigenom kunna verifiera eller förkasta ställd hypotes.

1.5 Avgränsning

Studien avgränsas till att undersöka sådana bolag som finns noterade på den nordiska börsens Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Det exakta urvalet beskrivs mer i avsnitt 3.8 Urval och population. Den studerade tidsperioden i undersökningen är 1999 till 2007. Anledningen till att denna period valts är att den omfattar såväl konjunkturuppgångar som konjunkturedgångar samt att vi bedömt det vara möjligt att finna årsredovisningar publicerade elektroniskt för dessa år.

1.6 Operationalisering av begrepp

För att gå från en abstrakt teoretisk nivå till en konkret nivå där mätningar kan göras måste teoretiska begrepp brytas ned i indikatorer och därefter operationaliseras till mätbara enheter. Operationalisering tar sin utgångspunkt i den mer eller mindre komplexa bild av verkligheten och olika samband som önskas studeras närmare och innebär att de teoretiska begrepp som ingår i en formulerad forskningsfråga preciseras för att i möjligaste mån ges en entydig innebörd (Holme & Solvang, 1997). Nedan operationaliseras de begrepp som används i uppsatsens forskningsfråga och hypotes och som behöver förtydligas.

Aktierelaterade incitamentsprogram

Med aktierelaterade incitamentsprogram avses sådana program vars utfall påverkas av och står i förbindelse med ett bolags aktiekursutveckling.

Värdeutveckling

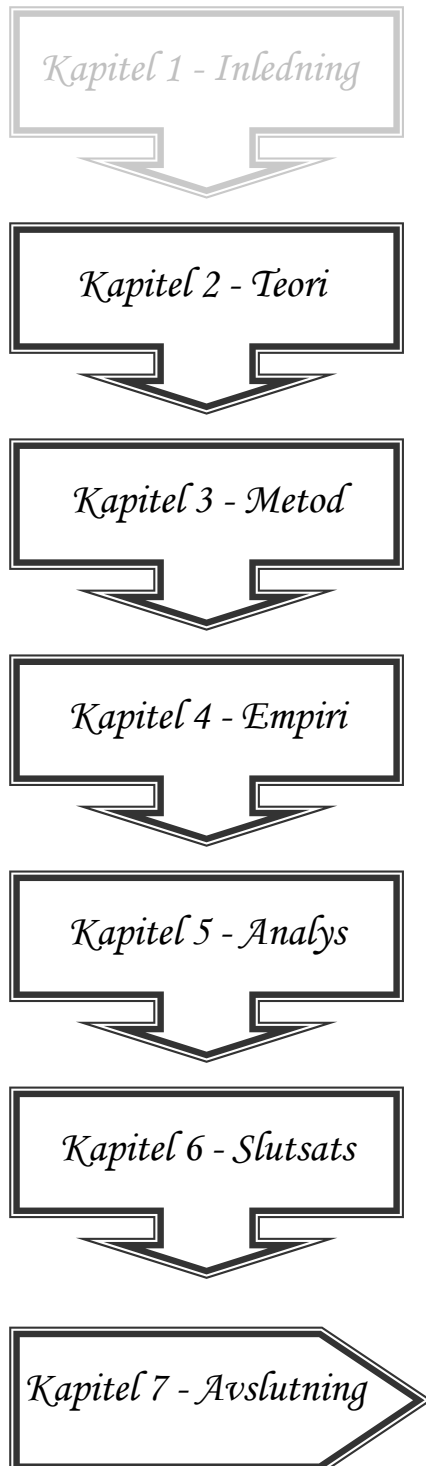
Med värdeutveckling åsyftas bolags finansiella utveckling avseende tillväxt och lönsamhet. De specifika nyckeltal som valts ut för att påvisa de valda företagens värdeutveckling är *omsättningstillväxt* och *avkastning på eget kapital*, vars definitioner återfinns i teorikapitlet.

Anledningen till att dessa nyckeltal används är följande:

- Då aktierelaterade incitamentsprogram ofta riktar sig till ledande befattningshavare anser vi att ett nyckeltal som visar hur tillväxten förändrats borde vara relevant att använda för att göra jämförelser. Tillväxt ses nämligen som en bekräftelse på hur väl en företagsledning har lyckats utveckla ett företag. Omsättningstillväxt är därutöver ett allmänt accepterat och ofta använt nyckeltal som nyttjas för att påvisa ett företags tillväxt (Carlsson, 1998), varför just detta valts.
- Bolag med en större balansomslutning, liksom de som skall studeras i uppsatsen, har sina viktigaste nyckeltal baserade på förhållanden mellan resultat- och balansräkning (Norstedts Juridik, 2003). Avkastning på eget kapital är ett lönsamhetsmått som baseras på just en kombination av företags resultat- och balansräkningar (Carlsson, 1998). Avkastning på eget kapital är därutöver kanske det viktigaste måttet ur aktiemarknadens synpunkt eftersom det avspeglar aktieägares huvudsakliga utbyte från sitt aktieinnehav (Hansson, Arvidsson & Lindquist, 2006). Mot bakgrund av detta och med hänsyn till vad som behandlats i ovanstående problemdiskussion finner vi att nyckeltalet på berättigade grunder kan användas för att påvisa skillnader mellan bolag som har respektive inte har aktierelaterade incitamentsprogram.

1.7 Disposition

Nedan illustreras uppsatsens fortsatta kapitelindelning.



I kapitel två återfinns den teoretiska referensramen. Denna innehåller information som dels skall ge en grundläggande förståelse för ämnet och dels ligga till grund för analysen av uppsatsens empiriska material.

Med utgångspunkt i fastställt syfte görs i kapitel tre en beskrivning av de metodologiska ställningstaganden som ligger till grund för uppsatsens genomförande. Här återfinns även tankar om uppsatsens giltighet.

I det fjärde kapitlet ges en förklaring till förfaringsättet vid den empiriska undersökningen. Vidare förevisas det material som framkommit i studien.

I kapitel fem analyseras resultaten från den empiriska studien. Analysen är indelad i två avsnitt där den ena delen innehåller en reflektion över produkten av den gjorda undersökningen och där den andra delen innebär prövande av den hypotes som ställts i inledningskapitlet

Det sjätte kapitlet innehåller de slutsatser som dragits av gjord studie. Uppsatsens forskningsfråga besvaras och kontentan av gjord hypotesprövning redovisas. I kapitlet beskrivs kort även lämnat forskningsbidrag.

I det avslutande kapitlet begrundas giltigheten i framkomna resultat. Förslag till fortsatt forskning lämnas och slutligen reflekteras över genomförd studie och valt ämnesområde.

Figur 1.1: *Disposition* (Egen konstruktion)

2. Teoretisk referensram

I detta kapitel motiveras inledningsvis valet av ingående delar i den teoretiska referensramen. Därefter behandlas dessa i tur och ordning. Teorin består dels av information som är ämnad att ge en grundläggande förståelse för ämnet och dels av information som skall ligga till grund för analysen av uppsatsens empiriska material.

För att ge en bakgrund till varför incitamentsprogram som företeelse har uppkommit inleds teorikapitlet med en genomgång av den problematik som är förknippad med bolag där ägandet är utspritt och separerat från bolagsstyrningen. Förhållandet mellan företagsledningar och ägare till företag belyses med hjälp av teorier inom corporate governance, principal-agentteorin och intressentmodellen där fokus ligger på nyss nämnda parter. Därefter beskrivs sådana bonusprogram, det vill säga aktierelaterade incitamentsprogram, som uppsatsen är koncentrerad kring. Med anledning av att vi i den kommande studien inte särskiljer bolag utifrån deras användande av olika typer av program redogörs endast för fyra grundtyper av aktierelaterade incitamentsprogram, med förhoppningen att detta är tillräckligt för att ge en grundläggande förståelse för vad sådana program innebär. Den enda svenska studien som behandlat sambandet mellan aktierelaterade incitamentsprogram och bolags utveckling är den som NIS genomfört och som offentliggjordes i januari 2008. Eftersom undersökningen till stor del format föreliggande uppsats, vad gäller problemdiskussion och forskningsfråga, återges de i studien viktigaste delarna, närmare bestämt genomförandet och resultatet. En konjunktur har stor inverkan på rådande företagsklimat och vilka förutsättningar och svårigheter som företag ställs inför. Konjunkturen påverkar därmed företags nyckeltal. För att resultatet av vår undersökning skall kunna studeras och analyseras ur ett bredare perspektiv inkluderas i den teoretiska referensramen ett avsnitt om hur det svenska konjunkturläget varit och förändrats under den aktuella tidsperioden, 1999-2007. Kapitlet avslutas med en genomgång av användningen av nyckeltal med speciellt fokus på tillväxt och lönsamhet för att introducera de begrepp och definitioner som skall användas i den förestående empiriska undersökningen.

2.1 Bakgrunden till incitamentsprogrammets uppkomst

Incitamentsprogram är idag en vanlig företeelse inom svenskt näringsliv. Uppkomsten av programmen har ett samband med att ägande och bolagsstyrning har separerats från varandra, varpå svårigheter i form av motstridiga intressen och konflikter skapats. *Corporate governance* är ett samlingsbegrepp som inrymmer sådana konflikter (Johansson, 2006). Vidare kan *principal-agentteorin* och *intressentmodellen* användas för att närmre studera konflikterna mellan ovanstående parter. Nedan förklaras bakgrunden till incitamentsprogrammets uppkomst utifrån de tre begreppen.

2.1.1 Corporate governance

Ur ett historiskt perspektiv har mindre familjeägda företag utgjort en klar majoritet i svenskt näringsliv. Karaktäristika för sådana företag är att ägande och kontroll är knutet till en och samma person eller utsträcker sig till att inkludera en eller flera av vederbörandes familjemedlemmar. I vilket fall ligger besittningen mycket nära styrningen, varav högsta

möjliga kontrollgrad över företaget erhålles (Vikström, 2005). Familjeföretag är även i nutid en realitet i, i stort sett, alla utvecklade ekonomier men de senaste decennierna har det också tillkommit andra former av företagande som har medfört en separation mellan ägande och bolagsstyrning. Det är numera inte ovanligt att det finns flera ägare till ett och samma företag och att en extern part tillsätts för att styra företaget (Jensen & Murphy, 1990).

Som ett resultat av att åtskilliga företag valt att notera sig vid en eller flera börser har spridningen av företags aktier nått exceptionella nivåer. Såväl antalet aktieägare som den geografiska diversifieringen av aktieägarna har gjort förankringen till styrningen av företagen mer avlägsen (Tricker, 2000). Givet separationen av ägarskap och kontroll har konflikter uppstått som ett resultat av att de olika parternas intressen och mål skiljt sig åt. Sådana konflikter och andra problem associerade med bolagsstyrning har förenats under ett och samma begrepp, *corporate governance* (Johansson, 2006).

Begreppet *corporate governance* täcker ett flertal ekonomiska fenomen men saknar en enhetlig definition. Flera försök har gjorts till att ringa in begreppet men på grund av olika syften och inriktning hos de som studerat fenomenet har definitionerna förblivit olikartade (The Encyclopedia about Corporate Governance, 2008). Rent generellt kan *corporate governance* sägas implicera utövande av kontroll över olika företagsenheter (Tricker, 2000). Enligt Shleifer och Vishny (1997) handlar *corporate governance* om hur de som förser företag med kapital kan försäkra sig om att få avkastning på sina investeringar. Tricker (1994) har ett mindre abstrakt synsätt och har riktat uppmärksamhet mot den inverkan som bolagsstyrelser har på företag. Vederbörande menar att *corporate governance* inbegriper alla svårigheter som bolagsstyrelser ställs inför, däribland interaktionen med ledning och relationen till ägare och andra intressenter.

Ett citat av den framlidne nationalekonomen Adam Smith brukar användas för att belysa innebörden av och problematiken inom *corporate governance*:

”The directors of companies, being managers of other people's money than their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.”

Adam Smith, *The Wealth of Nations* 1776
(Tricker, 1994)

Citatet har en nära koppling till den teori som legat till grund för en stor del av utvecklingen inom *corporate governance*, nämligen *principal-agentteorin*.

2.1.2 Principal-agentteorin

Ett *principal-agentförhållande* uppstår då en eller flera personer (*principal/er*) upprättar ett kontrakt med en eller flera andra personer (*agent/er*), genom vilket den/de sistnämnda tilldelas makt för att kunna utföra ett uppdrag åt *principalernas* vägnar (Jensen & Meckling, 1976). Inom näringslivet kan detta komma till uttryck såtillvida att ägare (*principaler*) till företag direkt eller indirekt, via ett företags styrelse, utser ledare (*agenter*) för att förestå företaget (Chaudhri, 2003). Till följd av detta separeras ägande och styrning vilket medför att *principalernas* kontroll över företagen inskränks. *Principalerna* har inte heller någon absolut kontroll över *agenterna*, varmed dessa kan komma att agera på sätt som inte är helt tydliga för

principalerna och som kanske inte överrensstämmer med vederbörandes önsknings (Armstrong, 1999).

Målkonflikter enligt principal-agentteorin

Med utgångspunkt i att samtliga i principal-agentkontraktet ingående parter strävar efter att maximera sin egen vinst, uppstår det målkonflikter som gör att agenterna inte alltid handlar med principalernas bästa i åtanke (Jensen & Meckling, 1976). Jensen och Murphy (1990) menar att om aktieägare hade fullständig information beträffande en VD: s aktiviteter skulle de utforma det underliggande kontraktet så precist att det tvingade en lednings handlande i en viss riktning. Fullständig information kan dock utomstående ägare aldrig få eftersom företagsledning har ett handlingsutrymme och deras ingripanden inte alltid kan förutses (Jensen & Murphy, 1990).

Aktieägare förväntar sig att en VD förverkligar projekt när väntad avkastning överstiger väntade kostnader. En överhängande risk är emellertid den att en VD låter egoismen gå före altruismen, jämför de personliga vinningarna med de kostnader som kommer av genomförandet av ett specifikt projekt och därefter låter utfallet av jämförelsen vara underlag för handlingsplanen (Jensen & Murphy, 1990). I sådana fall uppstår så kallade *agentkostnader*. Agentkostnader härrör sig därmed till skillnaden mellan vad som skulle ha tjänats om principalerna själva hade varit föreståndare och beslutsfattare och de faktiskt inbringade medlen under styrningen av en företagsledare (Johansson, 2006).

Agentkostnader

Jensen och Meckling (1976) har studerat agentkostnader närmare och funnit att det går att inplacera dessa i tre kategorier: *övervakningskostnader*, *bindningskostnader* och *residualförluster*.

Övervakningskostnader är kostnader som uppkommer till följd av att det finns en informationsasymmetri i principal-agentförhållandet. Eftersom agenten har en större insyn i företaget och en klar informationsmässig fördel gentemot principalen tvingas den senare att på olika sätt försöka undanröja detta underläge. Det kan ske genom att principalen samlar in information om företaget, granskar dess redovisning och bokföring eller utformar formella kontrollsystem som begränsar sådana bemödanden från agentens sida som är oförenliga med principalens vilja (Jensen & Meckling, 1976).

Att få agenten att ta optimala beslut ur principalens ståndpunkt till ingen eller en mycket liten kostnad är, enligt Jensen och Meckling (1976), i allmänhet omöjligt. *Bindningskostnader* är därmed oundvikliga, det vill säga kostnader som uppstår då principalen ger agenten ekonomisk ersättning för att på så vis få en viss garanti om att agenten inte vidtager åtgärder som skadar principalen eller kostnader för att säkerställa att principalen blir kompenserad i ett sådant fall. Införandet av så kallade prestationskontrakt som belönar agenten för sin faktiska prestation är exempel på bindningskostnader. För en företagsledning kan kontrakten innebära att delar av uppburna löner grundar sig på bonusprogram, där storleken är avhängig finansiella nyckeltal, årsresultat eller andra faktorer som principalen anser vara av vikt. Olika aktierelaterade program kan också användas för att skapa incitament som överrensstämmer med aktieägarnas (Jensen & Meckling, 1976).

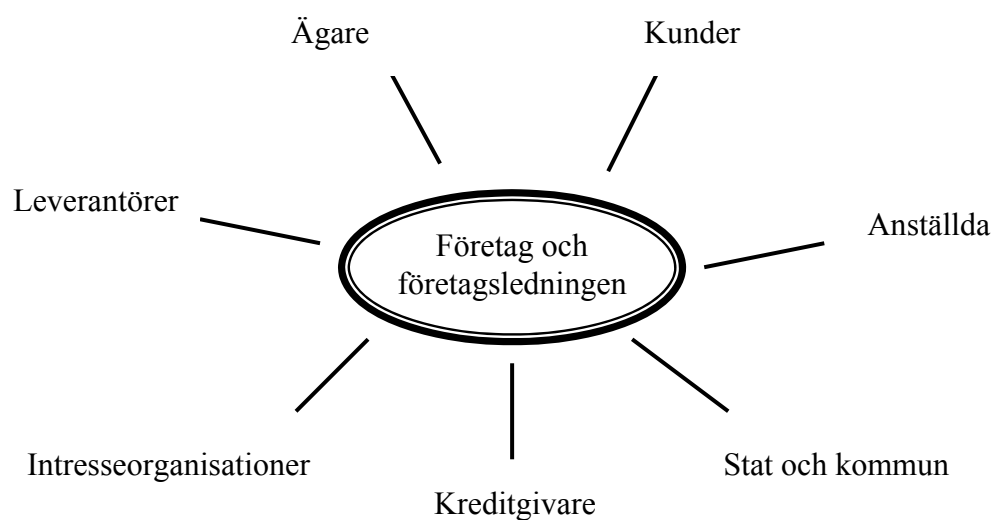
Trots kostnader som principalen ådrar sig i form av övervaknings- och bindningskostnader kommer det sannolikt alltså att finnas en viss divergens mellan agentens beslut och de beslut som skulle maximera principalens välbefinnande. Utgiften ekvivalent med den reducerade vinsten som är ett resultat av den återstående divergensen, är en så kallad *residualförlust* (Jensen & Meckling, 1976).

För att minimera agentkostnader måste principaler, som framgått ovan, utveckla sätt för att övervaka och kontrollera sina agenter (Armstrong, 1999). Chaudhri (2003) uttrycker hur corporate governance i stor uträkning inbegriper att upprätta strukturer som föranleder ett visst beteende hos agenter, alltså lockar dem att handla på ett sätt som är förenligt med och maximerar principalernas mål. Väl utformade kompensationsystem är, enligt Chaudhri (2003), ett sätt att liera de heterogena drivkrafterna hos principaler och agenter. Även Jensen och Murphy (1990) anser att företag bör skapa policier för kompensationer så att företagsledare sporras att vidtaga åtgärder som ökar aktieägarnas förmögenhet.

Principal-agentteorin är en av många teorier som kan användas för att belysa komplexiteten inom företagande där ägandet är separerat från styrningen. Intressentmodellen är en företagsekonomisk modell som också kan hjälpa till att beskriva och skapa förståelse för hur konflikter uppstår mellan olika aktörer i ett företags interna och externa miljö.

2.1.3 Intressentmodellen

Alla företag har utbytesrelationer med en eller flera intressenter. Detta är nödvändigt för att kunna bedriva verksamhet. Företag är således beroende av intressenter som på olika sätt medverkar i och påverkar driften av dess verksamhet. Intressenterna är i sin tur beroende av företag för att få sina behov tillfredsställda (Ax, Johansson & Kullén, 2005). De aktörer som har intressen i företag illustreras vanligtvis med hjälp av *intressentmodellen* (se figur 2.1), där ett företag står i centrum omslutet av sina intressenter, vanligtvis ägare, kunder, anställda, leverantörer, kreditgivare, stat, kommun och olika intresseorganisationer. Modellen introducerades i Sverige på 1960-talet och har sedan dess haft en stark position inom den svenska företagsadministrativa forskningen och i svenska företag (Bruzelius & Skärvad, 2000).



Figur 2.1: *Intressentmodellen* (Egen bearbetning av Företaget och dess intressenter, Bruzelius & Skärvad, 2000)

Målkonflikter enligt intressentmodellen

Intressenters krav är inte alltid förenliga med företags mål, vilket ger upphov till konflikter. Till exempel konkurrerar höjd utdelning till aktieägare med högre löner till anställda. För att i möjlig mån förhindra uppkomsten av sådana konflikter har företagsledningar som uppgift att säkerställa jämvikt mellan varje intressents bidrag och belöning så att en så kallad bidrags- och belöningsbalans råder (Bruzelius & Skärvad, 2000). För företagsledningar är det således vitalt att ha förståelse för på vilket sätt intressenter bidrar till en verksamhet och vilka krav på belöning vederbörande har för att vara villiga att lämna sina bidrag (Ax, Johansson & Kullén, 2005). Bruzelius och Skärvad (2000) menar att företagsledningar på lång sikt bör eftersträva att höja sin belöningsförmåga så att ökade belöningar som kommer en intressentkategori till dels inte ger upphov till minskade belöningar åt en annan. Intressenter måste tillfredsställas för att förbli samarbetsparter varför företag måste skapa plussummespel där alla är vinnare (Bruzelius & Skärvad, 2000).

För att förstå sådana bakomliggande konflikter som ger upphov till införandet av incitamentsprogram studeras förhållandet mellan en företagsledning och aktieägare mer ingående.

Förhållandet mellan företagsledning och aktieägare

När ägare väljer att anförtro ett företags affärer åt en styrelse eller verkställande ledning avhänder de sig i viss mån möjligheten att följa verksamheten och direkt delta i företaget och dess ekonomiska förvaltning. De beslut som kräver medverkan eller medgivande av aktieägare är förhållandevis få och rör vanligtvis inte verksamhetens inriktning. Detta innebär att en bolagsledning har ett stort handlingsutrymme som den förväntas använda lojalt och på ett sätt som är till gagn för företagens ägare. De personer som tilldelas makt i företag med noterade aktier har emellertid sällan ett betydande aktieinnehav i företaget ifråga och kan rent av helt sakna ägarintresse. I och med att vederbörande ej bär några direkta ekonomiska konsekvenser av de beslut som fattas finns föga garantier om att de prioriterar aktieägarnas gemensamma intresse, bestående av maximal vinst, framför de egna målen. Vidare kan företagsledningen vara mer intresserad av att öka balansomslutningen än att förbättra aktievärdet, eftersom det anses vara av högre status att leda ett större företag än ett mindre. Dessutom har vanligtvis företagsledare i större företag högre löner än de som styr företag med mindre balansomslutning, vilket då kan leda beslutsfattanden i en för aktieägare icke önskvärd riktning (Bergström & Samuelsson, 2001).

Bergström och Samuelsson (2001) har identifierat ytterligare tre intressekonflikter som kan uppstå parterna emellan och som beror på att:

- Ledningen kan utnyttja bolagets egendom för egna syften
- Ledningen kan ha en annan riskattityd än aktieägarna
- Ledningens planeringshorisont kan avvika från aktieägarnas

Mellan en företagsledning och aktieägare kan skilda meningar råda om hur ett företags *egendom* bör utnyttjas. En företagsledning kan om så önskar, i och med att den har makten över ett företags resurser, välja att utnyttja dessa för eget syfte. Resurser kan till exempel påstås användas för allmännyttiga ändamål när ledningen i själva verket har privata intressen som styr (Bergström & Samuelsson, 2001).

Aktieägare är därutöver vanligtvis mer benägna att ta *risker* än vad företagsledningar är, av skälet att aktieägare har möjlighet att diversifiera bort företagsspecifika risker. Vidare skiljer sig parternas riskattityd åt med anledning av vad som satsas och vad som riskerar att gå förlorat. En VD som har flera uppdrag, till exempel styrelseuppdrag i andra företag, kan mista dessa om posten som VD förloras eftersom uppdragen sannolikt erhållits med anledning av VD-titeln. En VD kan därutöver sägas ha investerat eget humankapital i ett företag och blir därför mindre riskbenägen än företagets aktieägare. Detta kan medföra att flera projekt som aktieägarna hade velat se genomförda aldrig fullföljs (Bergström & Samuelsson, 2001).

En företagslednings *tidshorisont* är, enligt Bergström och Samuelsson (2001), också kortare än aktieägares då en ledning i regel strävar efter att maximera kortsiktiga vinster. Anledningen till detta är att kompensationer, i form av olika typer av belöningsprogram, som kommer ledningen tillhanda oftast är knutna till ett företags lönsamhetsutveckling på kort sikt. Konsekvenserna kan under givna förutsättningar då bli att framtida lönsamma projekt lämnas därefter för att årets resultat inte skall minska till följd av ökade kostnader (Bergström & Samuelsson, 2001).

2.2 Incitamentsprogram

Incitamentsprogram är idag en vanlig företeelse inom svenskt näringsliv. Studier visar att av de mest omsatta bolagen på den svenska börsen har nio av tio bolag någon form av bonussystem. Företeelsen, som härstammar från USA, syftar till att sporra arbetare att arbeta mer och mer effektivt. Det har förutspåtts att om ledande personer i ett företag får ta del av ägandet i företaget, och även eventuella framgångar, så blir deras engagemang större (Borg, 2003).

Behovet av kompetent personal är stor och konkurrensen om duktiga företagsledare blir allt hårdare, vilket kan vara en rimlig förklaring till incitamentsprogrammets popularitet. För att attrahera och behålla nyckelpersoner i ett företag krävs oftast någon form av belöningsystem (Borg, 2003).

Incitamentsprogram införs för att det råder intressekonflikter mellan aktieägare och ledande befattningshavare. Vid principal-agentförhållanden, som är en realitet för börsnoterade företag med utspritt ägande, kan aktieägare omöjligt ha fullständig kontroll över en företagslednings agerande, varför incitament blir en viktig del för att få den styrande funktionen att välja projekt och mål som harmonierar med aktieägarnas intressen, det vill säga ökar deras förmögenhet (Jensen & Murphy, 1990). Incitamentsprogram ses som en form av investering, där ett företags ägare avsäger sig en del av sin vinst till förmån för sådana program. Denna uppoffring är ägarna beredda att göra eftersom incitamentsprogrammen förhoppningsvis genererar pengar tillbaka genom ökade arbetsprestationer som leder till ett bättre resultat (Andersson & Bratteberg, 2000).

