

Södertörns Högskola
Institutionen för ekonomi och företagande
Företagsekonomi C
Kandidatuppsats 10p
Handledare: Åke Bertilsson
Vårterminen 2006

södertörns
högskola

UNIVERSITY COLLEGE

Granskning av VD:s rörliga lön

ur ett aktieägarperspektiv

Bhupinder Singh 800310
Stefan Nyberg-Nilsson 831111

SAMMANFATTNING

Titel: Granskning av VD:s rörlig lön – ur ett aktieägarperspektiv

Bakgrund och problem: Det har länge varit populärt bland de inhemska börsbolagen att använda olika typer av ersättningar som ett sätt att motivera sina anställda. Under början av 2000-talet uppdagades ett antal bolagsskandaler som gjorde att allmänheten började se bonus som ett begrepp för ohederlighet. Bland förlorarna i dessa skandaler var aktieägarna som när kurserna föll förlorade de delar av sitt sparade kapital.

Syftet och avgränsningar: Syftet med denna undersökning är att utifrån ett aktieägarperspektiv undersöka hur den kortsiktiga rörliga ersättningen för svenska börsföretags verkställande direktörer förhåller sig till ägarnas intressen. Samt att analysera hur detta har ändrats över tiden. Undersökningen kommer enbart att omfatta rörlig lön till företagens verkställande direktörer på Stockholmsbörsens A-lista.

Metod: Den data som kommer att inhämtas i den här uppsatsen kommer ifrån årsredovisningar, artiklar och en intervju. Vi har själva handplockat de 16 bolag utav 33 bolag som finns på stockholmsbörsens A-lista som har olika verksamhetsinriktningar.

Slutsats: Undersökningen visar att majoriteten av de undersökta företagen följer aktiespararnas rekommendationer om hur den rörliga lönen skall beräknas. Vi anser dock att som bonusprogrammen är utformade idag är den rörliga lönen oftast en mer lönsam affär för den verkställande direktören än aktieägarna. Den rörliga lönen ökar ofta med det mångdubbla mot vad som presteras gentemot företag.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING.....	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION	2
1.3 SYFTET	3
1.3.1 FRÅGESTÄLLNINGAR.....	3
1.4 AVGRÄNSNINGAR	3
1.5 BEGREPPSLISTA.....	3
2. METOD	4
2.1 ÄMNESVAL	4
2.2 VETENSKAPLIG ANSATS	4
2.3 ANGREPPSSÄTT	5
2.4 DATAINSAMLINGSMETOD	6
2.5 URVAL.....	6
2.6 VALIDITET OCH RELIABILITET	7
3. TEORI.....	9
3.1 TEORETISK GENOMGÅNG.....	9
3.1.1 Agentteorin	9
3.1.2 Intressentmodellen	9
3.1.3 Belöningsystem	10
3.1.4 Nyckeltal.....	12
3.2 TEORETISK SYNTES	14
3.3 TEORETISK REFERENSRAM.....	15
4. EMPIRI.....	16
4.1 FÖRETAGSPRESENTATION.....	16
4.2 RESULTAT AV FRÅGESTÄLLNINGARNA.....	18
4.2.1 Aktiespararnas synpunkter på den rörliga lönen.....	18
4.2.2 Kriterier för bonus.....	20
4.2.3 Hur utvecklas bonus i förhållande till olika lönsamhetsmått?.....	21
5. ANALYS	25
6. SLUTSATS.....	30
6.1 FORTSATT FORSKNING.....	31
KÄLLFÖRTECKNING	32

BILAGA 1: Intervjufrågor

BILAGA 2: Maxgräns

BILAGA 3: Beräkningar av lönsamhetsmått

1. INLEDNING

I detta kapitel kommer vi först presentera bakgrunden till uppsatsen. Därefter följer en problemdiskussion om det valda ämnet. Vidare redogörs även uppsatsens syfte och avgränsningar.

1.1 Bakgrund

Det har länge varit populärt bland de inhemska börsbolagen att använda olika typer av ersättningar som ett sätt att motivera sina anställda. Det vanligaste är rörlig lön, pensioner och optioner. Dessa ersättningar har ofta varit väldigt kostsamma för företaget men man har vidhållit att de som omfattas av ersättningarna har presterat bättre vilket har gett goda resultat för företagen. Under början av 2000-talet uppdagades ett antal bolagsskandaler som gjorde att allmänheten började se bonus som ett begrepp för ohederlighet, giriga direktörer och chansen för ett fåtal att sko sig på ”alla andra”¹.