2.2.1 Tillkomsten av aktierelaterade incitamentsprogram

Aktierelaterade incitamentsprogram blev vanligt i Sverige under 1980-talet. Den första formen av sådana program var emissioner av *konvertibla skuldebrev* riktade enbart till anställda inom ett företag eller en koncern (Tivéus, 1999). Dessa kom dock så småningom att bli mer ovanliga till följd av mindre förmånliga beskattningsvillkor (Andersson & Bratteberg, 2000). Konvertibelprogrammen ersattes av olika typer av optioner, dels optioner med rätt till nyteckning av aktier, så kallade *teckningsoptioner* och dels optioner som gav innehavaren rätt

att köpa aktier av utfärdaren, så kallade *köptioner*. I början av 1990-talet introducerades de första incitamentsprogrammen som var baserade på *syntetiska optioner*. Dessa gav, istället för förvärv av aktier, innehavaren rätt till ersättning i form av kontanta pengar om kursen på företagets aktier översteg det på slutdagen avtalade lösenpriset. Optioner av detta slag fick emellertid aldrig någon stor genomslagskraft, kanske med anledning av att de i media fick utstå hård kritik strax efter de introducerats (Tivéus, 1999).

2.2.2 Aktierelaterade incitamentsprogram idag

Incitamentsprogram utformas idag på flera olika sätt beroende på bland annat löptid, målgrupp och optionstyp. När syftet med programmen är att knyta an nyckelpersoner till ett företag kan en lång löptid motiveras, medan en kortare löptid lämpar sig bättre för att stimulera anställda i det dagliga arbetet. Vidare skiljer sig programmen åt beroende på vilken målgrupp de riktar sig till. Vissa program riktar sig enbart till ledande befattningshavare medan andra i princip omfattar alla anställda i ett företag. Skillnaderna kommer av att företaget vanligtvis har anställda på olika nivåer med olika bakgrund och med olika möjlighet att påverka värdet på optionsprogrammen (Hansson & Markkula, 2002). Grundtyperna av aktierelaterade incitamentsprogram är de fyra som nämndes i ovanstående avsnitt: konvertibla skuldebrev, teckningsoptioner, köptioner och syntetiska optioner (Andersson & Bratteberg, 2000). Nedan presenteras dessa närmare.

Konvertibla skuldebrev

Konvertibla skuldebrev, eller konvertibler som de även kallas, är skuldebrev som löper med fast ränta fram tills dess att innehavaren nyttjar sin rätt att teckna aktier i det låntagande bolaget (Andersson & Bratteberg, 2000). Skuldebrevet konverteras då till eget kapital och innehavaren erhåller istället aktier. Skulle innehavaren välja att inte utnyttja sin konverteringsrätt återbetalas lånet till denne (Svenska Riskkapitalföreningen, 1999). Genom konvertibler kan företag på ett relativt enkelt sätt skaffa likvida medel samtidigt som det för innehavaren innebär en mindre risk jämfört med om denne skulle ha placerat pengar direkt i ett företags aktier (Andersson & Bratteberg, 2000).

Teckningsoptioner

En teckningsoption ger innehavaren rätt att inom en bestämd tidpunkt teckna nyemitterade aktier till en i förväg bestämd teckningskurs. Det innebär att utfärdaren, det vill säga det emitterande bolaget, är skyldig att nyemittera aktier till innehavaren om denne skulle kräva det (Svenska Riskkapitalföreningen, 1999). Teckningsoptioner kan endast emitteras tillsammans med ett skuldebrev. Efter att optionen emitterats kan skuldebrevet avskiljas från optionen, vilket medför att två olika värdepapper uppstår. Skuldebrevet är vanligtvis av underordnad betydelse och ges endast ut för att aktiebolagslagen (2005:551) kräver det. Av den anledningen brukar skuldebrevet oftast bli inlöst direkt efter att emissionen genomförts (Andersson & Bratteberg, 2000).

Köptioner

Köptioner innebär att befintliga aktieägare förbinder sig att vid en senare tidpunkt sälja sina aktier till innehavare av köptioner när dessa påkallar sin rätt (Svenska Riskkapitalföreningen, 1999). En köption ger innehavaren rätt att till ett i förväg bestämt pris köpa aktier i ett bolag. Incitamentsprogram av den här typen är vanligare i mindre företag och främst då huvudägaren försöker locka nyckelpersoner att ta anställning i företaget. Huvudägaren utfärdar då köptioner på sitt eget aktieinnehav i syftet att överlåta dessa (Andersson & Bratteberg, 2000).

Syntetiska optioner

En syntetisk option skiljer sig från de övriga optionerna på det sätt att den aldrig ger innehavaren rätt att förvärva aktier eller andra värdepapper (Tivéus, 1999). Innehavaren har istället rätt till en kontant slutregleringslikvid vid en i förväg bestämd tidpunkt. Vinsten, som är i form av en kontant ersättning, är utfärdaren det vill säga bolaget skyldig att betala till innehavaren om marknadsvärdet på den underliggande aktien överstigit den slutkurs som bestämts i optionsavtalet (Andersson & Bratteberg, 2000).

2.3 Undersökning av Nordic Investor Services

Nordic Investor Services (NIS) som är ett organisations- och informationskonsultbolag har under flera år samlat data om bland annat börsbolags bonusprogram. Å pensions- och försäkringsföretaget Folksam vägnar har NIS sammanställt information om aktierelaterade incitamentsprogram och effekterna på aktieavkastningen (inklusive utdelning) hos börsnoterade bolag i Sverige under tidsperioden 1999-2007 i syftet att finna samband mellan förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram och bolags avkastning över tid. Resultatet av studien har sammanställts i rapporten *Aktierelaterade incitamentsprogram och dess effekter på bolagens aktieavkastning* som offentliggjordes i januari 2008. Nedan redogörs för hur studien genomfördes samt framkommet resultat (Nordic Investor Services, 2008).

2.3.1 Genomförandet

NIS har i studien utgått från de bolag som i november 2007 ingick i SIX³ avkastningsindex. Sådana bolag som noterades under studiens tidsperiod (1999-2007) kom att ingå i undersökningen från och med den månad de noterades och inkluderades i indexet. I november 2007 fanns totalt 273 noterade bolag på Stockholmsbörsens Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Av dessa har 222 bolag studerats. De utvalda bolagen ansågs tillföra studien värde och möjligheterna att få tillgång till nödvändig information var goda.

Bolagen har delats in i tre huvudgrupper avseende kopplingen till incitamentsprogram: bolag som *alltid* haft incitamentsprogram, bolag som *aldrig* haft incitamentsprogram och bolag som *ibland*⁴ haft incitamentsprogram.

Det framtagna materialet om incitamentsprogram har analyserats utifrån två beräkningsmetoder. Genomsnittlig aktiekurs och genomsnittligt sektorindex för

³ SIX, Stockholm Information Exchange, är en av Nordens största aktörer inom professionell finansiell information och förmedlar marknadsinformation, nyheter och analyser från samtliga nordiska börser samt från utvalda ledande internationella börser (SIX AB, 2008).

⁴ Till denna grupp hör bolag som haft incitamentsprogram 40-60 % av månaderna.

tolvmånadsobservationer vid undersökningsperiodens början och vid dess slut har beräknats, vilket givit en bild av vad en aktieägares avkastning varit under hela perioden. Beräkningar över månatliga observationer på relativavkastning har även tagits fram i syftet att finna trender och undersöka om sambanden förändrats över tid. Till de båda beräkningarna har därefter komponenten som notifierat huruvida bolagen haft incitamentsprogram eller inte under perioden lagts till. Följande förhållanden har därefter kunnat urskiljas:

- Bolag som *alltid haft incitamentsprogram* och som gått *bättre* än sektorindex för undersökt period eller månad.
- Bolag som *alltid haft incitamentsprogram* och som gått *sämre* än sektorindex för undersökt period eller månad.
- Bolag som *aldrig haft incitamentsprogram* och som gått *bättre* än sektorindex för undersökt period eller månad.
- Bolag som *aldrig haft incitamentsprogram* och som gått *sämre* än sektorindex för undersökt period eller månad.

2.3.2 Resultatet

Resultatet för den *första* beräkningen där relativavkastning baserats på genomsnittskurs och index vid periodens inledning och slut visar, enligt NIS, inte något tydligt samband mellan avkastning och incitamentsprogram. Dock kan det skönjas en viss övervikt åt att bolag som *aldrig* haft incitamentsprogram har slagit sitt respektive sektorindex under den aktuella tidsperioden.

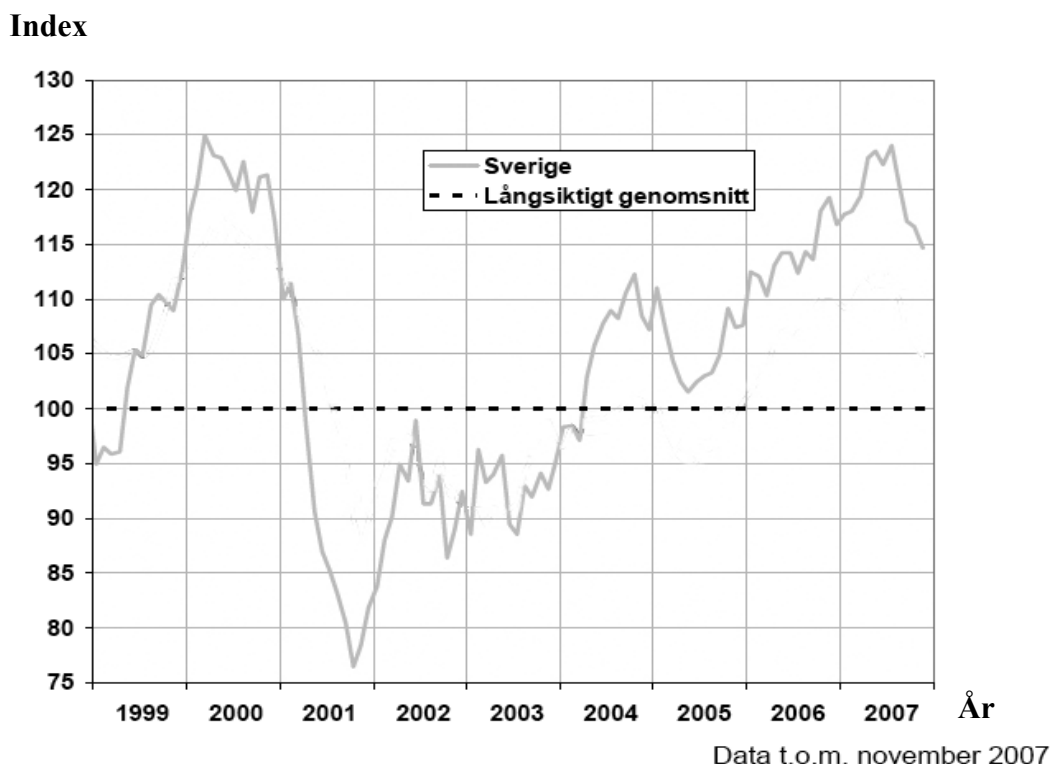
I den *andra* delen av studiens analys har NIS sökt belysa skillnader och trender i sambandet mellan avkastning och incitamentsprogram baserat på månadsobservationer. Resultatet visar att av de bolag som sedan 1999 haft incitamentsprogram har en större andel gått bättre än sitt sektorindex fram till 2005. För åren därefter kan ett trendbrott konstateras, då flera bolag med incitamentsprogram uppvisat en sämre relativavkastning. Det kan även påvisas att en större andel bolag utan incitamentsprogram har gått sämre än sektorindex om samtliga observationer under perioden summeras.

Kontentan av undersökningen och de två beräkningsmetoderna är att det är svårt att utläsa några tydliga samband mellan bolag med aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och bolagens aktieavkastning men att det för aktieägare, under perioden 1999-2007, inte lönat sig att bekosta bonusprogram.

När SVT:s samhällsprogram Agenda analyserade NIS undersökning mer ingående uppmärksammades att av 47 bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under nioårsperioden hade mer än vart annat gått *sämre* än konkurrenterna i samma bransch. Av 51 bolag som nästan *aldrig* haft bonusprogram hade drygt 60 procent istället överträffat branschindex (Agenda, 2008).

2.4 Konjunkturrella trender 1999 till 2007

En konjunktur skildrar ett lands ekonomiska tillstånd och ekonomiska tendenser på kort sikt. Variablerna inflation, tillväxt och arbetslöshet används huvudsakligen för att ge indikationer om rådande konjunktur. Det kan antingen råda hög- eller lågkonjunktur, vilket indikerar ifall ett lands ekonomi är bra eller dålig (Nationalencyklopedin, 2008). En nationell konjunktur påverkas av hur den internationella ekonomin fortlöper såtillvida att en avmattning av denna leder till en försvagad tillväxttakt (Investeraren, 2008). Nedan åskådliggörs den svenska konjunkturen mellan åren 1999 och 2007 (se figur 2.2).



Figur 2.2: *Sveriges konjunktur* (Egen bearbetning av Konjunkturindikator för Sverige, Statistiska centralbyrån, 2008)

Sveriges konjunktur hade i slutet av 1990-talet åter vänt uppåt efter decenniets första svarta år innehållande bland annat bankkras och hög arbetslöshet (Sveriges Riksbank, 1999) och en konjunkturtopp under det första kvartalet år 2000 var ett faktum. I början av 2000-talet minskade produktivitetens utvecklingen i landet vilket ledde till en lägre sysselsättningsstillväxt och en försvagad konjunktur (Konjunkturinstitutet, 2008). År 2000 sprack även IT-bubblan (Sveriges Radio, 2007), vilket under kommande år kom att påverka den svenska konjunkturen negativt eftersom flertalet aktieägare förlorade investerade pengar och därmed även stora delar av sin konsumtionsförmåga.

Sedan år 2002 har en tydlig uppåtgående trend kunnat urskiljas när det gäller den svenska konjunkturen, främst till följd av att BNP förbättrats. Att den inhemska efterfrågan har ökat och att det under åren varit en god exportutveckling har också resulterat i ökad sysselsättning och sjunkande arbetslöshetsstal (Sveriges Riksbank, 2006). Vid halvårsskiftet år 2007 var konjunkturen i det närmaste lika hög som den var precis innan IT-bubblan sprack. Därefter

började den dock återigen ge vika, bland annat till följd av en minskad export och avmattning i den internationella konjunkturen (Regeringskansliet, 2007).

2.5 Nyckeltal

För att beskriva vad som hänt i ett företag under en period och ge upplysning om ställningen vid en periods slut brukar nyckeltal användas (Smith, 1997). Nyckeltal kan, enligt Carlsson (1998) definieras som:

- viktig ekonomisk information, beräknad från ett eller flera redovisningsvärden och/eller omräkningsfaktorer, samt
- viktigt befintligt värde från redovisningsrapporter.

Nyckeltal ger en sammanfattande och överskådlig bild av ett företags ekonomiska hälsa och utveckling genom att ett stort antal detaljuppgifter från resultat- och balansräkningar sätts in i ett sammanhang (Sundberg, 1998). Nyckeltal är så kallade relationstal som i en enda siffra uttrycker ett förhållande mellan flera siffror, vilket gör att de utifrån teoretiska och praktiska grunder är lämpliga för att visa ekonomiska förhållanden (Norstedts Juridik, 2003). Användningsområdena för nyckeltal är otaliga. De kan bland annat användas som ett redskap för att bedöma företags status och utveckling, för att värdera och övervaka konkurrenter, för att analysera kunder och leverantörer och som ett underlag till budget- och planeringsprocesser (Carlsson, 1998).

Relevant för denna uppsats är hur nyckeltal kan vara ett verktyg för att göra jämförelser mellan olika företag och över tiden, varför detta studeras mer ingående.

2.5.1 Nyckeltal för jämförelser mellan olika företag och nivåer kontra trender

Det vanligaste syftet för nyttjande av nyckeltal är att analysera företags status och utvecklingstrender. Med status avses därvid nivåer för effektivitet och lönsamhet samt finansiell struktur. Med utvecklingstrender avses huruvida statusen har förbättrats eller försämrats under en given tidsperiod (Carlsson, 1998). Vid jämförelser mellan företag används i regel kvoter som påvisar effektivitet i olika avseenden genom att resultat sätts i relation till insatta resurser (Sundberg, 1998). Detta gör att olika företags effektivitet kan jämföras även om företagen skiljer sig åt storleks- och branschmässigt (Carlsson, 1998).

Analyser som tar sin utgångspunkt i nyckeltal kan antingen inbegripa studier av talens nivå eller av trender. Statisk analys av nyckeltals absoluta nivåer kan göras för att fastställa deras godtagbarhet. Detta sker ofta utifrån uppställda målsättningar eller via jämförande konkurrentanalyser. En svårighet i samband med nivåanalyser är att bedöma vad som är en rimlig nivå. Vidare kan starka nyckeltal bland konkurrenterna bero på förutsättningar som det aktuella företaget inte haft. Nivåer kan även avspegla specifika omständigheter, till exempel kraftiga konjunktursvängningar, som varit en realitet under ett aktuellt år, varav en nivåanalys inte alltid blir helt rättvisande (Carlsson, 1998). Mer informativ blir, enligt Carlsson (1998), en dynamisk trendanalys, där utvecklingen av olika nyckeltalen studeras under en serie av år.

2.5.2 Rangordning av nyckeltal

När det gäller vilka nyckeltal som är viktiga går meningarna isär. Förklaringen till detta är att det finns oräkneliga användare av nyckeltal med intressen och strävanden som skiljer sig åt (Sundberg, 1998). Vid analyser utifrån nyckeltal gäller, enligt Carlsson (1998), att anpassa sig efter det eller de företag som skall studeras. Tumregeln bör emellertid vara att bolag med låg balansomslutning har sina viktigaste nyckeltal baserade på relationer inom resultaträkningen medan de viktigaste nyckeltalen för bolag med större kapital i balansräkningen i regel grundar sig på förhållandet mellan resultat- och balansräkningen, där mätningar av hur effektivt kapital- och resursutnyttjandet är, kan göras (Norstedts Juridik, 2003).

2.5.3 Nyckeltal för tillväxt

Ett företags *tillväxt* indikerar vilken konkurrenskraft och förmåga att anpassa och förnya sig som företaget har. Tillväxt ses därutöver inte sällan som en bekräftelse på att en företagsledning har lyckats med sin uppgift att utveckla företaget. På motsvarande sätt ses en utebliven eller negativ tillväxt som ett tecken på att en företagsledning har misslyckats. Att växa och prestera bättre än under tidigare år är därför ofta en målsättning, varmed *omsättningstillväxt* blir ett centralt nyckeltal (Carlsson, 1998).

Omsättningstillväxt

Omsättning är inget resultatmått utan ett mått på en verksamhets storlek och kan användas bland annat vid jämförelser mellan olika år och mellan olika företag. Genom att dividera ett års nettoomsättning⁵ med nettoomsättningen året innan fås ett mått på förändringen av en verksamhets storlek, vilket benämns *omsättningstillväxt* (Hansson, Arvidsson & Lindquist, 2006) (se figur 2.3).

$$\text{Omsättningstillväxt} = \frac{\text{Nettoomsättning år } x}{\text{Nettoomsättning år } x-1}$$

Figur 2.3: Formel för beräkning av omsättningstillväxt (Egen konstruktion)

Det finns två olika typer av tillväxt som påverkar kvoten i ovanstående formel: *förvärvad* och *organisk tillväxt*. Tillväxt som är ett resultat av att ett företag köpt ett eller flera andra företag kallas för *förvärvad tillväxt*. Den tillväxt som inte beror på företagsförvärv benämns *organisk tillväxt* och innebär att ett företag, likt en organism, har växt genom förbättrad konkurrenskraft, förändringar i miljö, ökat produktsortiment et cetera (Hansson, Arvidsson & Lindquist, 2006).

⁵ Med nettoomsättning avses sådan omsättning som företag enligt Årsredovisningslagen skall redovisa överst i resultaträkningen. I denna post har avdrag gjorts för lämnade kassarabatter och övriga rabatter, mervärdesskatt och annan skatt som är direkt knutna till försäljningen (Hansson, Arvidsson & Lindquist, 2006).

2.5.4 Nyckeltal för lönsamhet

Ambitionerna hos ägare, styrelse och företagsledningar bör sannolikt vara att företagen som dessa förestår skall få en sådan ekonomisk utveckling att de ekonomiska nyckeltalen hör till de bästa inom ett givet verksamhetsområde. Allra viktigast är därvid att *lönsamheten* når en hög nivå, vilket i sin tur är en förutsättning för att övriga värden och nyckeltal på lång sikt skall bli bra (Norstedts Juridik, 2003). Lönsamhetsmått utgör de viktigaste typerna av nyckeltal såtillvida att de beskriver ett företags livskraft. I och med att lönsamhet är ett relativt mått där resultat relateras till en input eller en kapitalbas kan det även användas för att ge en indikation om hur effektivt ett företags resursanvändande är. Lönsamhetsmått kan delas in i två grupper: de som är resultatrelaterade och de som hänför sig till kapitalet. Till den sistnämnda gruppen hör nyckeltal som baseras på olika kombinationer av företags resultat- och balansräkningar och som visar hur effektivt investeringar och bundna resurser har utnyttjats för att skapa vinst. Ett sådant nyckeltal är *avkastning på eget kapital* (Carlsson, 1998).

Avkastning på eget kapital

Aktieägare är ett bolags viktigaste intressent, eftersom dessa innehar den yttersta makten och kan besluta om det aktuella bolagets framtid. I offentligt noterade bolag är aktieägarna i regel skilda från den löpande driften av ett företag, vilket innebär att det huvudsakliga utbytet från ett aktieinnehav är beroende av hur väl ett företag lyckats förädla det egna kapitalet (Carlsson, 1998). Avkastning på eget kapital är därmed kanske det viktigaste måttet ur aktiemarkandens synpunkt (Hansson, Arvidsson & Lindquist, 2006). Talet kan beräknas på olika sätt beroende på syfte och vilka definitioner som används men generellt brukar det uttryckas såsom nettoresultat, det vill säga resultat efter finansiella poster, i procent av justerat eget kapital⁶ (se figur 2.4). Den framräknade procentsatsen går att jämföra med förräntningstal för andra investeringar till exempel inlånings- och obligationsräntor (Norstedts Juridik, 2003, Ax, Johansson & Kullvén, 2005).

$$\text{Avkastning på eget kapital, \%} = \frac{\text{Resultat efter finansiella poster}}{\text{Justerat eget kapital}}$$

Figur 2.4: *Formel för beräkning av avkastning på eget kapital* (Egen konstruktion)

⁶ Med justerat eget kapital avses ett genomsnitt av ett företags eget kapital vid ett års början och slut (Ax, Johansson & Kullvén, 2005).

3. Metod

I detta kapitel beskrivs de metodlogiska ställningstaganden som ligger till grund för uppsatsens studie samt förklaras val av undersökningsobjekt och genomförande av empirisk undersökning och hypotestest. Vidare förs en diskussion kring uppsatsens giltighet.

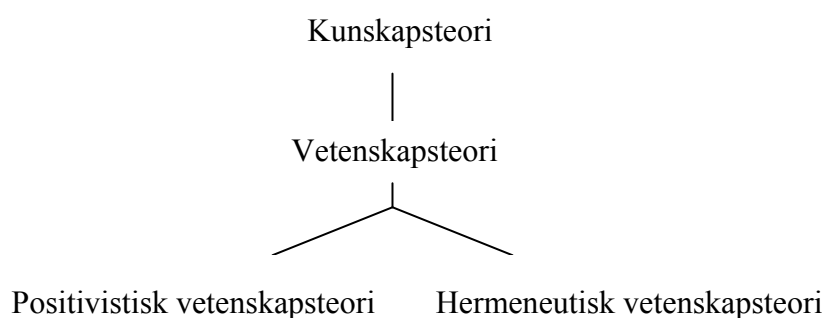
3.1 Kunskapsteoretiska utgångspunkter

Kunskapsteori, även kallat epistemologi, kommer ifrån grekiskans ”episteme”, som betyder kunskap eller vetande (Åsberg, 2000). Epistemologin ger uttryck för vad en person vet och hur ny kunskap nås och behandlar därmed kunskapens natur och ursprung (Lundahl & Skärvad, 1999). Uppsatsens hypotes kommer senare att verifieras eller falsifieras beroende på utfallet av den empiriska undersökningen. Detta överensstämmer med empirismens teorier, ty empirismen, som är en av epistemologins inriktningar, kännetecknas av att ett forskningsobjekt är källan till kunskap och att ny sådan skapas genom iakttagelser (Åsberg, 2000). Vårt syfte är vidare att förklara hur sambandet mellan bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling ser ut, vilket också innebär att det i första hand är uppsatsens empiriska undersökning som ligger till grund för de slutsatser som presenteras i det sista kapitlet.

Kunskapsteorin består, enligt Lundahl och Skärvad (1999), av två olika vetenskapsteoretiska plattformar: positivism och hermeneutik. Dessa synsätt är utgångspunkter för de kvantitativa och kvalitativa metodteorierna som används i en studie. Utgångspunkterna i föreliggande uppsats redovisas nedan.

3.2 Vetenskapsteoretiska utgångspunkter

Vetenskaplig forskning sker inom ramen för uppställda regler. Dessa formuleras av varje forskare och bör grunda sig på vederbörandes kunskaps- och vetenskapsteoretiska utgångspunkter. Två vetenskapsteoretiska plattformar är som ovan nämnts *positivism* och *hermeneutik* (se figur 3.1). Forskningen i denna uppsats bedrivs utifrån positivismens huvudteser där det vetenskapliga målet är att förklara och söka kausalitetssamband mellan olika parametrar för att därefter generalisera lagbundenheter (Lundahl & Skärvad, 1999). Den traditionella positivistiska uppfattningen är att forskning både kan och skall stå utanför etik och moral. Forskare som ikläder sig positivistiska ideal måste därmed söka ställa sig ovanför sina egna värdepremisser och etiska åsikter och endast arbeta under en auktoritativ kraft, att finna sanningen, det som faktiskt ”är” (Holme & Solvang, 1997). För vår del innebär detta intagandet av en objektiv ställning, gällande incitamentsprogram, som får genomsyra hela forskningsprocessen från teoriinsamling, studier av utvalda bolags årsredovisningar och beräkandet av nyckeltal till sammanställning och analys av resultat, och slutligen vid verifierandet eller förkastandet av ställd hypotes.



Figur 3.1: *Sambandet mellan kunskapsteori och vetenskapsteori* (Egen bearbetning av Sambandet mellan kunskapsteori, vetenskapsteori, metodteori och metodlära, Lundahl & Skärvad, 1999)

3.3 Vetenskapligt angreppssätt

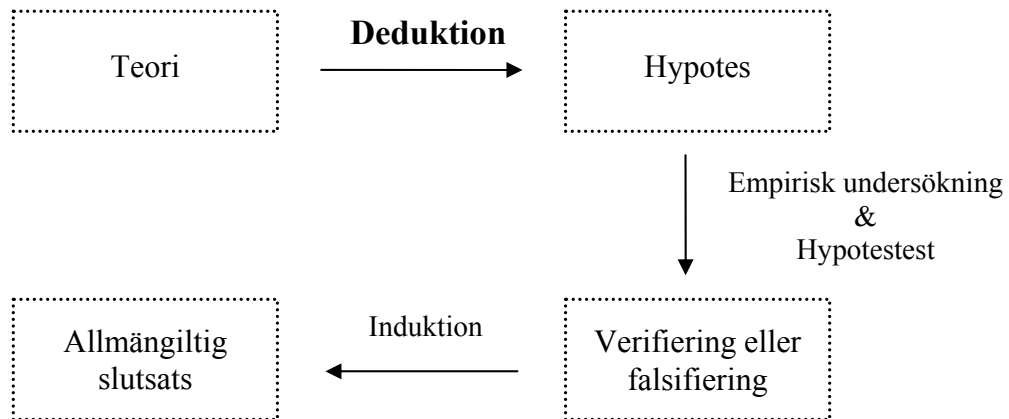
När en forskare skall studera olika företeelser ställs han många gånger inför en komplex och mångfaldig verklighet. För att kunna fånga verkligheten måste han ta hjälp av olika verktyg, så kallade metodologiska redskap. *Kvalitativa* och *kvantitativa* metoder kan sägas utgöra sådana redskap. Det finns ingen absolut skillnad mellan de båda metoderna men grovt uttryckt kan sägas att den kvantitativa metoden användas för att omvandla information till siffror och mängder medan den kvalitativa metoden har en forskares uppfattning eller tolkning av viss icke kvantifierbar information i förgrunden (Holme & Solvang, 1997).

I föreliggande uppsats skall information från bolags resultat- och balansräkningar inhämtas, sammanställas och bearbetas. Nyckeltalsberäkningar skall göras och olika diagram konstrueras för att påvisa samband mellan aktierelaterade incitamentsprogram och bolags värdeutveckling. Undersökningen kommer därmed att genomföras utifrån ett kvantitativt angreppssätt. I kvantitativa undersökningar är fakta, observerbarhet och kontrollerbarhet viktiga begrepp och verifierbarhetsprincipen i hög grad rådande. Principen innebär att varje teoretiskt påstående måste kunna prövas empiriskt (Holme & Solvang, 1997). Vidare syftar kvantitativt bedriven forskning till att förklara och beskriva företeelser mer än att förstå dem. Detta harmonierar med uppsatsens syfte. Undersökningar, som syftar till att förklara något, handlar i praktiken främst om att testa hypoteser (Lundahl & Skärvad, 1999), vilket kommer att göras i denna uppsats.

3.4 Vetenskaplig ansats

I varje vetenskapligt bedrivet arbete finns en central önskan om att ständigt utveckla bättre uppfattningar om de företeelser som studeras, det vill säga skapa teorier. Teorier är mer eller mindre komplexa uppfattningar som redan finns utvecklade och som rör sammanhang och förhållanden mellan företeelser som forskare önskar att pröva mot en konkret samhällssituation. För att fånga in samhällseliga förhållanden på ett teoretiskt sätt brukar systematiska metoder, så kallade ansatser, användas. Framför allt två ansatser brukar lyftas fram i sammanhanget: den *induktiva* och den *deduktiva* ansatsen eller upptäckandets respektive bevisandets väg (Holme & Solvang, 1997). Den induktiva ansatsen tar utgångspunkt i empirin där specifika företeelser studeras och generaliseras för att därefter

antas vara allmängiltiga. Deduktiva ansatser innebär att hypoteser härleds ur teorier för att sedan prövas genom hypotestester (Patel & Davidsson, 1994). Enligt Holme och Solvang (1997) uppstår inte sällan ny kunskap i motsättningen mellan dessa ansatser eller genom en kombination av de båda. Så är fallet i denna uppsats (se figur 3.2).



Figur 3.2: Sambandet mellan deduktion och induktion i föreliggande uppsats (Egen konstruktion)

En undersökning av 50 bolag under en tidsperiod av nio år kommer att göras för att finna samband mellan aktierelaterade incitamentsprogram och företags värdeutveckling. I slutändan skall den i problemformuleringen ställda hypotesen genomgå ett hypotestest för att därefter förkastas eller verifieras. Slutsatserna kommer därmed i första hand att härledas genom deduktion. Eftersom hypotesen är generellt formulerad och kommande undersökning är en stickprovsundersökning kommer de slutsatser som infinner sig efter avslutad undersökning generaliseras och sägas vara allmängiltiga i enlighet med den induktiva ansatsen. Föreliggande uppsats präglas således av den deduktiva ansatsen men bär samtidigt spår av den induktiva ansatsen.

3.5 Perspektiv

Perspektiv beskriver vad som är utgångspunkt i en studie och med vilka ”glasögon” en forskare ser på verkligheten (Lundahl & Skärvad, 1999). I denna uppsats kommer det *analytiska* perspektivet att sätta sin prägel på forskningen. Vid användandet av ett sådant perspektiv eftersträvas att förklara en objektiv verklighet så långt det är möjligt genom allmängiltiga och absoluta beskrivningar. Kausalitetssamband används för att förklara samband mellan orsak och verkan och inte sällan ställs hypoteser upp för att testa teorier om verkligheten. I studier gjorda utifrån ett analytiskt perspektiv är befintliga teorier utgångspunkt. Resultat som framkommer kan dock falsifiera det som tidigare var sant (Arbnor & Bjerke, 1994). I föreliggande uppsats har en hypotes formulerats. Denna skall senare prövas för att därefter verifieras eller falsifieras. Likt positivismens grundteser och det analytiska perspektivet är målet således att förklara och söka kausalitetssamband mellan olika parametrar för att därefter generalisera dessa.

3.6 Metod för datainsamling

Ett av forskningsprocessens första moment är anskaffande av material som erfordras för genomförandet av en tänkt studie. Det är viktigt att forskare i ett tidigt stadium skaffar sig en överblick över de källor som finns tillgängliga och som kan vara relevanta för forskningen (Holme & Solvang, 1997). Sådana data som står i direkt anknytning till en undersökning benämns *primärdata* och insamlas av forskaren själv, huvudsakligen genom intervjuer och/eller enkätundersökningar. Information som insamlats och bearbetats av andra kallas *sekundärdata* och består av tryckta publikationer såsom böcker, tidningsartiklar och lagtext (Lundahl & Skärvad, 1999). Eftersom informationen är av sekundär karaktär och premisserna under vilka datan tillkom oftast är okända är det viktigt för forskare vid användandet av sådan att ha ett kritiskt förhållningssätt (Holme & Solvang, 1997).

Intervjuer och personlig kontakt med respondenter, eller andra former av primärdata, kommer inte att inkluderas i den empiriska undersökningen, istället kommer sekundärdata, i form av bolags årsredovisningar mellan åren 1999 och 2007 uteslutande att användas. De sekundärdata som använts i den teoretiska referensramen har framtagits genom informationssökningar i olika universitets och högskolors bibliotekskataloger samt i databaser som till exempel Business Source Premier och FAR komplett. De sökord som främst använts har varit: *incitamentsprogram*, *principal-agentteorin*, *corporate governance*, *omsättningstillväxt* och *avkastning på eget kapital*.

3.7 Källkritik

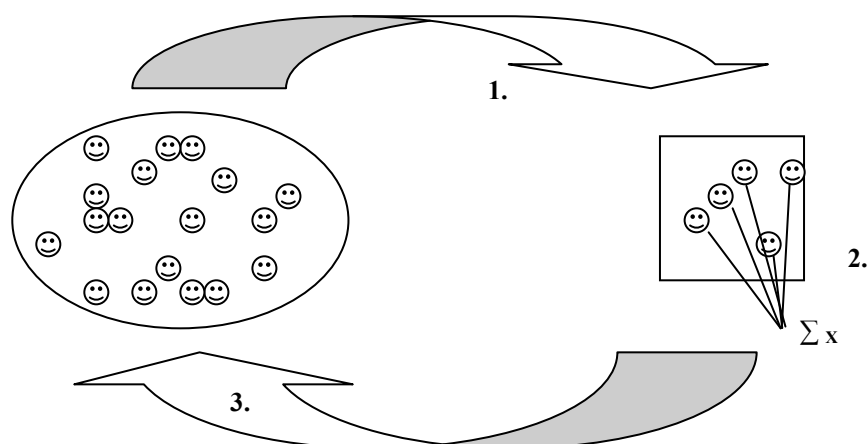
För att minimera risken att forskningsresultat baseras på felaktigheter bör en forskare förhålla sig kritisk till allt material som samlas in. Flera faktorer är av intresse för att bedöma en källas trovärdighet, bland annat när, var och varför informationen uppkommit samt vem som är upphovsman till den (Patel & Davidsson, 1994). Som först när forskaren satt sig in i situationen för källornas uppkomst kan de, enligt Holme och Solvang (1997), tolkas på ett korrekt sätt.

Det är huvudsakligen den empiriska undersökningen som kommer att ligga till grund för de slutsatser som presenteras sist i denna uppsats. Med hjälp av studiens resultat kommer ställd forskningsfråga besvaras samt hypotes att verifieras eller falsifieras. Informationen som används vid beräkningar av nyckeltal är hämtad från utvalda bolags årsredovisningar. Vi är medvetna om att företagen kan ha manipulerat dessa för att visa upp önskvärda siffror eller att ofrivilliga, slumpmässiga fel kan ha smugit sig in i årsredovisningarna. Mot bakgrund av att de, enligt lag, granskats före publikation är vår ståndpunkt emellertid den att årsredovisningarna avspeglar bolagens finansiella ställning och resultat på ett så korrekt sätt att det, med stöd av offentligtgjorda siffror, är möjligt att göra en tillförlitlig undersökning och i slutändan ge ett korrekt uttalande om det påstående som utgör uppsatsens plattform

3.8 Urval och population

Innan en undersökning tar vid måste beslut tas angående vilka enheter som skall undersökas. Antingen undersöks alla tänkbara enheter inom ett inringat problemområde, det vill säga en hel population, eller också undersöks endast vissa enheter, alltså ett stickprov från populationen (Holme & Solvang, 1997). I sammanhanget brukar det talas om statistisk

inferens (se figur 3.3) (Edling & Hedström, 2003). Ur en på förhand definierad population dras ett urval, även kallat stickprov (1). Med utgångspunkt i detta urval görs sedan diverse analyser avseende variabler och samband (2). Resultaten från dessa analyser bildar utsagor som generaliseras till hela populationen (3).



Figur 3.3: Illustration av principen för statistisk inferens (Edling & Hedström, 2003)

Utifrån denna uppsats problemformulering och avgränsning har framkommit att sådana bolag som finns noterade på den nordiska börsens Large Cap, Mid Cap och Small Cap skall undersökas. Dock är avsikten ej att granska samtliga bolag, utan en stickprovsundersökning kommer att göras.

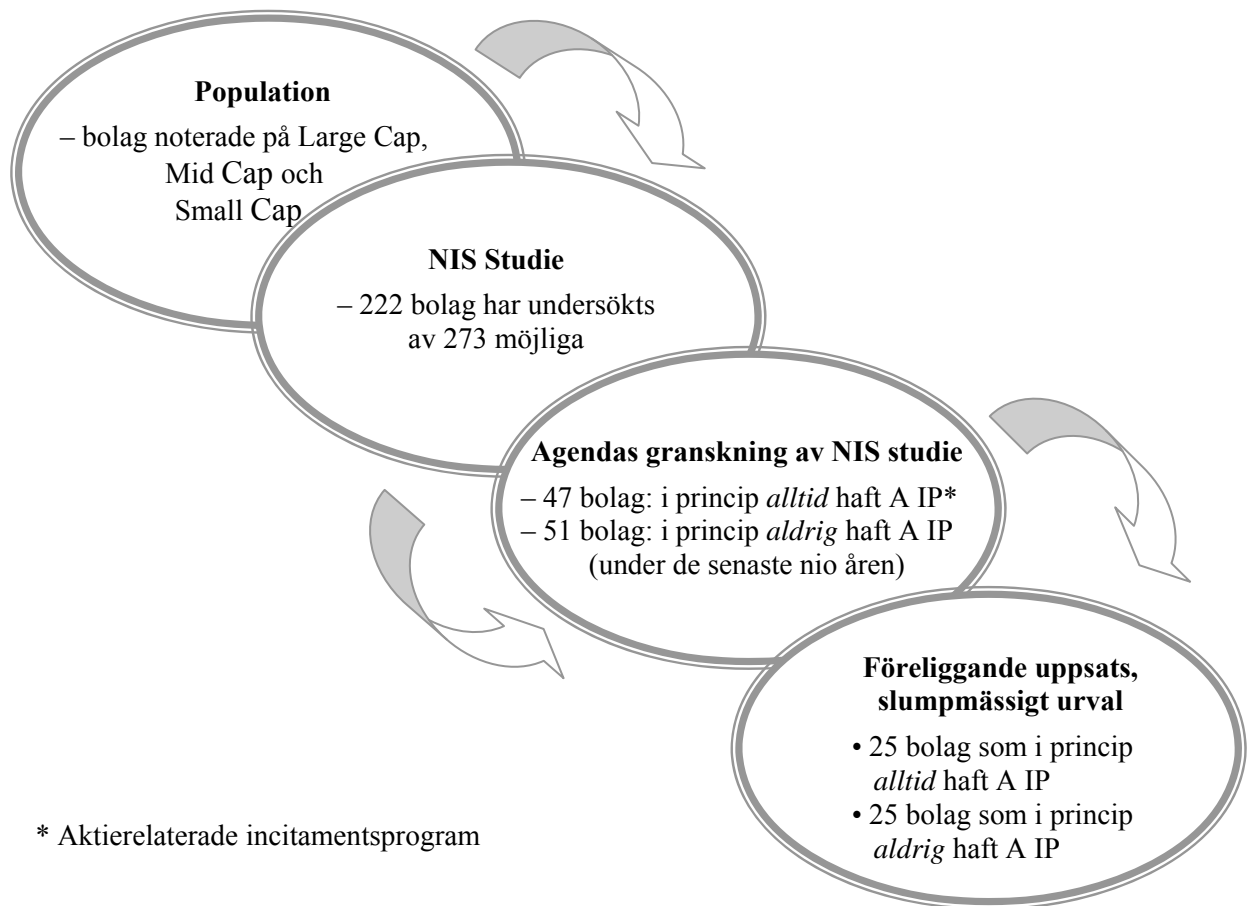
I urvalsprocessen har som första utgångspunkt varit den studie som NIS genomfört, där totalt 222 bolag studerats av 273 möjliga⁷. Av dessa 222 bolag har 98 stycken under de senaste nio åren i princip alltid respektive aldrig haft aktierelaterade incitamentsprogram (Agenda, 2008). 98 bolag har därmed kunnat placeras in i två grupper (se bilaga 1) där 47 bolag i princip alltid haft aktierelaterade incitamentsprogram och där 51 bolag i princip aldrig haft det. Eftersom syftet med uppsatsen är att undersöka hur sambandet mellan bolag med och utan aktierelaterade incitamentsprogram och bolagens värdeutveckling ser ut, har nyss nämnda indelning av bolag utgjort grunden för vår stickprovstagning.

Vi kommer att undersöka 25 bolag som under de senaste nio åren i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram och 25 bolag som under samma tidsperiod i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram. Vi har gjort bedömningen att en granskning av totalt 50 bolag, med hänsyn till bortfall, torde vara tillräcklig för att kunna besvara forskningsfråga, testa hypotes och på så vis uppfylla uppsatsens syfte. Efter att godtyckligt ha låtit lotten avgöra stickprovets beskaffenhet har två urvalsgrupper enligt bilaga 2 erhållits.

Urvalen som används i uppsatsen kan sägas vara en typ av kvoturval där sammansättningen beror på specifika önskvärda egenskaper hos undersökningsobjekten, vilket i detta fall innebär att bolag har valts ut för sina egenskaper, att ha respektive att inte ha aktierelaterade incitamentsprogram (jfr Edling & Hedström, 2003). Genom att använda sådana stickprov ökar, enligt vår mening, representativiteten och möjligheten för att få givande resultat.

⁷ I november 2007 fanns totalt 273 bolag noterade på Stockholmsbörsens Large Cap, Mid Cap och Small Cap (Nordic Investor Services, 2008).

Nedan åskådliggörs urvalsprocessen från population till slutgiltigt urval.



Figur 3.4: Modell över urvalsprocessen (Egen konstruktion)

3.9 Genomförande av empirisk undersökning och analys

3.9.1 Empirisk undersökning

Årsredovisningar för 50 bolag kommer att granskas för perioden 1999 till 2007. En sammanställning av varje bolags finansiella värden som krävs vid beräkningen av omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital kommer att göras i kalkylprogrammet Excel. Medelvärden kommer att beräknas för respektive bolagsgrupp och olika tabeller och diagram kommer därefter konstrueras för att påvisa likheter och skillnader mellan grupperna.

3.9.2 Analys

Efter genomförd undersökning skall framkomna observationer analyseras. En del av analysen innebär att pröva studiens hypotes statistiskt genom *signifikansprövning*. En sådan prövning ger en matematisk grund för sällningstaganden i samband med beslut om förkastande eller verifierande av en hypotes. Tekniken ifråga bygger på beräkningar av hur sannolik en observerad fördelning är (Holme & Solvang, 1997). I föreliggande uppsats kommer två

urvalsgruppers medelvärden att ställas mot varandra. Tillvägagångssättet vid hypotesprövningar med två medelvärden⁸ är vanligtvis följande:

1. Uppställning av nollhypotes och alternativ hypotes

Den hypotes som önskas verifieras formuleras. Denna ursprungliga hypotes benämns den *alternativa hypotesen*, H_{alt} , och innehåller ett påstående om ett samband mellan två företeelser. Negationen till denna hypotes är att det *inte* finns något samband mellan de två företeelserna. Detta är den så kallade *noll-hypotesen*, H_0 , den hypotes som utifrån hypotesprövningens logik prövas statistiskt (Holme & Solvang, 1997).

I denna uppsats har utgångspunkten varit sådana bolag som finns noterade på den nordiska börsens Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Dessa bolag utgör således populationen. Utifrån populationen har medvetna stickprov tagits. Vi har två urvalsgrupper:

- grupp ett: de företag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram de senaste nio åren, och
- grupp två: de företag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram de senaste nio åren.

Hypotesen som ställdes i det inledande kapitlet löd:

- ❖ Företag som har aktierelaterade incitamentsprogram har en bättre värdeutveckling än företag som inte har det

För att avgöra detta används nyckeltalen omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital. En sammanvägning av medelvärdena för de båda grupperna under samtliga år kommer att göras. Variabeln som är intressant för hypotesprövningen är skillnaden i medelvärde (för omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital) mellan de två grupperna. Denna benämns μ_D och definieras då som $\mu_D = \mu_1 - \mu_2$, där μ_1 är medvärdet för omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital för bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram och μ_2 är medvärdet för omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital för bolag som i princip *aldrig* haft incitamentsprogram.

Den nollhypotes som skall testas är den att medvärdet (för omsättningstillväxt respektive avkastning på eget kapital) i båda grupper är samma eller att grupp ett: s medelvärde är lägre än grupp två: s, kontra den alternativa hypotesen att medvärdet för population ett är högre. Vi får då följande nollhypotes och alternativ hypotes:

$$H_0: \mu_D \leq 0$$

$$H_{alt}: \mu_D > 0$$

En nollhypotes kan antingen förkastas eller verifieras. En nollhypotes förkastas om det statistiskt kan visas att den är falsk. I ett sådant fall accepteras den alternativa hypotesen. På motsvarande vis godtages H_0 om ett stickprovsresultat visar att det inte finns något samband

⁸ I hypotestestning med två medelvärden beräknas medelvärden på två urvalsgrupper och därefter testas ifall de är lika (Aczel & Sounderpandian, 2006).

mellan de studerade egenskaperna. I ett sådant fall förkastas samtidigt H_{alt} (se vidare steg 5) (Holme & Solvang, 1997).

2. Val av signifikansnivå

Signifikansnivån är sannolikheten att få ett stickprov som leder till förkastande av en nollhypotes, då denna i själva verket är sann. Signifikansnivån brukar betecknas α (alfa). Det går att välja vilken signifikansnivå som helst mellan 0 och 100 % (Aczel & Sounderpandian, 2006). I regel används en låg nivå, mellan 1 och 5 %. Detta gör att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes blir liten. Således ställs även stränga krav för att kunna stärka tilltron till den alternativa hypotesen (Holme & Solvang, 1997).

Vi har valt en signifikansnivå på 2,5 %, vilket innebär att felaktiga slutsatser om populationen dras i 2,5 av 100 tagna stickprov. Vi anser att detta är en tillräckligt hög säkerhetsmarginal vid beslut om huruvida nollhypotesen skall godtagas eller ej.

3. Beräkning av testvärde

Testvärdet bestäms utifrån urvalsinformation och används för att bedöma huruvida nollhypotesen skall förkastas eller ej. Det finns flera olika testvärden, såsom Z, t, F och X^2 . Den standardiserade normalfördelningen, z-fördelningen, brukar vara utgångspunkt och är tillämplig i de flesta fall men då en populations standardavvikelse är okänd eller om ett stickprov är av liten storlek (< 30) bör istället Student's t-fördelning användas. T-fördelningen är plattare och har större spridning än z-fördelningen men när urvalsstorleken stiger så närmar sig t-fördelningen z-fördelningen (Aczel & Sounderpandian, 2006).

Med anledning av att standardavvikelserna i våra populationer⁹ är okända och att båda urvalsgrupperna understiger 30 används nämnda t-fördelning vid beräkningen av testvärdet.

Beräkningen kommer att göras utifrån följande formel:

$$t = \frac{(X_1 - X_2)}{\sqrt{((s_1^2/n_1) + (s_2^2/n_2))}}$$

Där

t = t-värdet

X = Medelvärdet i urval 1 och 2

s = Standardavvikelsen i urval 1 och 2

n = Storleken på urval 1 och 2

Figur 3.5: Formel för beräkning av t-värde (Egen bearbetning av Cases in wich the test statistics is t, Aczel & Sounderpandian, 2006)

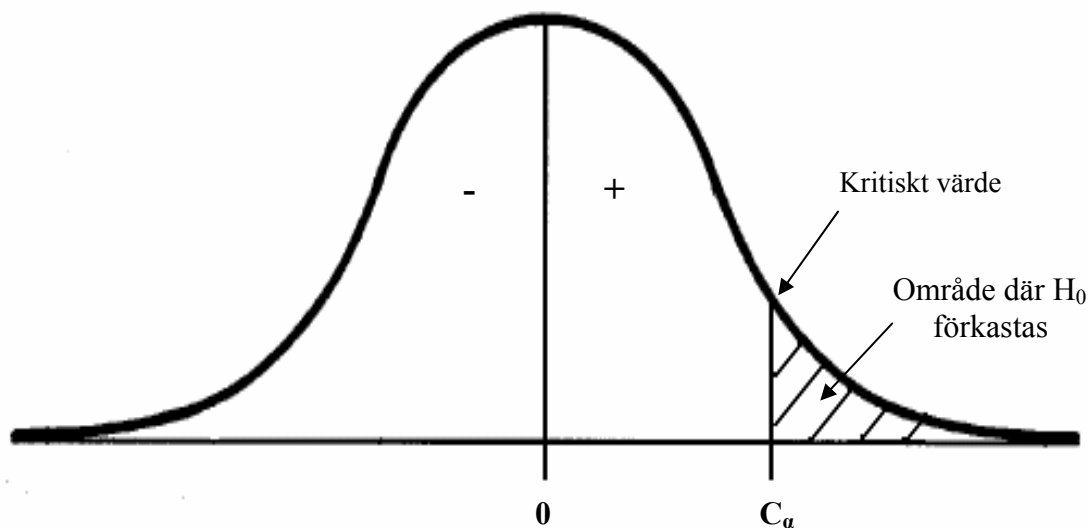
⁹ I detta fall ses bolagen som är noterade på Large Cap, Mid Cap och Small Cap som två populationer, där de bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram utgör en population och de som inte har det utgör en annan population.

4. Formulerande av beslutsregel

Beslutsregeln är en regel som stipulerar när nollhypotesen skall förkastas. Beroende på vilken osäkerhet en forskare är beredd att acceptera vid beslut om verifierande eller falsifierande av hypoteser finns som tidigare nämnts olika signifikansnivåer. För varje nivå finns också ett kritiskt värde, C_α , som är avgörande för om mätdata stödjer det predikterade eller ej. Det kritiska värdet fastställs utifrån signifikansnivån och antalet frihetsgrader¹⁰ genom en tabell för t-fördelningen (se bilaga 3). Beroende på om ett test är ensidigt eller tvåsidigt blir C_α -värdet olika (Holme & Solvang, 1997).

Huruvida ett test är ensidigt eller tvåsidigt framgår av hypotesformuleringen. Ett ensidigt test innebär att en nollhypotes förkastas om det beräknade testvärdet är större än eller mindre än det kritiska värdet, det vill säga om den alternativa hypotesen innehåller en riktning, $>$ eller $<$, så är det ett ensidigt test. Kritiska värden fås då enbart i en ände av t-fördelningskurvan. Vid ett tvåsidigt test förkastas nollhypotesen däremot både vid tillräckligt höga och tillräckligt låga värden på den variabel som undersöks. Om den alternativa hypotesen innehåller större än ($>$) så ligger området för att förkasta nollhypotesen på den högra sidan i en t-fördelning (Holme & Solvang, 1997).

Vår alternativa hypotes är: $H_{alt}: \mu_D > 0$. Detta innebär att ett ensidigt hypotestest kommer att göras och att nollhypotesen förkastas till höger om det kritiska värdet i t-fördelningen (se figur 3.6).



Figur 3.6: Student's t-fördelningskurva med kritiskt värde och det område där H_0 förkastas vid en ensidig hypotesprövning (Egen konstruktion)

¹⁰ Frihetsgrader definieras i enklaste fall som, $n-1$, det vill säga antalet observationer minus 1. När två stickprov skall jämföras måste emellertid frihetsgraderna beräknas (Aczel & Sounderpandian, 2006).

5. Beslut om förkastade eller godtagande av nollhypotes

Det sista steget inom hypotesprövning innebär att besluta huruvida nollhypotesen skall förkastas eller ej. Om ett observerat värde ligger inom det kritiska området, förkastas H_0 och den alternativa hypotesen får en starkt tilltro. Utifrån detta kan resultaten sedan generaliseras till hela populationen (Aczel & Sounderpandian, 2006). Om undersökningen gör att nollhypotesen förkastas kan slutsatsen dras att det även i hela populationen finns ett samband som stämmer överens med den alternativa hypotesen. Dock säger ett signifikant samband inget om huruvida sambandet är starkt eller svagt. Signifikansprövning resulterar endast i att en forskare med viss säkerhet kan påstå att det finns ett samband mellan två företeelser (Holme & Solvang, 1997).