De två mest uppmärksammade skandalerna skedde i USA. Företagen Enron och WorldCom var två av Amerikas största företag när det avslöjades att de hade, genom utnyttjande av amerikanska redovisningsregler, redovisat resultat som egentligen var förluster. Allmänheten ansåg att den bakomliggande faktorn för skandalerna var ledningarnas ersättningar. Hade företagen redovisat det verkliga resultatet hade optionerna förlorat sitt värde och inga bonusar hade betalats ut².

Sverige har inte förskonats från dessa skandaler. Under 2003 upptäcktes felaktigheter i det svenska företaget Skandia. Företagets ledning hade tagit bort det numera berömda ”taket” på ersättningssystemet. Följden blev att istället för att den rörliga ersättningen skulle hamna på ca 500 MSEK men kostnaden blev 1500 MSEK. Om det nu varit så att företaget verkligen tjänat dessa pengar pga att de haft dessa ersättningar så behöver det inte vara oskäligen belopp. Problemet var att ersättningar var baserade på framtida intäkter vilka försvann när börserna stört dök 2002-2003.³

Två andra exempel där företagsledare har plockat ut bonus, utan att ha visat några resultat, är företagen Stora Enso och Ericsson. Den verkställande direktören för Stora Enso har kunnat

¹ Jäghult, Bo (2005) *Morötter*

² <http://www.svt.se/svt/jsp/Crosslink.jsp?d=46146&a=513526>

³ Jäghult, Bo (2005) *Morötter*

hämta ut bonus år ut och år in även fast företaget gjort miljardförluster⁴. I Ericsson panik sålde man tillgångar i slutet av 2001 för att rädda ledarnas bonus som var kopplade till kassaflödet. Trots en förlust på 21 mdr och djup kris i företaget betalades bonus ut⁵. Hur ser det då ut på Stockholms börsen? Finns det någon koppling mellan lönsamhet och bonus?

1.2 Problemdiskussion

I Aktiebolagslagen (Kap 12:1 2 st) kan man läsa att syftet med aktiebolag är att bereda aktieägarna vinst⁶. Företag ska med andra ord arbeta för att ge dess ägare så stor avkastning som möjligt på det kapital som ägarna satsat i företaget. Folk väljer att investera i aktier eftersom man tror att dessa kommer att ge dem mer avkastning än vad t.ex. bankräntan ger.

Undersökningar i USA har visat att företag med olika incitamentprogram är mer villiga att ta risker och har oftast en dålig creditsituation⁷. Det finns alltså en risk att satsa pengar i företag med olika incitamentprogram. Det visades bland annat när företag som Enron och WorldCom gick i konkurs där tusentals aktieägare förlorade delar av sina sparade pengar.

Det har inte bara varit de amerikanska aktieägarna som har blivit påverkade av skandaler. Skandiaaktien föll när skandalen uppdagades vilket gjorde att aktieägarna förlorade stora belopp. Den miljard som bonusprogrammet överstegs med skulle istället kunna ha delats ut till ägarna. I Ericsson gjordes 2001 ingen utdelning till aktieägarna trots att man gav företagets ledare bonus⁸.

Michael C. Jensen, som är en välkänd professor inom finansiell ekonomi, har skrivit ett flertal rapporter om ledande befattningshavares ersättningar. Jensen har upptäckt att ledarnas bonus ofta inte är kopplade till företagets tillväxt. I många fall har den rörliga delen inte haft någon koppling till företagets finansiella status utan kriteriet har varit att diverse kvalitativa mål, som antalet ingångna kontrakt, ska uppnås. Problemet med dessa kvalitativa mål är att de inte offentliggörs vilket gör det svårt för aktieägarna att veta om man tar hänsyn till deras bästa⁹.