3.10 Giltighetsanspråk

Vilken giltighet en forskare kan göra anspråk på att ha i en studie beror på hur hög *validiteten* och *reliabiliteten* är (Andersen, 1998).

Validitet i mätningar kan definieras såsom frånvaro av systematiska mätfel (Lundahl & Skärvad, 1999). En hög validitet uppnås då ett mätinstrument mäter vad som avses mätas, vilket innebär att det råder överensstämmelse mellan teoretiska och operationella definitioner. Graden av denna överensstämmelse brukar benämnas definitionsvaliditet (Andersen, 1998). Validitet uttrycker även om de slutsatser som genereras från en undersökning hänger ihop eller inte och i vilken utsträckning de kan sägas vara allmängiltiga. I det senare fallet brukar begreppet extern validitet, även kallat generaliserbarhet, användas (Bryman & Bell, 2005).

För att stärka validiteten i uppsatsen har stor möda nedlagts vid att välja och utforma rätt tekniker i enlighet med perspektiv och undersökningsområde. Här kan till exempel nämnas att de teoretiska begrepp som ingår i forskningsfråga och hypotes har operationaliserats till mätbara enheter, eftersom det i kvantitativa undersökningar som genomförs utifrån ett analytiskt perspektiv är nödvändigt att ha ett väl definierat språkbruk och precisa och mätbara uttryck för de frågeställningar och teorier som prövas. För att i slutändan kunna göra ett uttalande på rätt grunder om de i studien framkomna resultatens allmängiltighet, görs också ett hypotestest. På så vis finns statistiska belägg för resultatens påstådda generaliserbarhet, vilket stärker validiteten ytterligare.

Reliabilitet kan definieras såsom frånvaron av slumpmässiga fel och är således ett uttryck för hur mätningar utförs och med vilken grad av precision de utförs. Hög reliabilitet uppnås genom att mätningar sker på ett tillförlitligt sätt så att upprepade mätningar ger samma resultat (Holme & Solvang, 1997). Den stundande empiriska undersökningen kommer att innebära hantering av stora siffermängder och många beräkningar. För att förhindra att slumpmässiga fel uppstår kommer kontrollberäkningar göras löpande under studien och efter avslutad studie kommer stickprovskontroller att göras i syftet att ytterligare verifiera att samma resultat erhålles. Inom det analytiska synsättet brukar i samband med reliabilitet också nämnas *precision*. En studies precision kan endast öka genom att använd skala byts ut. Den skala som har högst precision är kvotskalan (Arbnor & Bjerke, 1994). I förliggande studie beräknas nyckeltalen omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital, vilka båda är kvoter. Således innehas högsta möjliga precision.

3.11 Sammanfattning

I detta kapitel har redogjorts för de metodlogiska ställningstaganden som ligger till grund för uppsatsens studie. Framkommit har bland annat att empirismen är den övergripande kunskapssynen, att forskningen bedrivs utifrån positivismens huvudteser och att den stundande undersökningen är av kvantitativ natur. Både den deduktiva och den induktiva ansatsen används för att skapa ny kunskap. Vidare har ett överordnat perspektiv i form av det analytiska perspektivet intagits. De data som inkluderas i den empiriska undersökningen är sekundärdata och består uteslutande av valda bolags årsredovisningar. Att dessa medvetet kan ha manipulerats eller att de kan innehålla ofrivilliga, slumpmässiga fel har uppmärksammats. Vår utgångspunkt har emellertid varit att årsredovisningarna avspeglar respektive företags finansiella ställning och resultat på ett någorlunda korrekt sätt. I kapitlet har även den kommande undersökningens två urvalsgrupper presenterats närmare samt har genomförandet av den empiriska undersökningen och hypotesprövningen ställts i fokus. Den sistnämnda har behandlats på djupet med avsikten att ge erforderlig förståelse för den metod som används för att förkasta eller verifiera ställd hypotes. I kapitlet diskuterades avslutningsvis uppsatsens giltighet avseende validitet och reliabilitet.

4. Empirisk undersökning

I detta kapitel förtydligas det empiriska tillvägagångssättet samt beskrivs de bortfall som uppstått under utförd undersökning. Vidare lyfts de observationer fram som studien givit upphov till. Observationerna åskådliggörs genom två diagram.

4.1 Förtydligande av empiriskt tillvägagångssätt

Efter att ha granskat årsredovisningar för 50 bolag under en tidsperiod på nio år har en sammanställning av varje bolags finansiella värden i form av nettoomsättning, resultat efter finansiella poster och justerat eget kapital gjorts i kalkylprogrammet Excel (se bilaga 4 och 5). En förklaring till sammanställningens utseende och de siffror som använts följer nedan.

4.1.1 Sammanställningsdesign

Framställningen i Excel har utarbetats med två aspekter i åtanke: relevans och överskådlighet. De värden som lämnats är nödvändiga vid beräkning av nyckeltalen omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital. Därutöver har upplysning lämnats om huruvida bolagen haft eller inte haft aktierelaterade incitamentsprogram (A IP) under innevarande år samt vilken enhet¹¹ och valuta som räkenskaperna angivits i. För att framställan skulle bli så tydlig och överskådlig som möjligt har uppgifterna om respektive år samt om de två urvalsgrupperna separerats via sidbrytningar.

De två urvalsgrupperna definieras som bolag som i princip alltid haft (grupp ett) respektive aldrig haft (grupp två) aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007. *I princip* innebär att bolag inplacerade i grupp två kan ha haft sådana incitamentsprogram under ett eller flera år på samma sätt som bolag i grupp ett under vissa år kan ha varit utan. Dock skall bolagen sett till majoriteten av åren vara inkluderade i rätt grupp. Agenda (2008) hade i sin undersökning kommit fram till en uppställning enligt bilaga 1. För att kunna tillstyrka alternativt revidera denna indelning, avseende bolagen som ingår i våra urvalsgrupper, beslöt vi oss för att på egen hand efterforska under vilka år aktierelaterade incitamentsprogram faktiskt förekommit i bolagen. Med aktierelaterade incitamentsprogram avses, som framgår i avsnitt 1.6 Operationalisering av begrepp, sådana program vars utfall påverkas av och står i förbindelse med ett bolags aktiekursutveckling. För att ett bolag kan sägas ha haft aktierelaterade incitamentsprogram skall det i dess årsredovisning uttryckligen ha stått att det under innevarande år har funnits sådana program. Följande sökord har använts för att utröna om bolagen haft eller inte haft aktierelaterade incitamentsprogram: incitament, bonus, ersättning, program, option. När så varit nödvändigt har motsvarande sökord på engelska använts, det vill säga incentive, bonus, compensation, plan/program, option. I de fall funnen information varit tvetydig har vår bedömning från fall till fall fått avgöra.

Efter att undersökningen slutförts har vi kunnat vi konstatera att ett bolag, Castellum, varit placerat i fel grupp. Castellum har enligt företagets årsredovisningar under samtliga år haft aktierelaterade incitamentsprogram varför vi valt att flytta detta bolag från grupp två till grupp ett. Gruppindelningen, enligt bilaga 2, av de 50 bolagen har av den anledningen justerats, varmed den nu gällande indelningen är den enligt Excel-dokumentet (se bilaga 4 och 5).

¹¹ K = 1 000, M = 1 000 000

Fyra bolag har under 2000-talet bytt namn. I Excel-bladen redovisas bolagens namn i dagens ordalydelse, därtill redovisas inom parentes de namn som under respektive år har varit registrerade.

4.1.2 Sifferunderlag

Samtliga bolag i de två urvalsgrupperna ingår i koncerner. I de fall aktierelaterade incitamentsprogram har funnits i ett bolag har dessa i regel varit utställda till ledande befattningshavare inom just koncernen. Incitamenten har således funnits på koncernnivå. Ett flertal av bolagen har därutöver ej haft egen vinstgivande verksamhet utan har uteslutande fått intäkter via sina dotterbolag. Att beräkna omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital utifrån moderbolagens siffror hade på så vis varit olämpligt eftersom nyckeltalen i ett flertal fall hade blivit noll eller negativa. Mot bakgrund av det nyss anförda valdes att beräkna nyckeltalen utifrån *koncernernas* finansiella redovisning och inte utifrån moderbolagens resultat- och balansräkningar.

Till följd av att många av de studerade bolagens årsredovisningar skiljt sig åt avseende utformning och innehåll har arbetet med att sammanställa bolagens siffror varit mödosamt. Ett flertal beslut har under studiens fortgång fått fattas angående vilka poster som skall ingå i de framtagna värdena. Motiveringen till de värden som använts följer nedan.

De siffror som använts är sådana som varit aktuella för respektive år. I uppskattningsvis ett fall av fem har värden för till exempel nettoomsättning och eget kapital i en årsredovisning skiljt sig från värden i påföljande årsredovisningars flerårsöversikter för samma år. Vi har i förekommande fall utgått ifrån varje års fastställda resultat- och balansräkning, vilket innebär att om värdena har förändrats när samma år, såsom jämförelseår, varit med i andra årsredovisningar så har trots allt de ursprungliga värdena använts. Anledningen till detta är att det föll sig naturligt att för till exempel 1999 använda de siffror som återfanns i 1999 års årsredovisning då denna fastställdes vid ordinarie bolagsstämma. När nästkommande års värden skulle insamlas och jämförelsesiffrorna för år 1999 ej överensstämde med de tidigare insamlade, så valdes att bortse ifrån divergensen och trots allt använda 1999 års fastställda siffror. Att använda justerade siffror ej överensstämmande med ett tidigare års fastställda årsredovisning skulle enligt vår mening inte ha givit någon kontinuitet i nyckeltalsberäkningarna, då beräkningarna hade fått göras utifrån skiftande siffror för samma år.

Skillnader mellan ett års fastställda siffror och jämförelsesiffror i nästkommande års årsredovisningar har i många fall berott på förändrade bolagsstrukturer. Nya dotterbolag kan ha förvärvats eller bolag kan ha blivit del av en ny koncern. Vidare kan bolag ha fusionerats samman eller avvecklats delar av sin verksamhet. I det senare fallet har uppmärksammats att ett flertal bolag haft separata räkenskaper för kvarvarande respektive avyttrad verksamhet. I sådana fall har värden för den totala verksamheten, det vill säga kvarvarande inklusive avyttrad verksamhet, valts för att få en mer rättvisande och jämförbar bild över tid. Dessutom kan sådan verksamhet som avvecklats under ett år ha haft intäkter eller kostnader som påverkat resultat och finansiell ställning varför det enligt vår mening skulle ha varit oriktigt att bortse från denna.

Har ett bolags resultaträkning varit indelad på ett sådant sätt att posten nettoomsättning saknats har en bedömning gjorts gällande de intäkter som kan anses ha tillhört den normala

verksamheten. Övriga intäkter har i sådana fall medvetet exkluderats eftersom en övervägande del av de bolag som haft posten nettoomsättning därutöver har haft en post motsvarande övriga intäkter. Genom att exkludera bland annat övriga intäkter är vår bedömning att en mer tillfredsställande jämförbarhet kommit till stånd mellan bolagen trots de finansiella rapporternas heterogena uppställningar.

Genomsnitt har beräknats på eget kapital, vilket innebär att eget kapital vid ett års början har lagts ihop med eget kapital vid årets slut för att därefter divideras med två. Som tidigare nämnts har siffrorna i en aktuell årsredovisning ibland skiljt sig åt från jämförelseposterna i en annan årsredovisning. Justerat eget kapital har i förekommande fall beräknats på grundval av de ursprungliga siffrorna, i likhet med vad som beskrivits ovan. *Totalt* eget kapital har därutöver använts. För bolag som det funnits minoritetsintressen i har eget kapital hänförligt till moderbolagets aktieägare använts. Minoritetens del av det egna kapitalet har e contrario ej medtagits.

I ett par fall har bolag haft brutna räkenskapsår. För att kunna göra jämförelser med de bolag som under de nio senaste åren haft kalenderår såsom räkenskapsår har -98/-99 jämförts med räkenskapsåret -99, -99/-00 har likställts vid räkenskapsåret -00 och så vidare.

För att påvisa de studerade bolagens storlek har den enhet som angivits i årsredovisningarna redovisats i Excel-bladen. Enheterna är för studien av mindre betydelse med hänsyn till att nyckeltalen som beräknats är kvoter. För att ge en bättre förståelse för de insamlade siffrornas innebörd har enheterna trots allt valts att ta med.

Boliden har under nioårsperioden bytt redovisningsvaluta från amerikanska dollar (USD) till svenska kronor (SEK). Av den anledningen skiljer sig bolagets valutaenhet åt. Som undantag till ovanstående beslut, att använda aktuella årsredovisningars siffror, har det i detta fall varit nödvändigt att använda ett jämförelseårs siffror omräknade till den nya valutan. Ty för att kunna beräkna nyckeltal förutsätts att nyttjad valuta och enhet är densamma.

4.1.3 Beräkningar

De beräkningar som erfordras för att kunna testa uppsatsens hypotes visas i framställningen i Excel (se bilaga 4 och 5). Omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital har beräknats i de fall det varit möjligt. Under ett par år har det funnits ett eller flera bolag vars siffror ej kunnat inhämtas alternativt att de ej har ansetts vara lämpliga att använda. I Excel-bladen visas detta genom grå markeringar, vilka således bör ses som bortfall. Bortfallet beskrivs närmare i avsnitt 4.2.

För varje år har samtliga bolags framräknade värden summerats och därefter dividerats med antalet ingående bolag, alltså urvalsgruppens storlek minskat med bortfallet. På så vis har ett snitt erhållits. Snitten utgör punkter i de diagram som åskådliggörs nedan (se avsnitt 4.3) och som visar hur sambandet avseende omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital ser ut mellan de två urvalsgrupperna.

De framräknade nyckeltalskvoterna har, för en ökad tydlighet, avrundats till tre decimaler.

4.2 Bortfall

De bolag som ingår i urvalsgrupperna och som det inte gått att finna erforderlig information om för att kunna beräkna nyckeltal under vart och ett av åren under perioden 1999-2007 räknas som bortfall (se tabell 4.1 och tabell 4.2). Bortfallen kan också ha berott på att det rått sådana tveksamheter kring vilka siffror som varit mest lämpliga att använda att vi i slutändan valt att avstå från att använda dessa. Vid avvägningen mellan ett bortfall och en någorlunda kvalificerad gissning som i slutändan hade kunnat medföra att fel förhållanden återspeglats, valdes därmed det tidigare.

Tabellerna nedan skiljer sig åt på så vis att den första avspeglar bortfallet vid beräkning av omsättningstillväxt medan den andra visar bortfallet vid beräkning av avkastning på eget kapital. Antalet studerade bolag i form av observationer och bortfall blir varje år 50, vilket är stickprovets storlek.

År	Observationer			Bortfall		
	I princip alltid haft A IP	I princip aldrig haft A IP	Totalt	I princip alltid haft A IP	I princip aldrig haft A IP	Totalt
1999	20 st	20 st	40 st	6 st	4 st	10 st
2000	22 st	22 st	44 st	4 st	2 st	6 st
2001	25 st	23 st	48 st	1 st	1 st	2 st
2002	26 st	23 st	49 st	0 st	1 st	1 st
2003	26 st	24 st	50 st	0 st	0 st	0 st
2004	26 st	24 st	50 st	0 st	0 st	0 st
2005	26 st	24 st	50 st	0 st	0 st	0 st
2006	26 st	24 st	50 st	0 st	0 st	0 st
2007	24 st	24 st	48 st	2 st	0 st	2 st

Tabell 4.1: *Observationer och bortfall vid beräkning av omsättningstillväxt*
(Egen konstruktion)

År	Observationer			Bortfall		
	I princip alltid haft A IP	I princip aldrig haft A IP	Totalt	I princip alltid haft A IP	I princip aldrig haft A IP	Totalt
1999	21 st	20 st	41 st	5 st	4 st	9 st
2000	23 st	22 st	45 st	3 st	2 st	5 st
2001	25 st	23 st	48 st	1 st	1 st	2 st
2002	26 st	23 st	49 st	0 st	1 st	1 st
2003	26 st	24 st	50 st	0 st	0 st	0 st
2004	26 st	24 st	50 st	0 st	0 st	0 st
2005	26 st	24 st	50 st	0 st	0 st	0 st
2006	26 st	24 st	50 st	0 st	0 st	0 st
2007	24 st	24 st	48 st	2 st	0 st	2 st

Tabell 4.2: *Observationer och bortfall vid beräkning av avkastning på eget kapital*
(Egen konstruktion)

Bortfallet har under varje år legat mellan 0 % och 20 %. Störst bortfall har varit en realitet under de tidigare åren, vilket beror på att ett flertal bolag endast publicerat de senaste årens årsredovisningar elektroniskt. Mot bakgrund av en undersökningsmässigt begränsad tidsrymd har årsredovisningar i tryckt version ej beställts och inväntats.

Trots bortfall under de tidigare åren är vår uppfattning att studien givit tillräcklig information för att de två urvalsgruppernas värden skall kunna ställas mot varandra och senare genomgå hypotestest. I det närmaste återfinns samma storleksmässiga bortfall mellan urvalsgrupperna för de olika åren, vilket även det torde medge oklanderliga jämförelser.

4.3 Observationer i studien

Efter att ha sammanställt all data och beräknat medelvärden avseende omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital för de två bolagsgrupperna har två diagram konstruerats.

4.3.1 Omsättningstillväxt

Diagrammet (se diagram 4.1) för omsättningstillväxt visar att skillnaderna mellan urvalsgrupperna varit relativt små under den studerade tidsperioden. Störst skillnad föreligger åren 2001, 2002 och 2006. Under åtta år av nio har snittet för omsättningstillväxt varit högre för bolag som i princip alltid haft aktierelaterade incitamentsprogram än det varit för den korresponderande urvalsgruppen som majoriteten av tiden ej haft sådana program. Det enda året som bolag som i princip aldrig haft aktierelaterade incitamentsprogram haft en högre

omsättningstillväxt är år 2006. Det höga värdet för urvalsgruppen ifråga beror till stor del på att ett bolag, Vbg Group, har ökat sin omsättning flerfaldigt. Detta har skett genom att bolaget har förvärvat nya verksamheter samt utvecklat sina befintliga, det vill säga ökat tillväxten organiskt. År 2001 och 2002 skiljer sig omsättningstillväxten för bolag som under nioårsperioden i princip alltid haft aktierelaterade incitamentsprogram remarkabelt från de som i princip ej haft programmen ifråga. När Excel-bladen (se bilaga 4) för dessa år studeras närmre kan ses att två bolag, Biolin och Switchcore, varit outliers, det vill säga haft värden som grovt avvikit från övriga observerade värden.

**Omsättningstillväxt
(ggr)**

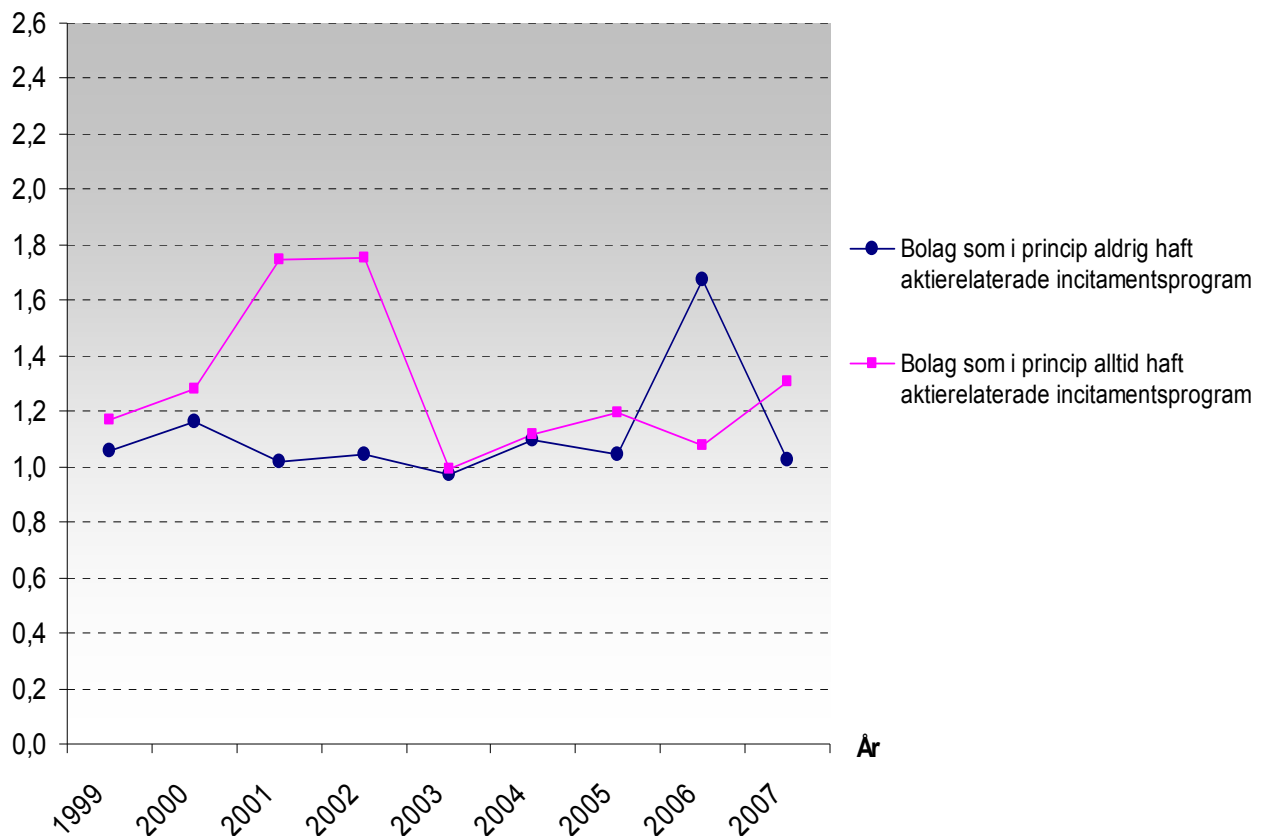


Diagram 4.1: Linjediagram över sambandet mellan de två urvalsgrupperna och omsättningstillväxt (Egen konstruktion)

Diagrammets värden bör tolkas på så vis att 1,0 innebär att omsättningen varit lika stor två år i rad och att ett bolag således ej haft någon tillväxt. Allt över 1,0 innebär därmed en tillväxtökning på samma sätt som tal under är en minskning i tillväxt. 2,0 gånger innebär en ökad tillväxt med 100 %.

4.3.2 Avkastning på eget kapital

Vid en första anblick av nedanstående diagram (se diagram 4.2) kan tydligt ses att de båda urvalsgruppernas värden markant skiljer sig från varandra. Trenden för upp- och nedgång är i huvudsak densamma men avkastningen på eget kapital i de bolag som i princip aldrig haft aktierelaterade incitamentsprogram har oavkortat överstigit avkastningen till aktieägare med innehav i bolag som haft nämnda program. Skulle värdena i diagrammet för de två sista åren extrapoleras skulle dock bolagen med aktierelaterade incitamentsprogram närma sig den korresponderande urvalsgruppen.

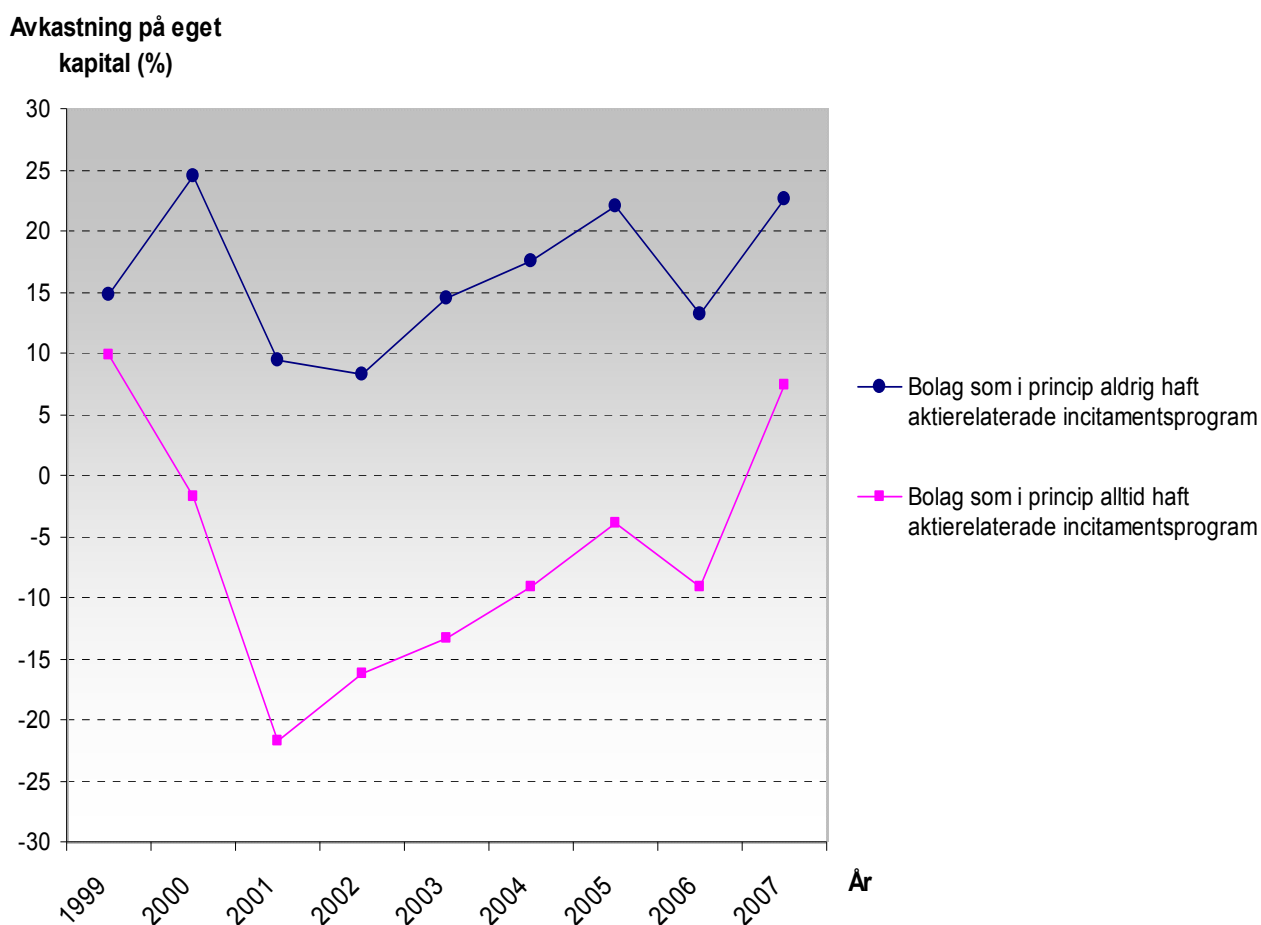


Diagram 4.2: Linjediagram över sambandet mellan de två urvalsgrupperna och avkastning på eget kapital (Egen konstruktion)

Differensen mellan urvalsgruppernas värden kan ses som anmärkningsvärd. Vid en mer ingående granskning av diagrammet framkommer att avkastningen för bolag som aldrig haft aktierelaterade incitamentsprogram varit som lägst 8,3 % och att detta värde ligger nära maximivinsten på 9,8 % för bolag som alltid haft programmen ifråga.

4.4 Sammanfattning

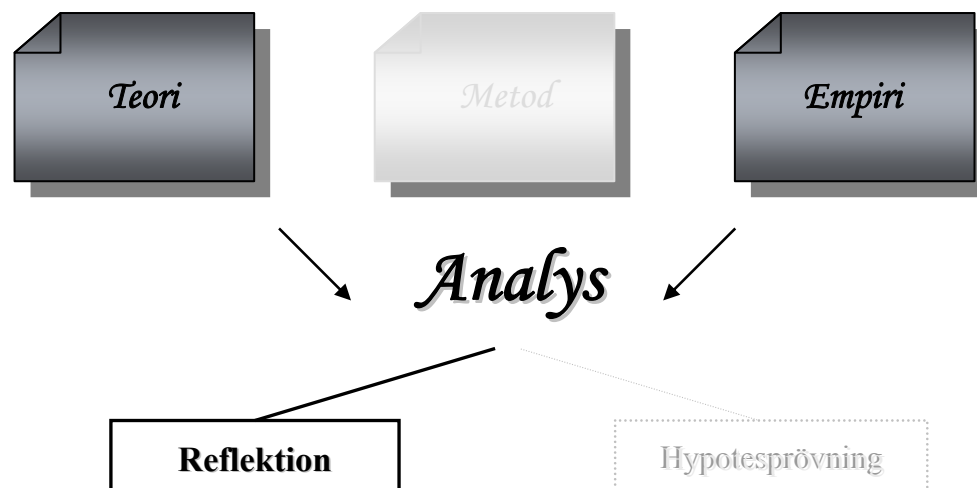
I detta kapitel har redogjorts för den empiriska undersökningens genomförande och utfall. Årsredovisningar för 50 bolag har granskats för perioden 1999 till 2007 och en sammanställning av bolagens finansiella värden har gjorts i Excel. Excel-bladen återfinns som bilagor sist i uppsatsen. Nyckeltal har beräknats utifrån koncerners finansiella redovisning och de siffror som använts är sådana som varit aktuella för respektive år. Med anledning av att bolagens årsredovisningar skiljt sig åt avseende utformning och innehåll har ett flertal beslut under undersökningens fortgång fått fattas angående vilka poster som skall ingå i de framtagna värdena. Motiveringen till de antagna värdena har givits i kapitlet. Vidare har uppgifter om de bortfall som uppstått under studien lämnats. Bortfallet har legat mellan 0 % och 20 %. Sist i kapitlet har resultatet av undersökningen åskådliggjorts genom två diagram. Diagrammet för omsättningstillväxt har visat att skillnaderna mellan urvalsgrupperna varit relativt små under den studerade tidsperioden. Avkastningen på eget kapital har däremot markant skilt sig åt för de båda grupperna. Bolag som i princip aldrig haft aktierelaterade incitamentsprogram har under nioårsperioden oavkortat haft högre medelvärden.

5. Analys

I detta kapitel analyseras de resultat som framkommit i den empiriska undersökningen. Analysen sker med stöd av den teoretiska referensramen. I kapitlet prövas också ställd hypotes.

5.1 Reflektion över produkten av empirisk undersökning

I nedanstående avsnitt analyseras de diagram som konstruerats med utgångspunkt i den empiriska undersökningen. I analysen reflekteras över hur sambandet mellan bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling är beskaffat, samt vad de framkomna resultaten kan ha för bakomliggande orsaker. I reflektionen vävs empirin samman med den teoretiska referensramen (se figur 5.1). Reflektionen är uppdelad utifrån de studerade nyckeltalen: omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital.



Figur 5.1: *Modell över genomförandet av analysens första del – reflektion*
(Egen konstruktion)

5.1.1 Omsättningstillväxt

Ett företags tillväxt indikerar vilken konkurrenskraft och förmåga att anpassa och förnya sig som företaget har. Tillväxt ses därutöver inte sällan som en bekräftelse på att en företagsledning har lyckats med sin uppgift att utveckla ett företag. På motsvarande sätt ses en utebliven eller negativ tillväxt som ett tecken på att en företagsledning har misslyckats. Att växa och prestera bättre än under tidigare år är därför ofta en målsättning för den styrande funktionen i bolag (Carlsson, 1998).

Under tidsperioden 1999-2007 har tillväxten för de studerade urvalsgrupperna varit snarlikt. Tre extremvärden har uppmärksamats och förklarats genom att tre bolag, Biolin, Switchcore och Vbg Group, varit så kallade outliners. Skulle dessa extremvärden bortses från skulle omsättningstillväxten ligga i ett intervall mellan -3 % och 31 %. Båda urvalsgrupperna har

majoriteten av åren haft en positiv tillväxt, det vill säga ökat sin omsättning från tidigare år. Att bolagen lyckats öka sin omsättning nästan varje år tror vi har ett samband med att det under 2000-talet i Sverige varit högkonjunktur och ett bra företagsklimat. I och med de goda tiderna skulle det emellertid kunna påstås att erhållna förtjänster inte enbart varit avhängigt företagsledningarnas agerande. Medvinden i form av gynnsamma tider torde ha varit en bidragande faktor som automatiskt lett till ökad försäljning. När högkonjunktur råder och ett lands BNP är hög finns en stor konsumtionsförmåga, vilken står i förbindelse med en ökad efterfrågan. Därmed borde bolagen minst ha haft förutsättningar för att uppnå föregående års omsättning, vilket båda urvalsgrupperna enligt diagrammen under merparten av åren har gjort. Kontentan blir enligt vår mening att den trend som kan ses i diagrammet (4.1) för omsättningstillväxt inte enbart avspeglar hur väl företagsledningarna har lyckats utveckla respektive företag, utan att ökningarna i tillväxt också kan förklaras av den draghjälp som fåtts i och med en positiv konjunktur.

Under åtta år av nio har de bolag som i princip alltid haft aktierelaterade incitamentsprogram haft en högre tillväxt än bolag utan incitamentsprogram. Syftet med incitamentsprogram är att sporra medarbetare att arbeta mer och effektivare så att ett bolag utvecklas bättre och med en kortare tidsrymd tagen i anspråk (Borg, 2003). Att kurvan för de bolag som i princip alltid haft aktierelaterade incitamentsprogram ligger över den korresponderande gruppens kurva visar att incitamenten uppfyllt sitt syfte. Skillnaderna mellan urvalsgrupperna har varierat men kan ändå sägas ha varit substantiella till grupp etts fördel (se tabell 5.1). Det kan dock finnas flera omständigheter som förklarar detta och som inte beror på aktierelaterade incitamentsprogram och som därmed inte heller framgår av vår undersökning. Inom vilka branscher och på vilka marknader som bolagen är verksamma, är för oss till stora delar okänt. Vi tror att sådana förhållanden och även bolagsstruktur, bolagskultur och företagets livslängd kan ha påverkat bolagens utveckling och vilken tillväxt de förmått skapa.

År	Grupp 1 (alltid)	Grupp 2 (aldrig)	Differens (grupp 1 – grupp 2)
1999	16,8 %	5,7 %	11,1 %
2000	28,1 %	16,2 %	11,9 %
2001	74,8 %	1,9 %	72,9 %
2002	75,0 %	4,5 %	70,5 %
2003	-0,9 %	-3 %	2,1 %
2004	11,5 %	9,6 %	1,9 %
2005	19,4 %	4,6 %	14,8 %
2006	7,5 %	67,7 %	- 60,2 %
2007	31,0 %	2,2 %	28,8 %

Tabell 5.1: *Differens mellan de två urvalsgruppernas medelvärden för omsättningstillväxt*
(Egen konstruktion)

En tillväxt kan antingen vara organisk eller förvärvad (Hansson, Arvidsson & Lindquist, 2006). Den organiska tillväxten torde enligt vår uppfattning vara mest åstundad ur ett bolags synvinkel eftersom tillväxt som ökats organiskt tyder på att ett bolag med sina befintliga medel och utifrån givna förutsättningar har varit i stånd att öka sin försäljning. Förvärvad tillväxt innebär istället att ett annat bolags ansträngningar har köpts. En tillväxtökning säger föga om huruvida ett bolag på egen hand lyckats omsätta sina varor i en högre utsträckning

eller om ett annat förvärvat bolags omsättning ligger bakom den positiva utvecklingen. Om resonemanget sammankopplas med diagram 4.1 kan begrundas hur kurvornas utseende tittat sig givet att den organiska tillväxten separerats från den förvärvade. Diagrammet avspeglar total tillväxt, det vill säga både organisk och förvärvad sådan. Grupp ett har totalt sett haft en bättre omsättningsutveckling än grupp två men hur stor del av denna som är förvärvad respektive organisk framgår ej. Skulle det vara så att grupp ett:s högre medelvärden beror på att bolagen i en större utsträckning än bolagen i grupp två har gjort företagsförvärv skulle detta kunna förklaras av följande: Aktierelaterade incitamentsprogram innebär att det finns drivkrafter inom ett företag som överensstämmer med utomstående aktieägares. De personer som får ta del av programmen skall göra så att utdelningen till aktieägarna ökar. Det ligger även i deras eget intresse eftersom incitamenten innebär att de, oftast via optionsrätter, kan få del av värdeökningen. När ett företag investerar och gör företagsförvärv signalerar detta till utomstående att det går bra för företaget. När förväntningarna på ett bolag är höga, ökar efterfrågan på bolagets aktier med resultatet att aktiekursen stiger. Det bör dessutom vara lättare och mindre tidskrävande att öka omsättningen via företagsförvärv än att öka den på organisk väg. Det finns, enligt vår mening, därmed ett samband mellan aktierelaterade incitamentsprogram, företagsförvärv och en stigande aktiekurs.

Huruvida bolagen i grupp ett haft en större andel förvärvad tillväxt än organisk jämfört med grupp två är för oss som sagt främmande. Givet att så är fallet och att ovanstående förklaring är korrekt kan emellertid analyseras vad detta fått för konsekvenser. Att genomföra företagsförvärv för att öka omsättningen och i slutändan få bättre utdelning på ingångna incitamentsprogram är kanske inte det optimala ur aktiemarknadssynpunkt. Aktiekursen stiger möjligen på kort sikt men på lång sikt kan förvärven vara mer skadliga än fördelaktiga. Innan resultatet av förvärven framkommit har dock troligtvis incitamentsprogrammets förmånstagare erhållit sina ersättningar och kanske även hunnit lämna sina poster.

5.1.2 Avkastning på eget kapital

Det främsta argumentet som används för att få incitamentsprogram införda i ett bolag är att de i slutändan kommer att gynna aktieägarna (Andersson & Bratteberg, 2000). NIS har sammanställt information om aktierelaterade incitamentsprogram och effekterna på börsnoterade bolags aktieavkastning (inklusive utdelning). Kontentan av NIS:s undersökning är att det är svårt att utläsa några tydliga samband mellan bolag med aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och bolagens aktieavkastning men att det för aktieägare, under perioden 1999-2007, inte lönat sig att bekosta bonusprogram (Nordic Investor Services, 2008). I vår undersökning, där de två urvalsgruppernas avkastning på eget kapital ställts mot varandra, har ett kan tyckas anmärkningsvärt resultat framkommit.

Diagram 4.2 visar tydligt att aktieägarnas uppoffringar, att de avlagt sig delar av sin vinst till förmån för programmen, inte gagnat dem. Avkastningen till de som haft ett aktieinnehav i bolag som i princip aldrig haft aktierelaterade incitamentsprogram har oavkortat överstigit avkastningen till aktieägare med innehav i bolag som haft nämnda program. Skillnaden mellan de två urvalsgrupperna är iögonfallande. Trots att kurvorna i stort sett hållit samma riktning så har avkastningen på eget kapital i de bolag som i princip aldrig haft aktierelaterade incitamentsprogram varit betydligt högre, vilket tyder på att syftet med programmen ej har uppnåtts. Kostnaderna i samband med införandet och slutförandet av incitamentsprogram har inte studerats i uppsatsen men det har för oss ändå blivit uppenbart att det rört sig om ansevärd summor som påverkat bolagens resultat. Om kostnaderna för programmen skulle återföras till berörda bolags resultaträkningar borde rimligtvis medelvärdena för avkastning på

eget kapital för grupp ett bli något högre. Att spekulera i hur stor skillnad en sådan återföring hade resulterat i är svårt men kurvorna för avkastning på eget kapital borde sannolikt ha legat närmare varandra. Alternativt kan ett motsatt resonemang föras med antagande om att incitamentsprogrammen faktiskt fyllt sin funktion. Möjligen hade de som fått del av programmen inte varit motiverade att prestera lika bra om incitament saknats, varmed avkastningen på eget kapital rent av kunnat bli lägre än den som framgår i diagram 4.2. Utfallet för grupp etts avkastning på eget kapital, givet att de ej haft aktierelaterade incitamentsprogram, är därmed inte givet.

De konjunkturella trenderna som kunnat ses under tidsperioden avspeglas i stor utsträckning i diagrammet (4.2) för avkastning på eget kapital. De två kurvorna följs därtill i det närmaste åt. Enda undantaget är år -99/-00 och -01/-02 (se figur 5.2). Någon förklaring till detta är svår att ge. Kurvan för de bolag som i princip alltid haft aktierelaterade incitamentsprogram hade börjat vika nedåt redan år 2000 medan den andra urvalsgruppens medelvärden avtog först året därpå. I sammanhanget skulle företagets branschtillhörighet kunna vara av speciell vikt. Måhända kan de bolag som finns representerade i urvalsgrupperna tillhöra branscher som ligger sent eller tidigt i konjunkturcykeln, vilket då skulle visa sig genom en förskjutning i förhållande till konjunktursens kurva. En förklaring till att urvalsgrupperna inte följer varandra från år 1999 till år 2000 och från år 2001 till 2002 skulle därmed kunna vara att grupp ett är överrepresenterad av bolag som ligger tidigt i konjunkturen, varmed den konjunkturedgång som är ett faktum först år 2001 inträffar redan år 2000. Studeras kurvornas utseende för hela tidsperioden och jämförs med konjunkturen fås följande samband:

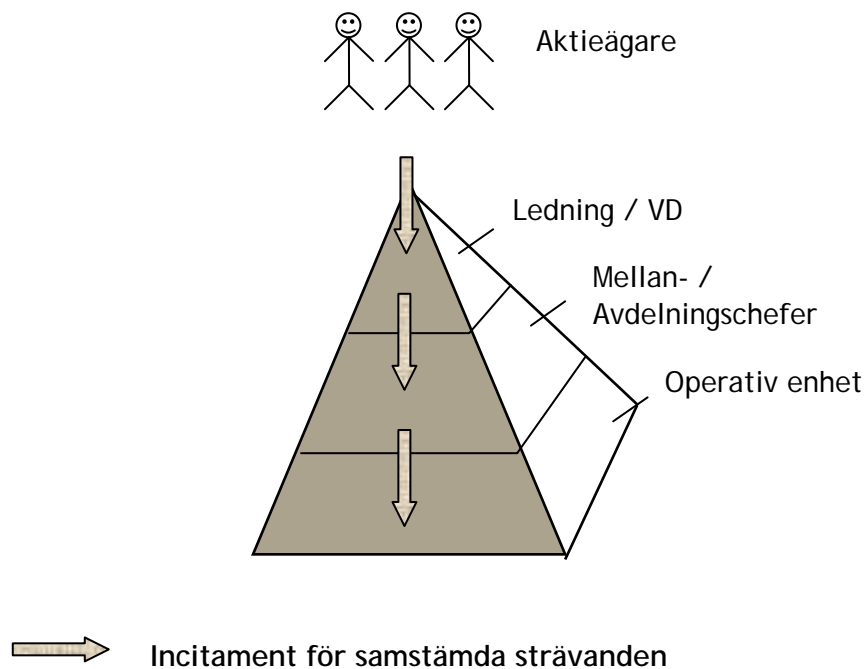
	-99/-00	-00/-01	-01/-02	-02/-03	-03/-04	-04/-05	-05/-06	-06/-07
Konjunktur	↗	↘	↗	↗	↗	↘	↗	↗
Grupp 1	↘	↘	↗	↗	↗	↗	↘	↗
Grupp 2	↗	↘	↘	↗	↗	↗	↘	↗

Figur 5.2: Utvecklingsriktningen för konjunktur och respektive urvalsgruppers avkastning på eget kapital (Egen konstruktion)

Det verkar utifrån figur 5.2 inte som att någon av kurvorna är förskjutna i förhållande till konjunkturen. Av den anledningen får antas att det är en tillfällighet eller att det finns någon annan förklaring till varför trenden för de två urvalsgrupperna är den samma under alla år med undantag av -99/-00 och -01/-02.

Aktierelaterade incitamentsprogram tycks främst rikta sig till nyckelpersoner och ledande befattningshavare. Det är vid få tillfällen som vi i studien uppmärksammat att bolag erbjudit samtliga anställda att ta del av programmen, vilket vi finner anmärkningsvärt. Vi vill påstå att det i samband med diskussioner om incitamentsprogram förbises en viktig detalj, nämligen förhållandet mellan de parter som befinner sig inom ett företags gränser. Sett ur ett företagshierarkiskt perspektiv bidrar alla inom ett företag till att skapa värde och framgång. Att enbart rikta incitament till ledande befattningshavare för att stimulera dessa till att arbeta mer kan därmed anses något snedvridet. Vidare torde det vara svårt för en bolagsledning att utveckla ett företag om motivationen inte är hög hos övrig personal. Det bör alltså, enligt vår

mening, finns incitament som förutom att förena aktieägarnas strävanden med bolagsledningars också lierar de senares med anställda som utför det operativa arbetet (se figur 5.3).



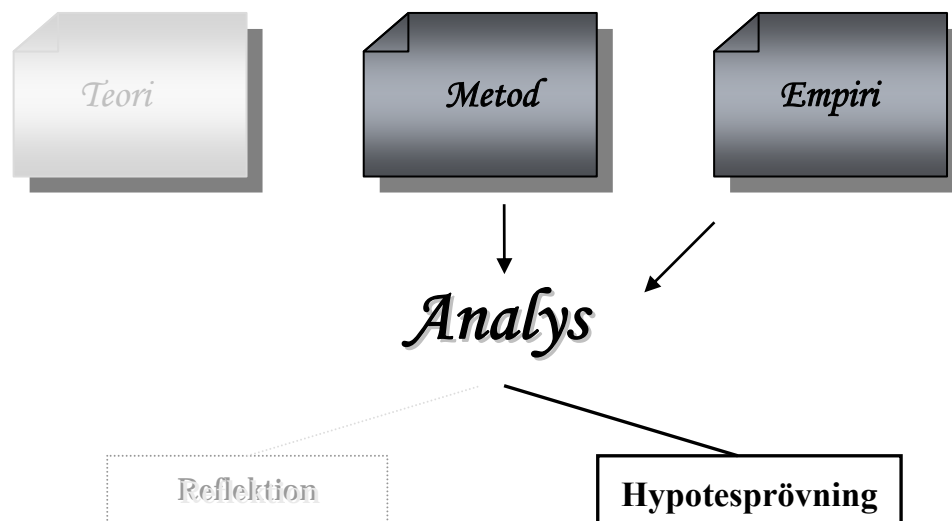
Figur 5.3: *Incitament för samstämda strävanden mellan aktieägare och underordnade på olika bolagsnivåer (Egen konstruktion)*

Kopplas ovanstående resonemang samman med att bolag som i princip aldrig haft aktierelaterade incitamentsprogram haft en högre avkastning på eget kapital än den korresponderande urvalsgruppen, kan detta eventuellt förklaras med att avsaknaden av incitamentsprogram bidragit till en bättre balans mellan anställda på olika nivåer inom bolagen. När klyftorna inom företag minskar och det primära målet blir att på någorlunda lika villkor arbeta för ett bättre resultat borde detta leda till positiva effekter som i slutändan syns i räkenskaper och på nyckeltal.

Någon förklaring till varför avkastningen på eget kapital avsevärt skiljer sig åt mellan grupp ett och grupp två kan vi ej ge. Dock skulle det kunna vara så att vårt urval inte utgör den bästa sammansättningen. I och med att ett slumpmässigt urval har tagits vet vi inget om huruvida bolagen gått i förhållande till varandra, varmed det i värsta fall skulle kunna vara så att grupp ett innehåller bolag som relativt sett gått dåligt under tidsperioden och att grupp två är överrepresenterade av bolag som legat över snittet. Studeras båda diagrammen borde det emellertid kunna uteslutas att en sådan olycklig sammansättning finns eftersom skillnaderna i diagram 4.1 är positiva till grupp etts fördel medan det i diagram 4.2 råder motsatt förhållande.

5.2 Hypotesprövning

Genom den metod som beskrivits i det tredje kapitlet provas negationen till den hypotes som ställdes inledningsvis. Hypotesprövningen utgör analysens andra del och görs på grundval av de empiriska resultaten i enlighet med nedanstående figur.



Figur 5.4: Modell över genomförandet av analysens andra del - hypotesprövning
(Egen konstruktion)

För att få en matematisk grund för beslut om förkastande eller godtagande av vår hypotes har en signifikansprövning med två medelvärden gjorts. Testvärden har beräknats för respektive år (se bilaga 6) och därefter jämförts med varje års kritiska värden för vald signifikansnivå om 2,5 % (se bilaga 3) och frihetsgrader enligt bilaga 7. Resultatet av hypotesprövningen och huruvida nollhypotesen godtagits eller förkastats redovisas nedan.

5.2.1 Omsättningstillväxt

I nio gjorda hypotestester har nollhypotesen godtagits i samtliga fall utom ett (se tabell 5.2). Testvärdena har i de fall nollhypotesen godtagits skiljt sig med god marginal från de kritiska värdena. År 2007 var det enda året då testvärdet översteg det kritiska värdet och då nollhypotesen förkastades. Dock var differensen mellan värdena endast 0,05, varmed prövningen givit något sämre belägg för utslaget än i övriga fall. Att testvärdena ligger så långt ifrån området där H_0 förkastas kan tyckas anmärkningsvärt. Vi har ingen förklaring till utfallet men anser det vara positivt eftersom vi på ingalunda tveksamma grunder kunnat ta ställning till nollhypotesens verifierbarhet.

År	Testvärde (t)	Kritiskt värde ($C_{\alpha}=2,5\%$)	Godtaga eller förkasta H_0
1999	1,013	2,056	Godtaga
2000	0,636	2,069	Godtaga
2001	1,403	2,064	Godtaga
2002	1,093	2,060	Godtaga
2003	0,383	2,017	Godtaga
2004	0,190	2,029	Godtaga
2005	1,655	2,024	Godtaga
2006	-1,034	2,069	Godtaga
2007	2,089	2,039	Förkasta

Tabell 5.2: Sammanställning av utfallet vid hypotesprövning för omsättningstillväxt (Egen konstruktion)

5.2.2 Avkastning på eget kapital

De beräknade testvärdena för avkastning på eget kapital har under varje år varit negativa (se tabell 5.3). Eftersom de kritiska värdena uteslutande har varit positiva har nollhypotesen godtagits i samtliga fall. Avvikelserna mellan testvärdena och de kritiska värdena får sägas vara remarkabla. Det finns synnerligen starka bevis för att godtaga nollhypotesen, att medelvärdet för avkastning på eget kapital i de båda urvalsgrupperna är samma eller att grupp ett: s medelvärde är lägre än grupp två: s. Med anledning av att testvärdena hamnat långt till vänster i den negativa delen av t-fördelningen kan begrundas huruvida det inte varit mer lämpligt att ha formulerat den alternativa hypotesen på motsatt vis och testat negationen till denna. Detta skulle ha inneburit att den nuvarande alternativa hypotesen fått genomgå hypotesprövningen istället.

År	Testvärde (t)	Kritiskt värde ($C_{\alpha}=2,5\%$)	Godtaga eller förkasta H_0
1999	-0,633	2,052	Godtaga
2000	-2,009	2,052	Godtaga
2001	-2,097	2,056	Godtaga
2002	-2,246	2,034	Godtaga
2003	-2,651	2,045	Godtaga
2004	-1,453	2,048	Godtaga
2005	-1,576	2,039	Godtaga
2006	-1,110	2,014	Godtaga
2007	-1,397	2,039	Godtaga

Tabell 5.3: Sammanställning av utfallet vid hypotesprövning för avkastning på eget kapital (Egen konstruktion)

6. Slutsats

Utifrån föregående kapitel analys besvaras i detta kapitel uppsatsens forskningsfråga samt redovisas kontentan av gjord hypotesprövning. I kapitlet beskrivs även lämnat forskningsbidrag.

6.1 Sambandets beskaffenhet och kontentan av hypotesprövningen

Syftet med denna uppsats har varit att förklara hur sambandet mellan bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling utifrån specifika nyckeltal ser ut för att därigenom verifiera eller förkasta ställd hypotes. Nyckeltalen som valdes för ändamålet var omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital.

Under tidsperioden 1999-2007 har tillväxten för de studerade urvalsgrupperna varit snarlik. I åtta år av nio har dock de bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram haft en högre tillväxt än bolag utan sådana incitamentsprogram. När det gäller avkastning på eget kapital har skillnaderna mellan urvalsgrupperna varit betydligt mer framträdande och ett motsatt förhållande har kunnat iakttagas, där bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram överlägset har uppvisat en högre avkastning än den korresponderande urvalsgruppen. Kontentan av gjord undersökning är därmed att det inte finns några tydliga samband mellan bolag med aktierelaterade incitamentsprogram, bolag utan sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling sett till omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital.