⁴ www.di.se/Index/Nyheter/2006/03/31/182021.htm

⁵ www.di.se/Index/Nyheter/2002/01/26/40313.htm

⁶ <http://lagen.nu/1975:1385>

⁷ http://svt.se/svt/jsp/Crosslink.jsp?d=46152&a=556166&lid=puff_555746&lpos=extra_0

⁸ www.di.se/Index/Nyheter/2002/01/26/40313.htm

⁹ <http://www.sns.se/zino.aspx?articleID=947>

1.3 Syftet

Syftet med denna undersökning är att utifrån ett aktieägarperspektiv undersöka hur den kortsiktiga rörliga ersättningen för svenska börsföretags verkställande direktörer förhåller sig till ägarnas intressen. Samt att analysera hur detta har ändrats över tiden.

1.3.1 Frågeställningar

- Vilka är Aktiespararnas synpunkter/rekommendationer på VD:s rörliga lön?
- Vilka typer av kriterier använder företagen för verkställande direktörers rörliga lön?
- Hur utvecklas VD:s rörliga lön i förhållande till olika lönsamhetsmått?

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa vår undersökning till de mest omsatta företagen på Stockholmsbörsens A-lista. Undersökningen kommer enbart att omfatta rörlig lön till företagens verkställande direktörer då dessa står för den största delen av de bonusar som betalas ut varje år. Undersökningen kommer omfatta åren 2003 och 2004 då dessa ligger före och efter skandalen i Skandia. Kriterierna är att företagen i undersökningen ska ha använt sig av rörlig lön både 2003 och 2004 samt redovisar de siffror vi behöver för undersökningen.

1.5 Begreppslista

- Rörlig lön/Rörlig ersättning/Bonus
- Stockholmsbörsens mest omsatta bolag/Stockholmsbörsens A-lista
- Bolag/Företag
- VD/Verkställande direktör/Ledande befattningshavare
- Tak/Maxgräns
- Lönsamhetsmått/Nyckeltal

2. METOD

I detta kapitel presenterar vi uppsatsens samt undersöknings metod. Vidare ges motiveringar till de gjorda valen. Avslutningsvis diskuterar vi uppsatsens trovärdighet i form av dess validitet och reliabilitet.

2.1 Ämnesval

Intresset för bonusprogram växte fram under kursen *redovisning och praxis*. Ämnet är aktuellt och har fått mycket uppmärksamhet i media under 2005 och början av 2006. Vi har bland annat kunna läsa i tidningarna om bonusprogrammets framfart:

”Bolagens bonusregn på väg tillbaka, de gyllene bonustiderna är på väg tillbaka. Från en tid då börsföretagens bonusprogram var helt utdöda efter skandalerna i Skandia har de blivit högsta mode igen”¹⁰

(Näringsliv24 2006-01-25)

Från början tittade vi på olika idéer och tankar kring stora företag. Omfattande diskussioner och informationssökning har lett fram till att vi bestämde oss för att granska den kortsiktiga rörliga ersättningen till direktörer i de mest omsatta bolagen på Stockholmsbörsen.

Undersökningsperioden kommer att vara före och efter Skandia skandalen. Detta val har vi gjort för att vi är intresserade av ämnet och för att rättegången mot Skandiaschefen Lars-Eric Petersson fortsätter under året. Så frågan om ersättningarna till företagsledningen upplever vi som aktuellt och intresseväckande.¹¹

2.2 Vetenskaplig ansats

Enligt Jacobsen (2002) kan den vetenskapliga ansatsen beskrivas genom att skilja mellan deduktion och induktion.

Ett deduktivt arbetssätt är att gå från teori till empiri. Anhängare av denna strategi hävdar att det bästa sättet att arbeta är att först skaffa sig vissa förväntningar om hur världen ser ut och därefter gå ut och samla in information för att se om förväntningarna stämmer överens med verkligheten. Förväntningarna bygger på tidigare empiriska erfarenhet och teorier¹².

¹⁰ <http://www.nordicinvestorservices.com/news.asp>

¹¹ http://www.n24.se/dynamiskt/sverige/did_11632432.asp

¹² Jacobsen, D.I (2002) *Vad hur och varför?*

Det omvända förhållandet gäller om forskaren arbetar induktivt. Man kan då säga att forskaren följer upptäckandets väg. Forskaren kan då studera forskningsobjektet, utan att först ha förankrat undersökningen i en tidigare vedertagen teori. I motsatt mot ett deduktivt angreppssätt går forskaren här från empiri till teori¹³.

Vår studie bygger på en deduktiv ansats. Anledningen till att vi använder oss av ett deduktivt arbetssätt är att vi har valt att utgå från befintliga teorier som vi kommer att tillämpa på de resultat vi får av undersökningen. För att genomföra en deduktiv studie kommer vi att samla in data genom årsredovisningar från utvalda företag på Stockholmsbörsens A-lista samt genom en telefonintervju med Aktiespararna. Denna data ska vi sedan använda för att se om våra teorier stämmer eller inte.

2.3 Angreppssätt

Det som är avgörande för om vi kommer att bedriva i huvudsak kvantitativ eller kvalitativ inriktad forskning är hur vi har formulerat vårt undersökningsproblem. Beteckningarna kvantitativ och kvalitativ inriktad forskning syftar på hur vi väljer att bearbeta och analysera den information vi har samlat in.

Med Kvantitativ inriktad forskning menas sådan forskning som använder sig av statistiska bearbetnings- och analysmetoder. Med kvalitativ inriktad forskning menas sådan forskning som använder sig av verbala analysmetoder¹⁴. Medan kvantitativ data opererar med siffror och storlekar, opererar kvalitativa data med mening. Mening förmedlas i huvudsak via språk och handlingar. För ekonomer är kvantitativa data först och främst rena siffror, men också andra storleksuppgifter som timmar och antal gånger något blir gjort.¹⁵

Studien kommer att bygga på en telefonintervju med aktiespararna samt en granskning av årsredovisningarna från utvalda företag som ska analyseras med hjälp av olika kvantitativa mått kombinerat med kvalitativ data.

¹³ Patel, R och Davidson, B (1994) *Forskningsmetodikens grunder*

¹⁴ Patel, R och Davidson, B (1994) *Forskningsmetodikens grunder*

¹⁵ Jacobsen, D.I (2002) *Vad hur och varför?*

2.4 Datainsamlingsmetod¹⁶

Vid informationsinsamlingen till en studie kan forskaren använda sig av ny data eller av tillgänglig data. Detta kallas också för primär- eller sekundärdata.

2.4.1 Primärdata

Primärdata kallas sådan information som samlas in direkt från personer eller grupper. Forskaren är på plats och samlar in uppgifterna. Primärdata får vi in genom att använda metoder som intervjuer, observationer eller frågeformulär.

2.4.2 Sekundärdata

Forskaren kan också arbeta med andra typer av information, som går under samlingsnamnet sekundärdata. Här är det inte forskaren som samlar in informationen direkt från källan. Istället använder forskaren information som är insamlad av andra. Det vill säga redan existerande och tillgänglig data. Historieforskning måste nästan alltid bygga på denna typ av data, i alla fall om forskaren studerar historia som ligger något tillbaka i tiden. Men också andra samhällsvetenskaper använder sekundärdata. Sådana data kan vara av både kvalitativt och kvantitativt slag.

Den sekundärdata som kommer att inhämtas i den här uppsatsen kommer ifrån årsredovisningar, artiklar, litteratur samt en intervju. Årsredovisningarna ger dock en begränsad information och lämnar rum för olika tolkningar av siffrorna.

2.5 Urval¹⁷

Vid vetenskapliga studier kan inte forskaren samla in data från alla som ingår i undersökningskategorin. Forskaren är därför hänvisad till att hämta in uppgifter från en del av hela kategorin.

Det finns huvudsakligen två typer av urvalstekniker som forskaren kan använda. Det första brukar kallas sannolikhetsurval och det andra icke-sannolikhetsurval. Ett sannolikhetsurval är

¹⁶ Jacobsen, D.I (2002) *Vad hur och varför?*

¹⁷ Denscombe, M (2000) *Forskningshandboken*

slumpmässigt och alla har samma chans att hamna i urvalet. I ett icke sannolikhetsurval är det den som gör undersökningen som bedömer vilka som ska ingå i urvalet.

Den urvalsteknik som våran undersökning är byggd på är ett icke sannolikhetsurval och kan sägs vara ett subjektivt urval. Forskaren har en viss kännedom om de människor eller företeelser som ska undersökas, och forskaren väljer medvetet vissa av dem eftersom det anses troligt att just dessa ger den värdefullaste datan. Fördelen med subjektivt urval är att det tillåter forskaren närma sig människor eller företeelser som han eller hon på goda grunder kan anta vara avgörande för undersökningen

Vi har själva handplockat 16 av 33 bolag från stockholmsbörsens A-lista med olika verksamhetsinriktningar. Vi väljer dessa undersökta företag för att de använder sig av rörlig ersättning under både 2003 och 2004 samt de redovisar de siffror vi behöver för undersökningen.