Den hypotes som ställdes i det inledande kapitlet löd:

- ❖ Företag som har aktierelaterade incitamentsprogram har en bättre värdeutveckling än företag som inte har det.

Negationen till denna hypotes, nollhypotesen, är den hypotes som testats statistiskt genom signifikansprövning med en signifikansnivå om 2,5 %. Nollhypotesen innehöll ett påstående om att värdeutvecklingen för de två urvalsgrupperna var lika eller att grupp ett hade utvecklats sämre än grupp två. Efter att ha genomfört 18 hypotesprövningar (två nyckeltal x nio år) är vår samlade bedömning att nollhypotesen bör godtagas och att ovanstående hypotes således bör förkastas. I och med att nollhypotesen godtages finns två möjliga utfall av framkomna resultat. Antingen har aktierelaterade incitamentsprogram ingen effekt, varmed värdeutvecklingen för bolag som har sådana program blir densamma som för bolag som inte har ifrågavarande, eller också finns i själva verket ett negativt samband mellan aktierelaterade incitamentsprogram och bolags värdeutveckling, där de bolag som har program utvecklas sämre än bolag som inte har. Med anledning av att testvärdena legat långt ifrån nollhypotesens förkastningsområde och att samtliga testvärden för avkastning på eget kapital varit negativa, är dock det senare mest troligt.

Inledningsvis ställde vi oss frågande till huruvida det fanns ett samband mellan bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och respektive bolagskategoris nyckeltal, som överensstämde med de resultat som NIS funnit då aktiekurser

studerats. Vi menade att aktiekurser visserligen avspeglar företagsfundamenta och i hur stor utsträckning bolagsledningarna har varit framgångsrika när det gäller att förestå företag men att de samtidigt är beroende av andra betingelser såsom makroekonomiska trender, branschtrender, aktiemarknadsstruktur och finansiell psykologi (Venace Finacial, 2008). Efter genomförd studie konstaterar vi att vårt resultat huvudsakligen motsvarar NIS: s, vilket innebär att giltigheten i den nämnda studien stärks.

6.2 Lämnat forskningsbidrag

Vi anser oss, med stöd av genomförd studie och hypotesprövningar, ha tillräckliga belägg för att göra följande uttalande om sambandet mellan aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling utifrån omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital:

- ✓ *Företag som har aktierelaterade incitamentsprogram har **inte** en bättre värdeutveckling än företag som inte har aktierelaterade incitamentsprogram.*
- ✓ *Företag som har aktierelaterade incitamentsprogram har en värdeutveckling som motsvarar eller som är sämre än den hos företag som inte har aktierelaterade incitamentsprogram.*

7. Avslutning

I detta kapitel återkopplas uppsatsens slutsatser till metodkapitlets giltighetsanspråk. Vidare lämnas förslag till fortsatt forskning samt görs en sista reflektion kring genomförd studie och ämnesområdet som sådant.

7.1 Giltighetsanspråk

Som ett sista moment i forskningsprocessen är det, enligt vår mening, av vikt att begrunda giltigheten i framkomna resultat och dragna slutsatser. Nedan diskuteras den giltighet som vi efter gjord studie gör anspråk på att ha. Sådan kritik som eventuellt skulle kunna riktas mot studiens resultat och slutsatser lyfts också fram.

Vi anser att de empiriska resultaten har hög giltighet med anledning av att urvalet har varit förhållandevis stort, att bortfallen varit få och att undersökningsperioden har sträckt sig över ett flertal år. Den kritik som skulle kunna framföras i sammanhanget är att urvalet inte utgör ett representativt stickprov för bolagen som finns noterade på Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Dock vill vi påstå att det torde vara liten risk för att urvalet skulle vara olyckligt sammansatt eftersom så många som 50 bolag studerats av 273 möjliga, det vill säga nästan en femtedel. Hänsyn har inte tagits till de valda bolagens egenskaper i form av till exempel branschtillhörighet, storlek och verksamhetsområde, vilket kan vara såväl positivt som negativt. Att inte ha styrt urvalet i en alltför snäv riktning utan ha låtit slumpen dominera i en större utsträckning anser vi vara till studiens fördel men samtidigt kan anmärkas på att sammansättningens olikhet på ett icke önskvärt sätt har påverkat och vinklat givet resultat. Något som uppmärksammats är till exempel att grupp ett till övervägande del består av bolag som är noterade på Large Cap medan grupp två huvudsakligen innehåller bolag som är noterade på Small Cap. I och med den storleksmässigt spridda fördelningen har bolagen haft olika förutsättningar men om och i så fall hur detta har inverkat på framkommet resultat är ovisst.

Genom att öppet ha redovisat den empiriska undersökningens alla moment och beräkningar, antingen i den löpande texten eller i bilagor som återfinns sist i uppsatsen, samt genom att ha motiverat samtliga ställningstaganden anser vi att giltigheten stärkts. Vidare har en hög grad av noggrannhet och konsekvens genomtyrat arbetsgången och beräkningar har gjorts med stor omsorg. Motläsning av använda siffror och kontrollberäkningar har varit en strategi för att minimera risken för fel och därigenom uppnå en högre grad av validitet och reliabilitet. Att helt undvika fel under insamling och bearbetning av information är nästintill omöjligt. Vi förutsätter dock att sådana fel som eventuellt smugit sig in i beräkningar och använt empiriskt material inte har påverkat framkomna resultat nämnvärt, eftersom nyckeltalen är kvotbaserade och att medelvärden i slutändan ställts mot varandra. Fel som uppstått tidigt i arbetsgången torde därmed i slutändan på sin höjd ha medfört avvikelser från rätt resultat med tiondelar eller hundradelar. Marginella fel kan även ha uppstått genom de avrundningar som gjorts. Emellertid tror vi likväl att detta är av underordnad betydelse då de skillnader som framkommit i regel har varit iögonfallande och resultatet av hypotestesterna har varit odiskutabelt.

En sammanvägd bedömning av framlagda slutsatser har gjorts med utfallet att det inte finns några tydliga samband mellan bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram, bolag utan sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling sett till omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital. Vidare har den inledningsvis ställda hypotesen förkastats i och med att den statistiskt prövade nollhypotesen har godtagits. Det finns två typer av fel som kan uppstå i samband med hypotesprövningar. Antingen kan en sann hypotes förkastas eller också kan en falsk hypotes felaktigt godtagas. Det tidigare felet benämns typ I fel och det senare typ II fel. En högre säkerhet, det vill säga en lägre signifikansnivå, medför att risken för typ I fel minskar. På motsvarande sätt medför en högre säkerhet vad gäller signifikansnivån att risken för typ II fel ökar (Edling & Hedström, 2003). Då nollhypotesen godtagits i föreliggande uppsats kan begrundas hur stor risken för typ II fel är. En signifikansnivå om 2,5 % har använts för att fastställa de kritiska värdena. Vi är övertygade om att denna signifikansnivå varit lämplig för ändamålet med uppsatsen och att säkerhetsnivån inte varit för hög och på så vis påkallat en omotiverat hög risk för typ II fel. En felmarginal på 2,5 % är enligt våra efterforskningar standard. Därtill har testvärdena kraftigt avvikit från de kritiska värdena, varför en högre signifikansnivå med all sannolikhet hade givit samma resultat – att nollhypotesen godtagits.

7.2 Förslag till fortsatt forskning

I denna uppsats har studerats vilken inverkan aktierelaterade incitamentsprogram har på företags värdeutveckling sett till omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital. 50 bolag, noterade på Large Cap, Mid Cap eller Small Cap, har valts ut. Efter genomförd studie har konstaterats att 26 bolag under de senaste nio åren i princip alltid haft aktierelaterade incitamentsprogram och att 24 bolag i princip aldrig haft det. Någon ytterligare indelning av bolagen har ej gjorts, varmed de två urvalsgrupperna innehåller bolag av varierande storlek som verkar på olika marknader och inom olika branscher. Vi har uppmärksammat den svenska konjunkturens påverkan på de resultat som erhållits med utgångspunkt i att bolagen haft samma konjunkturella förutsättningar. Detta kan dock inte sägas vara hela sanningen eftersom branscher dels är olika konjunkturkänsliga och dels inte nödvändigtvis ligger i fas med den nationella konjunkturen. Av intresse hade därför varit att genomföra en snarlik studie med ett annat urval där bolag med mer lika premisser studerats och jämförts.

I enlighet med uppsatsens syfte har vi, genom signifikansprövning, ämnat undersöka hur sambandet mellan aktierelaterade incitamentsprogram och bolags värdeutveckling ser ut för att kunna verifiera eller förkasta ställd hypotes. Vår undersökning har föranlett ett förkastande av denna hypotes, då framkommet samband visat att bolag som i princip alltid haft aktierelaterade incitamentsprogram inte har haft en bättre värdeutveckling än bolag som ej haft det. Dock säger vår undersökning inget om huruvida framlagt samband är starkt eller svagt. Signifikansprövning resulterar endast i att ett samband mellan två företeelser med viss säkerhet kan sägas förekomma. Hur starkt eller svagt det funna sambandet är lämnas till andra att undersöka genom till exempel regressionsanalys.

De specifika nyckeltal som valts ut för att påvisa urvalsgruppernas värdeutveckling är omsättningstillväxt och avkastning på eget kapital. Det finns oräkneliga nyckeltal som kan användas för att beskriva ett företags ställning och välstånd. Vi har på ingalunda vis hävdats att de valda nyckeltalen skulle vara bäst lämpade för att analysera det undersökta sambandet men anser likväl att de använts på rätt grunder. Vi skulle dock gärna se en fortsatt forskning utifrån samma bolag men där andra nyckeltal nyttjas för att påvisa värdeutvecklingen och därigenom stärka alternativt motbevisa de slutsatser som presenterats.

Då nollhypotesen i uppsatsen godtagits i 17 fall av totalt 18 givet en signifikansnivå om 2,5 % och där skillnaderna mellan testvärdena och de kritiska värdena har varit slående, kan begrundas huruvida det inte varit mer lämpligt att ha formulerat den alternativa hypotesen på motsatt vis och testat negationen till denna. I och med godtagandet av nollhypotesen och förkastandet av den alternativa hypotesen kan sambandet mellan bolag som har aktierelaterade incitamentsprogram, bolag som saknar sådana program och respektive bolagskategoris värdeutveckling se ut på två olika sätt. Vi saknar kännedom om vilket av de två sätten som är det reala, då detta ej testats. En omvänd hypotesprövning anser vi hade varit av intresse, varför kommande studier förslagsvis kan söka bringa klarhet i detta.

7.3 Avslutande kommentarer

Att storleken och på vilka villkor ersättningar och bonusar lämnas till betydelsefulla personer inom näringslivet engagerar allmänheten, råder det ingen tvekan om. Debatten om incitamentsprogram är sannolikt blott inne i ett initialt skede. Avsikterna med programmen kan vara flera och likaså utformningen och omfattningen men givet är att programmen införs på bekostnad av aktieägarnas vinst. Angeläget för vederbörande är därför att programmen i slutändan genererar något tillbaka, att det blir ett plussummespel. Många har på senare tid ställt sig frågande till hur sambandet mellan incitamentsprogram och bolags utveckling varit beskaffat. I sammanhanget har frågan *om de är till gagn för ägarna* varit essentiell. Huruvida syftet med programmen ur ett aktieägarperspektiv uppfylls, det vill säga huruvida deagnar ägarna eller inte, låter vi vara osagt. Vår studie visar dock att bolag med aktierelaterade incitamentsprogram inte haft en bättre värdeutveckling än bolag som inte haft sådana program, varmed slutsatsen torde bli att så inte är fallet.

Källförteckning

Aczel, A och Sounderpandian, J (2006). *Complete Business Statistics –Sixth Edition*. New York: McGraw-Hill

Agenda (2008). Inslag om incitamentsprogram. SVT1 9 mars. (videoupptagning)

Aktiespararna (2008). *Aktiespararna – fakta*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/Var_organisation/Fakta/> (2008-05-16)

Andersen, I (1998). *Den uppenbara verkligheten: val av samhällsvetenskaplig metod*. Lund: Studentlitteratur

Andersson, L och Bratteberg, J (2000). *Incitamentsprogram - Belöningsformer för anställda - vinstdelning, optioner, försäkringar mm*. Uddevalla: Björn Lundén Information AB

Arbnor, I och Bjerke, B (1994). *Företagsekonomisk metodlära*. Lund: Studentlitteratur

Armstrong, M (1999). *Employee Reward*. London: CIPD House

Askåker, J (2007). *Bonusprogrammen på rekordnivå*. Dagens Industri, 1 november.

Ax, C, Johansson, C och Kullvén, H (2005). *Den nya ekonomistyrningen - andra upplagan*. Malmö: Liber Ekonomi

Bergström, C och Samuelsson, P (2001). *Aktiebolagets grundproblem – andra upplagan*. Göteborg: Norstedts Juridik AB

Borg, M (2003). *Aktierelaterade incitamentsprogram: en civilrättslig studie*. Stockholm: Jure Förlag

Bruzelius, L och Skärvad, P-H (2000). *Integrerad organisationslära*. Lund: Studentlitteratur

Bryman, A och Bell, E (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber Ekonomi

Carlsson, M (1998). *Att arbeta med företagsanalys*. Malmö: Liber Ekonomi

Chaudhri, V (2003). *Executive Compensation: Understanding the issues*. The Australian Economic Review Vol. 36, No. 3, pp 300-305

Edling, C och Hedström, P (2003). *Kvantitativa metoder –Grundläggande analysmetoder för samhälls- och beteendevetare*. Lund: Studentlitteratur

Första AP-fonden (2008). *Om API*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.ap1.se/sv/Om-API/>> (2008-05-18)

Gyllenram, C-G (2001). *Aktiemarknadens psykologi –vad styr upp- och nedgångarna på börsen?* Stockholm: Prisma

- Hansson, E och Markkula, H (2002). *Effekterna av optionsprogram –gagnar de ägarna?* Balans nr 5
- Hansson, S, Arvidsson, P och Lindquist, H (2006). *Företags- och räkenskapsanalys*. Danmark: Studentlitteratur
- Holme, I. M och Solvang, B. K (1997). *Forskningsmetodik –Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur
- Investeraren (2008). *Något om nationalekonomi*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.investeraren.se/konjunktur.pdf>> (2008-04-08)
- Jensen, M och Meckling, W (1976). *Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics
- Jensen, M och Murphy, K (1990). *Performance Pay and Top-Management Incentives*. Journal Political Economy Vol. 98, No 21 pp. 225-264
- Johansson, D (2006). *Accounts in corporate governance – a study of content, context and use of information to boards of directors*. Göteborg: Intellecta DocuSys AB
- Konjunkturinstitutet (2008). *Produktion och arbetsmarknad –Konjunkturterminologi*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.konj.se/download/18.328c401048bb6f3da80003986/2_ruta_Juni05.pdf> (2008-04-09)
- Lundahl, U och Skärvad, P-H (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund: Studentlitteratur
- Nationalencyklopedin (2008). *Konjunktur*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=228934&i_word=konjunktur> (2008-04-08)
- Nordic Investor Services (2008). *Aktierelaterade incitamentsprogram och dess effekter på bolagens aktieavkastning – en studie av börsnoterade bolag i Sverige under perioden 1999-2007*. Offentliggjord 2008-01-29
- Norstedts Juridik (2003). *BAS Nyckeltal –för bättre analys och effektivare ekonomistyrning*. Stockholm: Norstedts Juridik AB
- Patel, R och Davidsson, B (1994). *Forskningsmetodikens grunder*. Lund: Studentlitteratur
- Realtid (2008). *Bonusprogrammen felkonstruerade*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.realtid.se/ArticlePages/200604/19/20060419170807_Realtid314/20060419170807_Realtid314.dbp.asp> (2008-02-12)
- Regeringskansliet (2007). *Sveriges ekonomi*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.regeringen.se/sb/d/8989/a/80532>> (2008-04-09)
- Shleifer, A och Vishny, R.W (1997). *A survey of Corporate Governance*. Journal of Finance, 52 pp 737-783

- SIX AB (2008). *Verksamhet*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.six.se/templates/pages/TextPage___73.aspx> (2008-04-03)
- Smith, D (1997). *Resultat, balans och likviditet*. Lund: Studentlitteratur
- Statistiska centralbyrån (2008). *Konjunkturen*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.scb.se/Grupp/Kurser/_Dokument/Konjunkturen.pdf> (2008-04-08)
- Sundberg, L (1998). *Nyckeltalshandboken – en vägledning enligt ny och gammal redovisning*. Uppsala: MM Publikationer AB
- Svenska Riskkapitalföreningen (1999). *Hitta moroten för att behålla duktiga medarbetare*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.mcit.se/svca/article_view.asp?ArticleID=3> (2008-04-04)
- Svenskt Näringsliv (2006). *Vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare*.
- Sveriges Radio (2007). *IT-bubblan* (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.sr.se/cgi-bin/p3/programsidor/artikel.asp?ProgramID=2519&Artikel=1504331>> (2008-04-08)
- Sveriges Riksbank (1999). *Bäckström: 1990-talets internationella finansiella turbulens*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=3514>> (2007-04-08)
- Sveriges Riksbank (2006). *Rosenberg: Penningpolitiken och det ekonomiska läget*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=19882>> (2008-04-09)
- SVT (2008). *Lista: börsbolag med och utan bonusprogram*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.svt.se/svt/jsp/Crosslink.jsp?d=65294&a=1078983&lid=puff_1079563&lpos=extra_1> (2008-03-12)
- The Encyclopedia about Corporate Governance (2008). *What is corporate governance?* (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.encycogov.com/WhatIsGorpGov.asp>> (2008-04-01)
- Tivéus, U (1999). *Optioner – reavinst eller lön?* Skattenytt nr 1-2
- Tricker, R.I (1994). *International Corporate Governance*. Singapore: Simon & Schuster
- Tricker R.I (2000). *Corporate Governance*. Ashcroft Publishing, Aldershot: Storbritannien (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.corpgov.net/forums/commentary/R.I.%20Tricker%20Corporate%20Governan>> (2008-03-31)
- Venace Financial (2008). *Market outlook gold*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.venacefinancial.se/se/market-outlook-gold.html>> (2008-03-13)
- Vikström A (2005). *Generationsskiften i mindre familjeföretag*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://epubl.ltu.se/1402-1757/2005/94/LTU-LIC-0594-SE.pdf>> (2008-03-31)

Åsberg, R (2000). *Ontologi, epistemologi och metodologi*. Göteborgs universitet

Årsredovisningar

ABB Ltd 2000-2007
Astra Zeneca 1999-2007
Atlas Copco 1999-2007
Bergs Timber 2000-2007
Biolin 2001-2007
Boliden 1999-2007
Bong Ljungdahl 2002-2006
Borås Wäfveri 1999-2007
Brio 1999-2007
Bure Equity 1999-2007
Castellum 1999-2007
Clas Ohlson 1999-2007
Cloetta Fazer 1999-2007
Concordia Maritime 1999-2007
Digital Vision 1999-2007
Doro 2003-2007
Electrolux 1999-2007
Fabege 1999-2007
Fast Partner 1999-2007
Geveko 1999-2007
Heba 2001-2007
Home Properties 1999-2007
Intellecta 1999-2006
Kabe Husvagnar 2000-2007
Kinnevik 1999-2007
Kungsleden 1999-2007
Meda 2001-2007
Medivir 1999-2007
Midway Holdings 1999-2007
Modul 1 1999-2007
Nibe Industrier 1999-2007
Nordnet 1999-2007
Novotek 1999-2007
OMX 1999-2007
Opcon 1999-2007
Proffice 1999-2007
Rörvik Timber 1999-2007
Sandvik 1999-2007
SAS 1999-2007
Scania 1999-2007
SKF 1999-2007
SSAB 1999-2007
Stora Enso 1999-2007
Switchcore 2000-2007
Teligent 1999-2007
Traction 1999-2007

Trelleborg 1999-2007
Vbg Group 1999-2007
Volvo 1999-2007
Öresund Investment 1999-2007

Bilaga 1

Agendas indelning av 98 bolag efter granskning av NIS studie

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram de senaste nio åren (47 st):

ABB Ltd	Stora Enso
AstraZeneca	Switchcore
Atlas Copco	Tele2
Autoliv	Telelogic
Biolin	Teligent
Boliden	Tietoenator
Bong Ljungdahl	Trelleborg
Boss Media	Volvo
Brio	
Bure Equity	
Cloetta Fazer	
Diamyd Medical	
Digital Vision	
Electrolux	
Elekta	
Enea	
Getinge	
HIQ International	
Intellecta	
Investor	
Jeeves	
LBI International	
Meda	
Medivir	
Modul 1	
MTG	
Nordnet	
OMX	
Ortivus	
Oxigene	
Partnertech	
Proffice	
Q-med	
Ratos	
Sandvik	
Sectra	
SKF	
Sweco	
Swedish Match	
St	

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram de senaste nio åren (51 st):

Academia	Rottneros
Bergs Timber	Rörvik Timber
Bilia	SAS
Biophausia	Scania
Borås Wäfveri	Skanditek
Cardo	SSAB
Castellum	Svedbergs
Cision	Svolder
Clas Ohlson	Traction
Concordia Maritime	Tricorona
Consilium	Vbg Group
Doro	Öresund Investment
Elanders	
Expanda	
Fabege	
Fast Partner	
Fenix Outdoor	
Geveko	
Haldex	
Havsfrun	
Heba	
Hennes & Mauritz	
Home Properties	
Hufvudstaden	
Kinnevik	
Kabe Husvagnar	
Kungsleden	
Latour Investment	
Luxonen	
Malmbergs	
Midway Holdings	
Nefab	
Nibe Industrier	
Nilörngruppen	
Novotek	
Opcon	
Probi	
Profilgruppen	
Rederi Transatlantic	

Bilaga 2

Statistiskt urval i föreliggande uppsats

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram de senaste nio åren (25 st):

ABB Ltd
AstraZeneca
Atlas Copco
Biolin
Boliden
Bong Ljungdahl
Brio
Bure Equity
Cloetta Fazer
Digital Vision
Electrolux
Intellecta
Meda
Medivir
Modul 1
Nordnet
OMX
Proffice
Sandvik
SKF
Stora Enso
Switchcore
Teligent
Trelleborg
Volvo

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram de senaste nio åren (25 st):

Bergs Timber
Borås Wäfveri
Castellum
Clas Ohlson
Concordia Maritime
Doro
Fabege
Fast Partner
Geveko
Heba
Home Properties
Kabe Husvagnar
Kinnevik
Kungsleden
Midway Holdings
Nibe Industrier
Novotek
Opcon
Rörvik Timber
SAS
Scania
SSAB
Traction
Vbg Group
Öresund Investment

Bilaga 3

Tabell över t-fördelningen givet olika frihetsgrader och signifikansnivåer

Frihetsgrader	Signifikansnivå vid enkelsidigt test (one-tailed test)					
	0,1	0,05	0,025	0,01	0,005	0,0005
	Signifikansnivå vid dubbelsidigt test (two-tailed test)					
	0,2	0,1	0,05	0,02	0,01	0,001
1	3,078	6,314	12,706	31,821	63,657	636,619
2	1,886	2,920	4,303	6,965	9,925	31,598
3	1,638	2,353	3,182	4,541	5,841	12,941
4	1,533	2,132	2,776	3,747	4,604	8,610
5	1,476	2,015	2,571	3,365	4,032	6,859
6	1,440	1,943	2,447	3,143	3,707	5,959
7	1,415	1,895	2,365	2,998	3,499	5,405
8	1,397	1,860	2,306	2,896	3,355	5,041
9	1,383	1,833	2,262	2,821	3,250	4,781
10	1,372	1,812	2,228	2,764	3,169	4,587
11	1,363	1,796	2,201	2,718	3,106	4,437
12	1,356	1,782	2,179	2,681	3,055	4,318
13	1,350	1,771	2,160	2,650	3,012	4,221
14	1,345	1,761	2,145	2,624	2,977	4,140
15	1,341	1,753	2,131	2,602	2,947	4,073
16	1,337	1,746	2,120	2,583	2,921	4,015
17	1,333	1,740	2,110	2,567	2,898	3,965
18	1,330	1,734	2,101	2,552	2,878	3,922
19	1,328	1,729	2,093	2,539	2,861	3,883
20	1,325	1,725	2,086	2,528	2,845	3,850
21	1,323	1,721	2,080	2,518	2,831	3,819
22	1,321	1,717	2,074	2,508	2,819	3,792
23	1,319	1,714	2,069			
24	1,318	1,711	2,064			
25	1,316	1,708	2,060			
26	1,315	1,706	2,056			
27	1,314	1,703	2,052			
28	1,313	1,701	2,048			
29	1,311	1,699	2,045			
30	1,310	1,697	2,042			
40	1,303	1,684	2,021			
60	1,296	1,671	2,000			
120	1,289	1,658	1,980			
∞	1,282	1,645	1,960			

Frihetsgrader	Signifikansnivå 0,025 vid enkelsidigt test*
31	2,039
32	2,036
34	2,034
35	2,032
36	2,029
37	2,026
39	2,024
43	2,018
44	2,017
45	2,016
46	2,014
47	2,013
50	2,011

* Värden fastställda genom linjär interpolation

Bilaga 4

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

1999

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -99	Nettooms år -98	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
ABB Ltd								
AstraZeneca	Ja	M USD	18 445	15 402	1,198	1 959	10 615,50	0,185
Atlas Copco	Ja	M SEK	36 234	33 740	1,074	3 412	18 076	0,189
Biolin								
Boliden	Ja	K USD	1 031 004	1 053 637	0,979	-87 636	653 106,50	-0,134
Bong Ljungdahl								
Brio	Ja	K SEK	1 674 603	1 530 513	1,094	30 239	340 422,50	0,089
Bure Equity	Ja	M SEK	15 444,10	13 885,80	1,112	447,4	4 103,60	0,109
Castellum	Ja	M SEK	1 256	1 200	1,047	409	3 852	0,106
Cloetta Fazer	Ja	M SEK	2 964,70	2 863,90	1,035	124,5	708,2	0,176
Digital Vision	Nej	M SEK	106 812	145 105	0,736	-2 546	82 292	-0,031
Electrolux	Ja	M SEK	119 550	117 524	1,017	6 142	25 130,50	0,244
Intellecta	Ja	K SEK	232 120	210 916	1,101	30 888	105 657	0,292
Meda								
Medivir	Ja	K SEK	189 400	69 473	2,726	21 308	224 508,50	0,095
Modul 1	Ja	K SEK	380 705	321 257	1,185	51 297	115 554	0,444
Nordnet (Teletrade)	Ja	K SEK	22 545			-18 264	15 747	-1,160
OMX (OM)	Ja	M SEK	1 954	1 491	1,311	603	2 774	0,217
Proffice	Ja	M SEK	1 388	857	1,620	54	185,5	0,291
Sandvik	Ja	M SEK	39 300	42 400	0,927	5 465	19 365	0,282
SKF	Ja	M SEK	36 693	37 688	0,974	1 769	11 149,50	0,159
Stora Enso	Ja	M EUR	10 635,70	10 489,60	1,014	1 151,50	5 609,80	0,205
Switchcore								
Teligent	Ja	M SEK	172,1	102	1,687	-25,4	97,9	-0,259
Trelleborg	Ja	M SEK	23 345	25 041	0,932	1 550	10 094	0,154
Volvo	Ja	M SEK	125 019	212 936	0,587	34 596	83 550	0,414
Summa (Σ)					23,355			2,067
Antal observationer (n)					20			21
Medelvärde (Σ/n)					1,168			0,098

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2000

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -00	Nettooms år -99	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
ABB Ltd	Ja	M USD	22 967	24 356	0,943	1 306	4 721	0,277
AstraZeneca	Ja	M USD	18 103	18 445	0,981	3 847	9 911,50	0,388
Atlas Copco	Ja	M SEK	46 527	36 234	1,284	4 689	22 433,50	0,209
Biolin	Ja	SEK	103 815			-2 734 584		
Boliden	Ja	K USD	1 155 599	1 031 004	1,121	-715 551	375 645	-1,905
Bong Ljungdahl								
Brio	Ja	K SEK	1 640 074	1 674 603	0,979	-29 073	334 195,50	-0,087
Bure Equity	Ja	M SEK	7 553,40	15 444,10	0,489	2 549,90	4 205,60	0,606
Castellum	Ja	M SEK	1 435	1 256	1,143	531	3 805,50	0,140
Cloetta Fazer	Ja	M SEK	4 933,90	2 964,70	1,664	340,9	1 087,20	0,314
Digital Vision	Ja	K SEK	81 662	106 812	0,765	-20 658	100 335	-0,206
Electrolux	Ja	M SEK	124 493	119 550	1,041	6 530	26 052,50	0,251
Intellecta	Ja	K SEK	306 091	232 120	1,319	52 122	137 786	0,378
Meda								
Medivir	Ja	K SEK	110 365	189 400	0,583	-85 373	367 822	-0,232
Modul 1	Ja	K SEK	448 367	380 705	1,178	-20 315	146 187	-0,139
Nordnet (Teletrade)	Ja	K SEK	107 423	22 545	4,765	-36 672	89 312,50	-0,411
OMX (OM)	Ja	M SEK	3 152	1 827	1,725	743	2 897	0,256
Proffice	Ja	M SEK	2 348	1 388	1,692	134	344	0,390
Sandvik	Ja	M SEK	43 750	39 300	1,113	5 804	21 290,50	0,273
SKF	Ja	M SEK	39 848	36 693	1,086	3 002	12 480,50	0,241
Stora Enso	Ja	M EUR	13 017,00	10 635,70	1,224	2 099	7 262	0,289
Switchcore	Ja	K SEK	1 247	0	-	-148 110	96 970,50	-1,527
Teligent	Ja	M SEK	252,3	172,1	1,466	-26,7	289,3	-0,092
Trelleborg	Ja	M SEK	13 654	23 345	0,585	1 141	8 882,50	0,128
Volvo	Ja	M SEK	130 070	125 019	1,040	6 246	93 019	0,067
Summa (Σ)					28,186			-0,393
Antal observationer (n)					22			23
Medelvärde (Σ/n)					1,281			-0,017

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2001

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -01	Nettooms år -00	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
ABB Ltd	Ja	M USD	23 726	22 967	1,033	45	3 592,50	0,013
AstraZeneca	Ja	M USD	16 480	18 103	0,910	4 077	9 653,50	0,422
Atlas Copco	Ja	M SEK	46 527	36 234	1,284	4 689	22 433,50	0,209
Biolin	Ja	SEK	499 919	103 815	4,815	-10 057 457	53 646 047,50	-0,187
Boliden	Ja	M SEK	10 250	9 825	1,043	-3 756	1302,5	-2,884
Bong Ljungdahl								
Brio	Ja	K SEK	1 745 165	1 640 074	1,064	10 385	341 652,50	0,030
Bure Equity	Ja	M SEK	3 997	7 553,40	0,529	-186,8	3 726,05	-0,050
Castellum	Ja	M SEK	1 571	1 435	1,095	567	3 742,50	0,152
Cloetta Fazer	Ja	M SEK	4 497,70	4 933,90	0,912	549,7	1 633,50	0,337
Digital Vision	Ja	K SEK	67 566	81 662	0,827	-61 456	61 214	-1,004
Electrolux	Ja	M SEK	135 803	124 493	1,091	5 215	27 594	0,189
Intellecta	Ja	K SEK	345 643	306 091	1,129	16 730	195 811,50	0,085
Meda	Ja	M SEK	806,9	728,4	1,108	44,6	141,6	0,315
Medivir	Ja	K SEK	125 891	110 365	1,141	-139 418	429 172,50	-0,325
Modul 1	Ja	K SEK	402 934	448 367	0,899	-86 660	114 396,50	-0,758
Nordnet	Ja	K SEK	175 096	107 423	1,630	-203 558	173 284,50	-1,175
OMX (OM)	Ja	M SEK	3 072	2 739	1,122	-469	2 621,50	-0,179
Proffice	Ja	M SEK	2 770	2 348	1,180	30	402	0,075
Sandvik	Ja	M SEK	48 900	43 750	1,118	5 606	23 222	0,241
SKF	Ja	M SEK	43 370	39 848	1,088	3 120	14 909	0,209
Stora Enso	Ja	M EUR	13 508,80	13 017,00	1,038	1 223	8 779,90	0,139
Switchcore	Ja	K SEK	16 965	1 247	13,605	-207 837	163 222	-1,273
Teligent	Ja	M SEK	306,7	252,3	1,216	-30,8	425,75	-0,072
Trelleborg	Ja	M SEK	18 760	13 654	1,374	727	8 121	0,090
Volvo	Ja	M SEK	189 280	130 070	1,455	-1 866	86 761,50	-0,022
Summa (Σ)					43,705			-5,423
Antal observationer (n)					25			25
Medelvärde (Σ/n)					1,748			-0,217

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2002

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -02	Nettooms år -01	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
ABB Ltd	Ja	M USD	18 295	23 726	0,771	251	1 513,50	0,166
AstraZeneca	Ja	M USD	17 841	16 480	1,083	4 037	10 479	0,385
Atlas Copco	Ja	M SEK	47 562	51 139	0,930	-2 469	23 881	-0,103
Biolin	Ja	SEK	8 737 737	499 919	17,478	-72 618 313	72 477 170	-1,002
Boliden	Ja	M SEK	9 556	10 250	0,932	111	2558,5	0,043
Bong Ljungdahl	Ja	K SEK	2 111 788	2 394 502	0,882	-211 804	644 174	-0,329
Brio	Ja	K SEK	1 871 549	1 745 165	1,072	26 133	361 132	0,072
Bure Equity	Ja	M SEK	6 045	3 997	1,512	-2 016,10	2 050,05	-0,983
Castellum	Ja	M SEK	1 684	1 571	1,072	1 003	4 156,50	0,241
Cloetta Fazer	Ja	M SEK	3 085,30	4 497,70	0,686	405,3	1 921,10	0,211
Digital Vision	Ja	K SEK	49 056	67 566	0,726	-29 849	27 139,50	-1,100
Electrolux	Ja	M SEK	133 150	135 803	0,980	7 545	28 246,50	0,267
Intellecta	Ja	K SEK	342 263	345 643	0,990	-16 929	216 630	-0,078
Meda	Ja	M SEK	853	806,9	1,057	51,4	214,7	0,239
Medivir	Ja	K SEK	256 309	125 891	2,036	-64 219	340 603,50	-0,189
Modul 1	Ja	K SEK	296 730	402 934	0,736	-57 461	41 798	-1,375
Nordnet	Ja	K SEK	126 447	175 096	0,722	-18 703	173 844,50	-0,108
OMX (OM)	Ja	M SEK	2 640	3 072	0,859	-56	2 137	-0,026
Proffice	Ja	M SEK	3 066	2 770	1,107	20	388	0,052
Sandvik	Ja	M SEK	48 700	48 900	0,996	5 063	23 588,50	0,215
SKF	Ja	M SEK	42 430	43 370	0,978	3 542	16 294,50	0,217
Stora Enso	Ja	M EUR	12 782,60	13 508,80	0,946	-343,2	85 723	-0,004
Switchcore	Ja	K SEK	71 488	16 965	4,214	-114 777	127 254,50	-0,902
Teligent	Ja	M SEK	249,7	306,7	0,814	-94,7	369,1	-0,257
Trelleborg	Ja	M SEK	17 630	18 760	0,940	677	7 487	0,090
Volvo	Ja	M SEK	186 198	189 280	0,984	2 013	81 731,50	0,025
Summa (Σ)					45,506			-4,231
Antal observationer (n)					26			26
Medelvärde (Σ/n)					1,750			-0,163

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2003

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -03	Nettooms år -02	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
ABB Ltd	Ja	M USD	18 795	18 295	1,027	246	2 019,60	0,122
AstraZeneca	Ja	M USD	18 849	17 841	1,056	4 202	12 175	0,345
Atlas Copco	Ja	M SEK	44 619	47 562	0,938	4 913	20 604,50	0,238
Biolin	Ja	SEK	7 469 714	8 737 737	0,855	-32 909 383	55 958 824	-0,588
Boliden	Ja	M SEK	9 545	9 556	0,999	-251	4 345	-0,058
Bong Ljungdahl	Ja	K SEK	1 908 402	2 111 788	0,904	-132 629	549 697	-0,241
Brio	Ja	K SEK	1 595 701	1 871 549	0,853	-222 870	252 375,50	-0,883
Bure Equity	Ja	M SEK	3 768	6 045	0,623	-191,4	1 016	-0,188
Castellum	Ja	M SEK	1 758	1 684	1,044	731	4 579,50	0,160
Cloetta Fazer	Ja	M SEK	3 029,90	3 085,30	0,982	408,2	2 091,80	0,195
Digital Vision	Ja	K SEK	70 710	49 056	1,441	-12 915	17 335,50	-0,745
Electrolux	Ja	M SEK	124 077	133 150	0,932	7 006	27 545,50	0,254
Intellecta	Ja	K SEK	323 986	342 263	0,947	-95 588	158 803,50	-0,602
Meda	Ja	M SEK	870,7	853	1,021	85,7	346,2	0,248
Medivir	Ja	K SEK	149 033	256 309	0,581	-42 723	298 937,50	-0,143
Modul 1	Ja	K SEK	211 682	296 730	0,713	-32 218	30 422	-1,059
Nordnet	Ja	K SEK	161 077	126 447	1,274	41 206	175 466	0,235
OMX (OMHEX)	Ja	M SEK	2 686	2 640	1,017	-472	2 775	-0,170
Proffice	Ja	M SEK	3 145	3 066	1,026	-104	322,5	-0,322
Sandvik	Ja	M SEK	48 810	48 700	1,002	4 187	22 322,50	0,188
SKF	Ja	M SEK	41 377	42 430	0,975	2 793	15 764,50	0,177
Stora Enso	Ja	M EUR	12 172,30	12 782,60	0,952	223	8 120,30	0,027
Switchcore	Ja	K SEK	113 238	71 488	1,584	-57 104	88 932,50	-0,642
Teligent	Ja	M SEK	254,8	249,7	1,020	-44,2	261,6	-0,169
Trelleborg	Ja	M SEK	17 960	17 630	1,019	1 091	7 368	0,148
Volvo	Ja	M SEK	183 291	186 198	0,984	1 657	75 349	0,022
Summa (Σ)					25,771			-3,452
Antal observationer (n)					26			26
Medelvärde (Σ/n)					0,991			-0,133

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2004

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -04	Nettooms år -03	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
ABB Ltd	Ja	M USD	20 721	180 795	0,115	861	2 925	0,294
AstraZeneca	Ja	M USD	21 426	18 849	1,137	5 085	13 798	0,369
Atlas Copco	Nej	M SEK	48 654	44 619	1,090	6 380	21 641	0,295
Biolin	Ja	SEK	18 496 557	7 469 714	2,476	-16 492 473	74 015 601	-0,223
Boliden	Ja	M SEK	17 928	9 545	1,878	1 200	7 529,50	0,159
Bong Ljungdahl	Ja	K SEK	1 807 436	1 908 402	0,947	50 559	479 397,50	0,105
Brio	Ja	K SEK	1 165 503	1 595 701	0,730	73 289	178 986	0,409
Bure Equity	Ja	M SEK	5 784,50	3 768	1,535	45,1	1 028,80	0,044
Castellum	Ja	M SEK	1 856	1 758	1,056	797	4 808	0,166
Cloetta Fazer	Ja	M SEK	3 023,80	3 029,90	0,998	377,8	2222,1	0,170
Digital Vision	Ja	K SEK	30 131	70 710	0,426	-36 455	8 286	-4,400
Electrolux	Ja	M SEK	120 651	124 077	0,972	4 359	25 436	0,171
Intellecta	Ja	K SEK	340 034	323 986	1,050	2 309	114 700	0,020
Meda	Ja	M SEK	1 041,90	870,7	1,197	118	497,3	0,237
Medivir	Ja	K SEK	82 602	149 033	0,554	-112 642	378 030	-0,298
Modul 1	Ja	K SEK	210 051	211 682	0,992	-14 273	38 471,50	-0,371
Nordnet	Ja	K SEK	260 520	161 077	1,617	100 883	262 382	0,384
OMX	Nej	M SEK	2 906	2 686	1,082	462	3 634	0,127
Proffice	Ja	M SEK	2 833	3 145	0,901	-106	225,5	-0,470
Sandvik	Ja	M SEK	54 610	48 810	1,119	6 465	21 648	0,299
SKF	Ja	M SEK	44 826	41 377	1,083	4 152	15 872,50	0,262
Stora Enso	Ja	M EUR	12 395,80	12 172,30	1,018	639	8 067,40	0,079
Switchcore	Ja	K SEK	132 131	113 238	1,167	-39 292	88 695	-0,443
Teligent	Ja	M SEK	363,8	254,8	1,428	-23,1	205	-0,113
Trelleborg	Ja	M SEK	22 912	17 960	1,276	1 267	7 785	0,163
Volvo	Ja	M SEK	210 401	183 291	1,148	12 579	70 914,50	0,177
Summa (Σ)					28,993			-2,386
Antal observationer (n)					26			26
Medelvärde (Σ/n)					1,115			-0,092

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2005

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -05	Nettooms år -04	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
ABB Ltd	Ja	M USD	22 442	20 721	1,083	1 496	3 153,50	0,474
AstraZeneca	Ja	M USD	23 950	21 426	1,118	6 667	14 007,50	0,476
Atlas Copco	Nej	M SEK	52 742	48 654	1,084	9 300	23 991,50	0,388
Biolin	Ja	K SEK	19 175	18 497	1,037	-21 322	87 917,50	-0,243
Boliden	Ja	M SEK	20 441	17 928	1,140	2 812	9 703,50	0,290
Bong Ljungdahl	Ja	K SEK	1 782 129	1 807 436	0,986	33 719	535 785,50	0,063
Brio	Nej	K SEK	1 355 288	1 165 503	1,163	-77 771	190 388	-0,408
Bure Equity	Nej	M SEK	5 435	5 784,50	0,940	591,3	1 443,90	0,410
Castellum	Ja	M SEK	1 907	1 856	1,027	1 712	6 933,50	0,247
Cloetta Fazer	Ja	M SEK	3 071,30	3 023,80	1,016	333,2	2 352,20	0,142
Digital Vision	Ja	K SEK	59 659	30 131	1,980	-61 847	17 021,50	-3,633
Electrolux	Ja	M SEK	129 469	120 651	1,073	3 215	24 648,50	0,130
Intellecta	Ja	K SEK	410 458	340 034	1,207	-9 377	112 551,50	-0,083
Meda	Ja	M SEK	2 869,90	1 041,90	2,754	141,6	2 148,20	0,066
Medivir	Ja	K SEK	102 646	82 602	1,243	-93 683	428 088,50	-0,219
Modul 1	Ja	K SEK	177 255	210 051	0,844	-16 939	28 649,50	-0,591
Nordnet	Ja	K SEK	473 226	260 520	1,816	200 095	424 683	0,471
OMX	Ja	M SEK	3 136	2 906	1,079	846	4 235	0,200
Proffice	Ja	M SEK	2 421	2 833	0,855	28	316	0,089
Sandvik	Ja	M SEK	63 370	54 610	1,160	8 819	22 672	0,389
SKF	Ja	M SEK	49 285	44 826	1,099	5 253	17 105	0,307
Stora Enso	Ja	M EUR	13 187,50	12 395,80	1,064	-178,3	7 848,20	-0,023
Switchcore	Ja	K SEK	108 195	132 131	0,819	-27 648	69 417	-0,398
Teligent	Ja	M SEK	460,2	363,8	1,265	5,8	239,2	0,024
Trelleborg	Ja	M SEK	24 170	22 912	1,055	1 567	9 079,50	0,173
Volvo	Ja	M SEK	240 559	210 401	1,143	18 014	73 958,50	0,244
Summa (Σ)					31,051			-1,018
Antal observationer (n)					26			26
Medelvärde (Σ/n)					1,194			-0,039

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2006

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -06	Nettooms år -05	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
ABB Ltd	Ja	M USD	24 412	22 442	1,088	2 433	4 760,50	0,511
AstraZeneca	Ja	M USD	26 475	23 950	1,105	8 543	14 450,50	0,591
Atlas Copco	Ja	M SEK	50 512	52 742	0,958	8 695	29 166	0,298
Biolin	Ja	K SEK	29 773	19 175	1,553	-23 255	113 069	-0,206
Boliden	Ja	M SEK	35 213	20 441	1,723	8 313	13 189	0,630
Bong Ljungdahl	Ja	K SEK	1 984 510	1 782 129	1,114	1 875	549 608,50	0,003
Brio	Ja	K SEK	1 113 659	1 355 288	0,822	-157 828	166 683,50	-0,947
Bure Equity	Ja	M SEK	2 147,10	5 435	0,395	152,2	2 293,35	0,066
Castellum	Ja	M SEK	2 014	1 907	1,056	2 206	9 562	0,231
Cloetta Fazer	Ja	M SEK	3 073,60	3 071,30	1,001	360,1	2 467,30	0,146
Digital Vision	Ja	K SEK	78 528	59 659	1,316	-44 004	16 264	-2,706
Electrolux	Ja	M SEK	103 848	129 469	0,802	3 825	19 540	0,196
Intellecta	Ja	K SEK	373 098	410 458	0,909	4 804	132 159	0,036
Meda	Ja	M SEK	5 256	2 869,90	1,831	1 190,50	4 028,20	0,296
Medivir	Ja	K SEK	67 915	102 646	0,662	-244 660	282 135	-0,867
Modul 1	Ja	K SEK	162 089	177 255	0,914	2 711	37 219	0,073
Nordnet	Ja	K SEK	691 189	473 226	1,461	292 129	602 922	0,485
OMX	Ja	M SEK	3 437	3 011	1,141	1 151	4 666	0,247
Proffice	Ja	M SEK	2 851	2 421	1,178	34	284,5	0,120
Sandvik	Ja	M SEK	72 289	63 370	1,141	11 113	24 817	0,448
SKF	Ja	M SEK	53 101	49 285	1,077	6 387	18 301	0,349
Stora Enso	Ja	M EUR	14 593,90	13 187,50	1,107	631,8	7 722,45	0,082
Switchcore	Ja	K SEK	59 387	108 195	0,549	-182 254	78 407,50	-2,324
Teligent	Ja	M SEK	403,9	460,2	0,878	-153,4	309,4	-0,496
Trelleborg	Ja	M SEK	27 284	24 170	1,129	1 193	9 810,50	0,122
Volvo	Ja	M SEK	248 135	240 559	1,031	20 299	82 706	0,245
Summa (Σ)					27,940			-2,372
Antal observationer (n)					26			26
Medelvärde (Σ/n)					1,075			-0,091

Bolag som i princip *alltid* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2007

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -07	Nettooms år -06	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
ABB Ltd	Ja	M USD	29 183	24 412	1,195	4 010	8 497,50	0,472
AstraZeneca	Ja	M USD	29 559	26 475	1,116	7 983	15 041	0,531
Atlas Copco	Ja	M SEK	63 355	50 512	1,254	10 534	23 570	0,447
Biolin	Ja	K SEK	79 668	29 773	2,676	-27 724	138 576	-0,200
Boliden	Ja	M SEK	33 204	35 213	0,943	5 196	14 510,50	0,358
Bong Ljungdahl								
Brio	Ja	K SEK	930 108	1 044 522	0,890	-75 093	129 606	-0,579
Bure Equity	Ja	M SEK	2 648	2 147,10	1,233	383,3	2 738	0,140
Castellum	Ja	M SEK	2 259	2 014	1,122	1 943	10 694	0,18
Cloetta Fazer	Nej	M SEK	3 252,90	3 073,60	1,058	343,2	2 576,60	0,133
Digital Vision	Ja	K SEK	114 803	78 528	1,462	971	7 330,50	0,132
Electrolux	Ja	M SEK	104 732	103 848	1,009	4 035	14 616	0,276
Intellecta								
Meda	Ja	M SEK	8 145	5 256	1,550	1 162	6 830,40	0,170
Medivir	Ja	K SEK	249 623	67 915	3,676	-28 832	285 142,50	-0,101
Modul 1	Ja	K SEK	184 752	162 089	1,140	11 192	55 822,50	0,200
Nordnet	Ja	K SEK	744 625	691 189	1,077	278 702	751 825,50	0,371
OMX	Ja	M SEK	4 067	3 437	1,183	1 235	4 844,50	0,255
Proffice	Ja	M SEK	3 791	2 851	1,330	137	390,5	0,351
Sandvik	Ja	M SEK	86 338	72 289	1,194	12 997	27 380	0,475
SKF	Ja	M SEK	58 559	53 101	1,103	7 138	18 280	0,390
Stora Enso	Ja	M EUR	13 373,60	14 593,90	0,916	77,3	7 637,85	0,010
Switchcore	Ja	K SEK	56 257	59 387	0,947	-71 738	50 934	-1,408
Teligent	Nej	M SEK	433,6	403,9	1,074	-389,8	316,2	-1,233
Trelleborg	Ja	M SEK	30 971	27 284	1,135	1 268	9 756	0,130
Volvo	Ja	M SEK	285 405	248 135	1,150	21 557	84 553	0,255
Summa (Σ)					31,434			1,757
Antal observationer (n)					24			24
Medelvärde (Σ/n)					1,310			0,073

Bilaga 5

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

1999

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -99	Nettooms år -98	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
Bergs Timber		K SEK	191 283			-2 195		
Borås Wäfveri	Nej	M SEK	1 341,60	1 508,40	0,889	34,6	296,2	0,117
Clas Ohlson	Nej	K SEK	829 521	677 453	1,224	74 795	183 678,50	0,407
Concordia Maritime	Nej	M SEK	773,6	1 102,90	0,701	-72	720,4	-0,100
Doro								
Fabege (Wihlborgs)	Nej	M SEK	2 193,90	2 210,00	0,993	503,5	4 728,60	0,106
Fast Partner	Nej	M SEK	353,6	385,1	0,918	-16,4	695,2	-0,024
Geveko	Nej	K SEK	418 213	394 523	1,060	108 231	433 795,50	0,249
Heba								
Home Properties (Capona)	Nej	K SEK	234 446	205 355	1,142	103 654	801 431	0,129
Kabe Husvagnar								
Kinnevik	Nej	M SEK	6 876,60	6 887,90	0,998	634,8	5 776,95	0,110
Kungsleden	Ja	M SEK	717,5	458,2	1,566	291,8	1 359,20	0,215
Midway Holdings	Nej	M SEK	2 356,70	2 122,50	1,110	53,1	500,8	0,106
Nibe Industrier	Nej	M SEK	1 168,20	1 026,80	1,138	94,1	310,2	0,303
Novotek	Nej	K SEK	130 772	95 306	1,372	21 196	39 396,50	0,538
Opcon	Nej	K SEK	238 751	240 182	0,994	-7 985	84 432,50	-0,095
Rörvik Timber	Nej	M SEK	1 153,70	1 050,9	1,098	2,9	220,3	0,013
SAS	Nej	M SEK	41 508	40 946	1,014	1 846	16 585,50	0,111
Scania	Nej	M SEK	47 110	45 312	1,040	4 500	12 699,50	0,354
SSAB	Nej	M SEK	16 807	17 835	0,942	467	9 820	0,048
Traction	Nej	K SEK	388 296	366 388	1,060	60 967	333 109,50	0,183
Vbg Group	Nej	K SEK	614 902	607 124	1,013	60 266	261 590	0,230
Öresund Investment	Nej	K SEK	1 498 813	1 715 751	0,874	-151 237	2 702 163,50	-0,056
Summa (Σ)					21,146			2,947
Antal observationer (n)					20			20
Medelvärde (Σ/n)					1,057			0,147

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2000

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -00	Nettooms år -99	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
Bergs Timber	Nej	K SEK	270 808	191 283	1,416	3 228	116 712,50	0,028
Borås Wäfveri	Nej	M SEK	1 532,70	1 341,60	1,142	26,3	308,25	0,085
Clas Ohlson	Nej	K SEK	1 066 966	829 521	1,286	114 879	276 416	0,416
Concordia Maritime	Nej	M SEK	1 327,60	773,6	1,716	227,7	954,5	0,239
Doro								
Fabege (Wihlborgs)	Nej	M SEK	2 239	2 193,90	1,021	652	5000,6	0,130
Fast Partner	Nej	M SEK	340,8	353,6	0,964	23,6	701,2	0,034
Geveko	Nej	K SEK	573 749	418 213	1,372	119 157	500 729,50	0,238
Heba								
Home Properties (Capona)	Nej	K SEK	266 735	234 446	1,138	129 819	830 196	0,156
Kabe Husvagnar	Nej	K SEK	408 307	377 486	1,082	19 257	94 256,50	0,204
Kinnevik	Nej	M SEK	7 019	6 876,60	1,021	8 865	10 226,40	0,867
Kungsleden	Nej	M SEK	784,7	717,5	1,094	316,4	1 822,80	0,174
Midway Holdings	Nej	M SEK	2 347,40	2 356,70	0,996	86,2	505,7	0,170
Nibe Industrier	Nej	M SEK	1 304,20	1 168,20	1,116	124	366,8	0,338
Novotek	Nej	K SEK	143 383	130 772	1,096	10 522	68 597	0,153
Opcon	Nej	K SEK	256 289	238 751	1,073	6 036	83 458	0,072
Rörvik Timber	Nej	M SEK	1 254,60	1 153,70	1,087	2	121,85	0,016
SAS	Nej	M SEK	47 540	41 508	1,145	2 773	18 299	0,152
Scania	Nej	M SEK	53 823	47 110	1,142	4 454	14 623	0,305
SSAB	Nej	M SEK	19 271	16 807	1,147	1 870	9 695	0,193
Traction	Nej	K SEK	391 890	388 296	1,009	352 304	532 173	0,662
Vbg Group	Nej	K SEK	608 667	614 902	0,990	55 995	289 296	0,194
Öresund Investment	Nej	K SEK	2 263 154	1 498 813	1,510	1 368 342	2 402 552	0,570
Summa (Σ)					25,564			5,395
Antal observationer (n)					22			22
Medelvärde (Σ/n)					1,162			0,245

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2001

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -01	Nettooms år -00	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
Bergs Timber	Nej	K SEK	255 861	270 808	0,945	-6 489	120 835	-0,054
Borås Wäfveri	Nej	M SEK	1 618,10	1 532,70	1,056	-59,7	330,1	-0,181
Clas Ohlson	Nej	K SEK	1 348 640	1 066 966	1,264	174 069	403 059,50	0,432
Concordia Maritime	Nej	M SEK	1 334,80	1 327,60	1,005	251,9	1 398,20	0,180
Doro								
Fabege (Wihlborgs)	Nej	M SEK	2 076	2 239	0,927	704	5 312,50	0,133
Fast Partner	Nej	M SEK	317	340,8	0,930	5,4	715,20	0,008
Geveko	Nej	K SEK	624 473	573 749	1,088	71 512	546 385	0,131
Heba	Nej	K SEK	171 482	166 998	1,027	75 758	176 667,50	0,429
Home Properties (Capona)	Nej	K SEK	290 548	266 735	1,089	128 143	830 769	0,154
Kabe Husvagnar	Nej	K SEK	521 954	408 307	1,278	23 152	106 395,50	0,218
Kinnevik	Nej	M SEK	6 120	7 019	0,872	-462	14 235,50	-0,032
Kungsleden	Nej	M SEK	1 038,70	784,7	1,324	380,3	2 063,80	0,184
Midway Holdings	Nej	M SEK	2 197,10	2 347,40	0,936	24,8	521,8	0,048
Nibe Industrier	Nej	M SEK	1 677,10	1 304,20	1,286	122,3	443,6	0,276
Novotek	Nej	K SEK	145 828	143 383	1,017	8 155	69 907	0,117
Opcon	Nej	K SEK	301 780	256 289	1,177	2 557	97 122	0,026
Rörvik Timber	Nej	M SEK	1156,4	1 254,60	0,922	-30	211,7	-0,142
SAS	Nej	M SEK	51 433	47 540	1,082	-1 140	17 540,50	-0,065
Scania	Nej	M SEK	53 065	53 823	0,986	1 541	15 846,50	0,097
SSAB	Nej	M SEK	19 682	19 271	1,021	913	9 722	0,094
Traction	Nej	K SEK	390 205	391 890	0,996	27 103	705 613,50	0,038
Vbg Group	Nej	K SEK	552 310	608 667	0,907	-10 101	298 036	-0,034
Öresund Investment	Nej	K SEK	655 170	2 263 154	0,289	283 341	2 530 009,50	0,112
Summa (Σ)					23,426			2,168
Antal observationer (n)					23			23
Medelvärde (Σ/n)					1,019			0,094

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2002

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -02	Nettooms år -01	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
Bergs Timber	Nej	K SEK	264 709	255 861	1,035	-4 142	173 961	-0,024
Borås Wäfveri	Nej	M SEK	1 465	1 618,10	0,905	-56,5	315,3	-0,179
Clas Ohlson	Nej	K SEK	1 731 951	1 348 640	1,284	240 066	516 315	0,465
Concordia Maritime	Nej	M SEK	768,6	1 334,80	0,576	-142,4	1 373,10	-0,104
Doro		M SEK	838,6			10,6		
Fabege (Wihlborgs)	Nej	M SEK	2 282	2 076	1,099	1 010	5 830	0,173
Fast Partner	Nej	M SEK	310,2	317	0,979	51,5	729,6	0,071
Geveko	Nej	K SEK	673 948	624 473	1,079	-60 447	501 952,50	-0,120
Heba	Nej	K SEK	194 684	171 482	1,135	101 933	200 255	0,509
Home Properties (Capona)	Nej	K SEK	296 688	290 548	1,021	128 329	832 239,50	0,154
Kabe Husvagnar	Nej	K SEK	763 353	521 954	1,462	32 188	122 119	0,264
Kinnevik	Nej	M SEK	6 110	6 120	0,998	-3 946	10 991	-0,359
Kungsleden	Nej	M SEK	1 290,60	1 038,70	1,243	451,9	2 248,90	0,201
Midway Holdings	Nej	M SEK	1 944,60	2 197,10	0,885	28,8	508,4	0,057
Nibe Industrier	Nej	M SEK	1 944,20	1 677,10	1,159	155	518,2	0,299
Novotek	Nej	K SEK	198 359	145 828	1,360	16 031	72 550	0,221
Opcon	Nej	K SEK	282 936	301 780	0,938	-18 389	110 806	-0,166
Rörvik Timber	Nej	M SEK	1198,8	1156,4	1,037	-7,4	197,95	-0,037
SAS	Nej	M SEK	64 944	51 433	1,263	-450	15 366	-0,029
Scania	Nej	M SEK	47 285	53 065	0,891	3 722	16 463	0,226
SSAB	Nej	M SEK	19 271	19 682	0,979	816	9 774,50	0,083
Traction	Nej	K SEK	435 653	390 205	1,116	-23 437	682 601,50	-0,034
Vbg Group	Nej	K SEK	532 809	552 310	0,965	31 646	274 390,50	0,115
Öresund Investment	Nej	K SEK	413 209	655 170	0,631	315 618	2 511 518,50	0,126
Summa (Σ)					24,040			1,911
Antal observationer (n)					23			23
Medelvärde (Σ/n)					1,045			0,083

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2003

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -03	Nettooms år -02	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
Bergs Timber	Nej	K SEK	289 130	264 709	1,092	5 912	113 144,50	0,052
Borås Wäfveri	Nej	M SEK	1 369,20	1 465	0,935	-54,6	257,2	-0,212
Clas Ohlson	Nej	K SEK	2 130 843	1 731 951	1,230	331 852	658 475,50	0,504
Concordia Maritime	Nej	M SEK	649,7	768,6	0,845	35,1	1 089,80	0,032
Doro	Nej	M SEK	647,5	838,6	0,772	27,6	61,7	0,447
Fabege (Wihlborgs)	Nej	M SEK	1 994	2 282	0,874	826	6 285,50	0,131
Fast Partner	Nej	M SEK	282,7	310,2	0,911	25,1	736,70	0,034
Geveko	Nej	K SEK	650 203	673 948	0,965	115 894	474 693,50	0,244
Heba	Nej	K SEK	196 404	194 684	1,009	48 912	207 118,50	0,236
Home Properties (Capona)	Nej	K SEK	285 478	296 688	0,962	134 310	846 461	0,159
Kabe Husvagnar	Nej	K SEK	742 329	763 353	0,972	44 281	142 294	0,311
Kinnevik	Nej	M SEK	5 660	6 110	0,926	3 325	9 868	0,337
Kungsleden	Ja	M SEK	1 376,20	1 290,60	1,066	484,9	2 569,10	0,189
Midway Holdings	Nej	M SEK	1 949,10	1 944,60	1,002	27,6	492,9	0,056
Nibe Industrier	Nej	M SEK	2 451,10	1 944,20	1,261	217,8	600,1	0,363
Novotek	Nej	K SEK	198 484	198 359	1,001	20 960	78 163	0,268
Opcon	Nej	K SEK	246 979	282 936	0,873	-26 252	116 689	-0,225
Rörvik Timber	Nej	M SEK	1 277,50	1 198,8	1,066	11,6	198	0,059
SAS	Nej	M SEK	57 754	64 944	0,889	-1 470	14 161	-0,104
Scania	Nej	M SEK	50 581	47 285	1,070	4 604	17 591	0,262
SSAB	Nej	M SEK	19 806	19 271	1,028	1 343	9 913,50	0,135
Traction	Nej	M SEK	434,3	435,7	0,997	-42,2	632,9	-0,067
Vbg Group	Nej	K SEK	530 396	532 809	0,995	31 254	255 373,50	0,122
Öresund Investment	Nej	K SEK	225 192	413 209	0,545	403 502	2 602 160,50	0,155
Summa (Σ)					23,287			3,490
Antal observationer (n)					24			24
Medelvärde (Σ/n)					0,970			0,145

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2004

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -04	Nettooms år -03	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
Bergs Timber	Nej	K SEK	285 158	289 130	0,986	-1 604	113 481,50	-0,014
Borås Wäfveri	Nej	M SEK	1 179,20	1 369,20	0,861	1,4	239,1	0,006
Clas Ohlson	Nej	M SEK	2 509,50	2 130,80	1,178	363,6	809,8	0,449
Concordia Maritime	Nej	M SEK	354	649,7	0,545	740,2	1 321,70	0,560
Doro	Nej	M SEK	648,8	647,5	1,002	24,7	82	0,301
Fabege (Wihlborgs)	Nej	M SEK	2 169	1 994	1,088	1 011	8 754,50	0,115
Fast Partner	Nej	M SEK	297,3	282,7	1,052	56,8	735,6	0,077
Geveko	Nej	K SEK	940 253	650 203	1,446	104 531	544 934,50	0,192
Heba	Nej	K SEK	201 963	196 404	1,028	51 684	203 686	0,254
Home Properties (Capona)	Nej	K SEK	413 254	285 478	1,448	301 365	1 107 014	0,272
Kabe Husvagnar	Nej	K SEK	965 277	742 329	1,300	72 023	175 045	0,411
Kinnevik	Nej	M SEK	6 649	5 660	1,175	1 203	12 988	0,093
Kungsleden	Ja	M SEK	1 507,80	1 376,20	1,096	571	3 168,80	0,180
Midway Holdings	Nej	M SEK	2 082,20	1 949,10	1,068	71,6	491,1	0,146
Nibe Industrier	Nej	M SEK	3 161,00	2 451,10	1,290	352,4	756,1	0,466
Novotek	Nej	K SEK	191 925	198 484	0,967	18 955	82 154	0,231
Opcon	Nej	K SEK	312 168	246 979	1,264	-46 946	96 036	-0,489
Rörvik Timber	Nej	M SEK	1 388,20	1 277,50	1,087	0,2	201,5	0,001
SAS	Nej	M SEK	58 073	57 754	1,006	-1 945	12 146,50	-0,160
Scania	Nej	M SEK	56 788	50 581	1,123	6 014	19 650,50	0,306
SSAB	Nej	M SEK	24 631	19 806	1,244	4 784	11 515,50	0,415
Traction	Nej	M SEK	387,1	434,3	0,891	58,3	642,95	0,091
Vbg Group	Nej	K SEK	604 484	530 396	1,140	40 527	261 517,50	0,155
Öresund Investment	Nej	K SEK	228 048	225 192	1,013	535 860	3 216 770,50	0,167
Summa (Σ)					26,295			4,225
Antal observationer (n)					24			24
Medelvärde (Σ/n)					1,096			0,176

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2005

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -05	Nettooms år -04	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
Bergs Timber	Nej	K SEK	374 270	285 158	1,313	-3 658	128 424,50	-0,028
Borås Wäfveri	Nej	M SEK	867,9	1 179,20	0,736	27,9	279,05	0,100
Clas Ohlson	Nej	M SEK	2 954,80	2 509,50	1,177	425,9	971,2	0,439
Concordia Maritime	Nej	M SEK	254	354	0,718	42,7	1 693,90	0,025
Doro	Nej	M SEK	621,3	648,8	0,958	-75,2	109,65	-0,686
Fabege	Nej	M SEK	2 778	2 169	1,281	2 761	10 923,50	0,253
Fast Partner	Nej	M SEK	317,8	297,3	1,069	327,5	961,1	0,341
Geveko	Nej	K SEK	991 216	940 253	1,054	166 520	658 571	0,253
Heba	Nej	K SEK	204 797	201 963	1,014	293 435	834 038,50	0,352
Home Properties (Capona)	Nej	K SEK	344 717	413 254	0,834	908 644	2 066 901	0,440
Kabe Husvagnar	Nej	K SEK	1 137 764	965 277	1,179	103 006	236 861,50	0,435
Kinnevik	Nej	M SEK	4 618	6 649	0,695	4 647	18 888	0,246
Kungsleden	Nej	M SEK	1 845,10	1 507,80	1,224	2 115,90	5 079,50	0,417
Midway Holdings	Nej	M SEK	2 070,90	2 082,20	0,995	127	530,50	0,239
Nibe Industrier	Nej	M SEK	3 819,10	3 161,00	1,208	273,6	948,1	0,289
Novotek	Nej	K SEK	199 101	191 925	1,037	21 770	86 463,50	0,252
Opcon	Nej	K SEK	343 843	312 168	1,101	-12 530	82 479,50	-0,152
Rörvik Timber	Nej	M SEK	1 879,10	1 388,20	1,354	59,8	222,7	0,269
SAS	Nej	M SEK	61 887	58 073	1,066	418	11 331,50	0,037
Scania	Nej	M SEK	63 328	56 788	1,115	6 765	22 388,50	0,302
SSAB	Nej	M SEK	27 804	24 631	1,129	5 671	13 592	0,417
Traction	Nej	M SEK	298,2	387,1	0,770	290,8	907,45	0,320
Vbg Group	Nej	K SEK	778 470	604 484	1,288	97 367	299 209,50	0,325
Öresund Investment	Nej	K SEK	178 936	228 048	0,785	2 135 244	5 525 277,50	0,386
Summa (Σ)					25,098			5,270
Antal observationer (n)					24			24
Medelvärde (Σ/n)					1,046			0,220

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2006

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -06	Nettooms år -05	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
Bergs Timber	Nej	K SEK	585 020	374 270	1,563	38 804	163 379,50	0,238
Borås Wäfveri	Nej	M SEK	621,8	867,9	0,716	-62,8	281,6	-0,223
Clas Ohlson	Nej	M SEK	3 567,60	2 954,80	1,207	491	1 157,80	0,424
Concordia Maritime	Nej	M SEK	381,2	254	1,501	52,5	1 699	0,031
Doro	Nej	M SEK	433,2	621,3	0,697	-81,7	31,85	-2,565
Fabege	Nej	M SEK	2 343	2 778	0,843	1 863	11 452	0,163
Fast Partner	Nej	M SEK	320,5	317,8	1,008	315,5	1 304,20	0,242
Geveko	Nej	K SEK	1 035 008	991 216	1,044	124 714	768 342	0,162
Heba	Nej	K SEK	191 561	204 797	0,935	414 967	1 615 925	0,257
Home Properties	Nej	K SEK	209 151	344 717	0,607	389 089	2 752 768,50	0,141
Kabe Husvagnar	Nej	K SEK	1 229 296	1 137 764	1,080	95 114	297 714,50	0,319
Kinnevik	Nej	M SEK	6 305	4 618	1,365	11 608	28 863	0,402
Kungsleden	Nej	M SEK	2 349,20	1 845,10	1,273	3 574,50	8 174,80	0,437
Midway Holdings	Nej	M SEK	2 358,20	2 070,90	1,139	323,6	659,60	0,491
Nibe Industrier	Nej	M SEK	4 958	3 819,10	1,298	501,5	1 157,50	0,433
Novotek	Nej	K SEK	212 384	199 101	1,067	21 002	90 799	0,231
Opcon	Nej	K SEK	416 865	343 843	1,212	43 923	118 106	0,372
Rörvik Timber	Nej	M SEK	2 113,00	1 879,10	1,124	91,2	278,85	0,327
SAS	Nej	M SEK	60 777	61 887	0,982	292	13 935	0,021
Scania	Ja	M SEK	70 738	63 328	1,117	8 583	24 928	0,344
SSAB	Nej	M SEK	31 054	27 804	1,117	6 052	14 759,50	0,410
Traction	Nej	M SEK	295,6	298,2	0,991	176,10	1217,4	0,145
Vbg Group	Nej	K SEK	11 630 132	778 470	14,940	165 766	3680662,5	0,045
Öresund Investment	Nej	K SEK	255 657	178 936	1,429	2 621 856	8 497 734	0,309
Summa (Σ)					40,258			3,156
Antal observationer (n)					24			24
Medelvärde (Σ/n)					1,677			0,131

Bolag som i princip *aldrig* haft aktierelaterade incitamentsprogram under perioden 1999-2007

2007

Bolag	A IP	Enhet	Nettooms år -07	Nettooms år -06	Oms.tillväxt	Res e fin poster	Justerat EK	Avkastning på EK
Bergs Timber	Nej	M SEK	738,9	585	1,263	143,6	236,5	0,607
Borås Wäfveri	Nej	M SEK	525,7	621,8	0,845	-97,4	194,65	-0,500
Clas Ohlson	Nej	M SEK	4 101,20	3 567,60	1,150	537,8	1 312,10	0,410
Concordia Maritime	Nej	M SEK	457,2	381,2	1,199	48	1 626,80	0,030
Doro	Nej	M SEK	346,3	433,2	0,799	8,1	35,55	0,228
Fabege	Nej	M SEK	2 066	2 343	0,882	2 066	11 796	0,175
Fast Partner	Nej	M SEK	381,5	320,5	1,190	471,7	1 566,80	0,301
Geveko	Nej	K SEK	1 078 802	1 035 008	1,042	-17 673	612 516,50	-0,029
Heba	Nej	K SEK	183 847	191 561	0,960	357 804	1 846 712,50	0,194
Home Properties	Nej	K SEK	222 925	209 151	1,066	741 037	2 321 401	0,319
Kabe Husvagnar	Nej	K SEK	1 431 441	1 229 296	1,164	110 644	344 350	0,321
Kinnevik	Nej	M SEK	7 673	6 305	1,217	16 266	42 339	0,384
Kungsleden	Nej	M SEK	2 323,60	2 349,20	0,989	2 620,90	9 370,20	0,280
Midway Holdings	Nej	M SEK	2 449,50	2 358,20	1,039	191,4	773,8	0,247
Nibe Industrier	Nej	M SEK	5 402,50	4 958	1,090	445	1 415,60	0,314
Novotek	Nej	K SEK	262 647	212 384	1,237	17 794	92 379	0,193
Opcon	Ja	K SEK	336 146	416 865	0,806	13 315	193 963	0,069
Rörvik Timber	Nej	M SEK	2 641,80	2 113,00	1,250	236,8	390,05	0,607
SAS	Nej	M SEK	52 251	60 777	0,860	1 052	16 748	0,063
Scania	Nej	M SEK	84 486	70 738	1,194	11 906	25 468,50	0,467
SSAB	Nej	M SEK	47 651	31 054	1,534	6 399	22 125,50	0,289
Traction	Nej	M SEK	282,3	295,6	0,955	82	1 322,90	0,062
Vbg Group	Nej	K SEK	1 323 331	11 630 132	0,114	201 502	469 830,50	0,429
Öresund Investment	Nej	K SEK	176 727	255 657	0,691	-400 496	9 307 021,50	-0,043
Summa (Σ)					24,538			5,417
Antal observationer (n)					24			24
Medelvärde (Σ/n)					1,022			0,226

Bilaga 6

Beräkning av testvärden

Omsättningstillväxt

År	$X_1 - X_2$	$\sum(x_1^2)$	$(\sum x_1)^2$	s_1	s_1^2/n_1	$\sum(x_2^2)$	$(\sum x_2)^2$	s_2	s_2^2/n_2	testvärde
1999	0,111	31,007	545,456	0,443	0,010	22,999	447,161	0,184	0,002	1,013
2000	0,119	51,197	794,451	0,848	0,033	30,450	653,518	0,188	0,002	0,636
2001	0,729	237,136	1910,127	2,588	0,268	24,797	548,777	0,206	0,002	1,403
2002	0,705	348,700	2070,796	3,281	0,414	26,066	577,922	0,207	0,002	1,093
2003	0,021	26,627	664,144	0,208	0,002	23,066	542,284	0,143	0,001	0,383
2004	0,019	37,410	840,594	0,451	0,008	29,662	691,427	0,193	0,002	0,190
2005	0,148	41,212	964,165	0,406	0,006	27,162	629,910	0,200	0,002	1,655
2006	-0,602	32,639	780,644	0,323	0,004	252,401	1620,707	2,835	0,335	-1,034
2007	0,288	49,827	988,096	0,613	0,016	26,794	602,113	0,272	0,003	2,089

Avkastning på eget kapital

År	$X_1 - X_2$	$\sum(x_1^2)$	$(\sum x_1)^2$	s_1	s_1^2/n_1	$\sum(x_2^2)$	$(\sum x_2)^2$	s_2	s_2^2/n_2	testvärde
1999	-0,049	2,388	4,272	0,330	0,005	0,970	8,685	0,168	0,001	-0,633
2000	-0,262	7,678	0,154	0,591	0,015	2,286	29,106	0,214	0,002	-2,009
2001	-0,311	13,716	29,409	0,723	0,021	0,730	4,700	0,155	0,001	-2,097
2002	-0,246	6,642	17,901	0,488	0,010	1,090	3,652	0,206	0,002	-2,246
2003	-0,278	4,381	11,916	0,396	0,010	1,310	12,180	0,187	0,001	-2,651
2004	-0,268	21,106	5,693	0,914	0,032	1,894	17,851	0,224	0,002	-1,453
2005	-0,259	15,556	1,036	0,788	0,024	2,582	27,773	0,249	0,003	-1,576
2006	-0,222	16,682	5,626	0,812	0,025	8,652	9,960	0,598	0,015	-1,110
2007	-0,153	5,740	3,087	0,494	0,010	2,497	29,344	0,235	0,002	-1,397

n = antal observationer

s = standardavvikelse

X = medelvärde

x = beräknat värde utifrån observationer

Formel för beräkning av standardavvikelse (S)

$$S^2 = \frac{\sum(x^2) - \frac{(\sum x)^2}{n}}{n - 1}$$

$$S = \sqrt{S^2}$$

Formel för beräkning av testvärde (t)

$$t = \frac{(X_1 - X_2)}{\sqrt{((s_1^2/n_1) + (s_2^2/n_2))}}$$

Bilaga 7

Beräkning av frihetsgrader

Omsättningstillväxt

År	s_1^2/n_1	s_2^2/n_2	n_1-1	n_2-1	Frihetsgrader
1999	0,010	0,002	19	19	26
2000	0,033	0,002	21	21	23
2001	0,268	0,002	24	22	24
2002	0,414	0,002	25	22	25
2003	0,002	0,001	25	23	44
2004	0,008	0,002	25	23	36
2005	0,006	0,002	25	23	39
2006	0,004	0,335	25	23	23
2007	0,016	0,003	23	23	31

Avkastning på eget kapital

År	s_1^2/n_1	s_2^2/n_2	n_1-1	n_2-1	Frihetsgrader
1999	0,005	0,001	20	19	27
2000	0,015	0,002	22	21	27
2001	0,021	0,001	24	22	26
2002	0,010	0,002	25	22	34
2003	0,010	0,001	25	23	29
2004	0,032	0,002	25	23	28
2005	0,024	0,003	25	23	31
2006	0,025	0,015	25	23	46
2007	0,010	0,002	23	23	31

Formel för beräkning av frihetsgrader (degrees of freedom, df)

$$df^* = \frac{((s_1^2/n_1) + (s_2^2/n_2))^2}{((s_1^2/n_1)^2 / (n_1-1)) + ((s_2^2/n_2)^2 / (n_2-1))}$$

*Erhållen kvot skall utan undantag avrundas nedåt till närmaste heltal.

Högskolan i Borås är en modern högskola mitt i city. Vi bedriver utbildningar inom ekonomi och informatik, biblioteks- och informationsvetenskap, mode och textil, beteendevetenskap och lärarutbildning, teknik samt värdvetenskap.

På **institutionen för data- och affärsvetenskap (IDA)** har vi tagit fasta på studenternas framtida behov. Därför har vi skapat utbildningar där anställningsbarhet är ett nyckelord. Ämnesintegration, helhet och sammanhang är andra viktiga begrepp. På institutionen råder en närhet, såväl mellan studenter och lärare som mellan företag och utbildning.

Våra **ekonomiutbildningar** ger studenterna möjlighet att lära sig mer om olika företag och förvaltningar och hur styrning och organisering av dessa verksamheter sker. De får även lära sig om samhällsutveckling och om organisationers anpassning till omvärlden. De får möjlighet att förbättra sin förmåga att analysera, utveckla och styra verksamheter, oavsett om de vill ägna sig åt revision, administration eller marknadsföring. Bland våra **IT-utbildningar** finns alltid något för dem som vill designa framtidens IT-baserade kommunikationslösningar, som vill analysera behov av och krav på organisationers information för att designa deras innehållsstrukturer, bedriva integrerad IT- och affärsutveckling, utveckla sin förmåga att analysera och designa verksamheter eller inrikta sig mot programmering och utveckling för god IT-användning i företag och organisationer.

Forskningsverksamheten vid institutionen är såväl professions- som design- och utvecklingsinriktad. Den övergripande forskningsprofilen för institutionen är handels- och tjänsteutveckling i vilken kunskaper och kompetenser inom såväl informatik som företagsekonomi utgör viktiga grundstenar. Forskningen är välrenommerad och fokuserar på inriktningarna affärsdesign och Co-design. Forskningen är också professionsorienterad, vilket bland annat tar sig uttryck i att forskningen i många fall bedrivs på aktionsforskningsbaserade grunder med företag och offentliga organisationer på lokal, nationell och internationell arena. Forskningens design och professionsinriktning manifesteras också i InnovationLab, som är institutionens och Högskolans enhet för forskningsstödande systemutveckling.



HÖGSKOLAN I BORÅS

VETENSKAP FÖR PROFESSION

BESÖKSADRESS: JÄRNVÄGSGATAN 5 · POSTADRESS: ALLÉGATAN 1, 501 90 BORÅS
TFN: 033-435 40 00 · E-POST: INST.IDA@HB.SE · WEBB: WWW.HB.SE/IDA