Vi väljer stockholmsbörsens A-lista då det är lätt att få tag i information om dessa företag samt att de är etablerade företag som funnits länge. Ingen hänsyn kommer att tas till vilken verksamhetsinriktning företaget har då vi inte ansett det vara viktigt.

2.6 Validitet och Reliabilitet¹⁸

En undersökning ska vara en metod att samla in Empiri. Oavsett vilket slags Empiri det rör sig om bör den uppfylla två krav:

- Empirin måste vara giltig och relevant (valid).
- Empirin måste vara tillförlitlig och trovärdig (reliabel).

2.6.1 Validitet

Validitet betyder att undersökningen är giltig och relevant. Det vill säga att det som avses mätas verkligen mäts. För att få en god validitet har vi utgått från vår problemformulering och vårt syfte, då vi har tagit fram empiri från årsredovisningar. På det sättet har vi fått relevant information för att kunna göra en bra undersökning. Vid datasamlingsprocessen har vi granskat företagens årsredovisningar ett antal gånger. Det har givit uppsatsen god validitet.

¹⁸ Jacobsen, D.I (2002) *Vad hur och varför?*

Det som kan ha påverkat validiteten negativt, är att när vi gjorde intervju med aktiespararna skedde det på telefon och inte personligt. Vilket inte gav oss möjlighet att se intervju personens ansiktsuttryck, kroppsspråk och reaktioner på frågorna. På grund av användandet av telefonintervju kan respondenten ha känt sig pressad och gett oss stressade svar.

2.6.2 Reliabilitet

Reliabilitet betyder mätinstrumentens tillförlitlighet och visar hur pålitliga resultaten från en undersökning är. Man testar reliabilitet bl.a. genom att se efter om undersökningen är korrekt gjord. För att uppnå en god reliabilitet har vi iakttagit största möjliga noggrannhet vid registreringen av informationen. Sammanfattningsvis tror vi att vår granskning ger ett korrekt resultat utifrån vad vi kommer att mäta.

3. TEORI

I detta kapital kommer vi börja med att beskriva de teorier som kommer att användas i uppsatsen. Sedan kommer ett avsnitt med vilka faktorer vi ansett vara viktigt i dessa teorier och en avslutning med hur dessa element tillämpas i uppsatsen.

3.1 Teoretisk genomgång

3.1.1 Agentteorin¹⁹

Agentteorin uppstod under 1970-talet mycket pga. uppmärksamheten runt redovisningens politiska natur. Med teorin vill man beskriva hur verkligheten ser ut och inte påverka den. Fokuset i teorin ligger på förhållandet mellan aktörerna på redovisningsområdet och de konflikter som kan uppstå.

Agentteorin utgår från två olika aktörer. Agenten är den aktör som blir anlitad av den andra aktören, principalen, för att utföra arbete åt denna. Förhållandet mellan dessa två aktörer är inte problemfritt utan det kan uppstå konflikter. Teorin utgår ifrån att alla aktörer på marknaden är rationella och nyttomaximerande. Det betyder att agenten hela tiden försöker öka sin ekonomiska vinning vilket kan vara på bekostnad av principalens intressen. Problemet är att principalen som anlitar agenten inte hela tiden kan övervaka och kontrollera att alla beslut som tas ger principalen störst ekonomisk vinning. Risken finns att agenten börjar arbeta i eget intresse vilket oftast är motsatsen till vad principalen anser vara bra.

Principalen försöker dock kontrollera agenten vilket gör att diverse kostnader uppstår. Ett sätt är att införa olika ersättningssystem som baseras på principalens intressen. Meningen är att agenten på så sätt ska arbeta för att uppfylla dessa intressen och därefter få ersättning vilket gynnar båda.

3.1.2 Intressentmodellen²⁰

Intressentmodellen utgår från förhållandet mellan ett företag och dess intressenter. Företagets intressenter består av alla de som har ett utbytesförhållande med företaget. Exempel på dessa är:

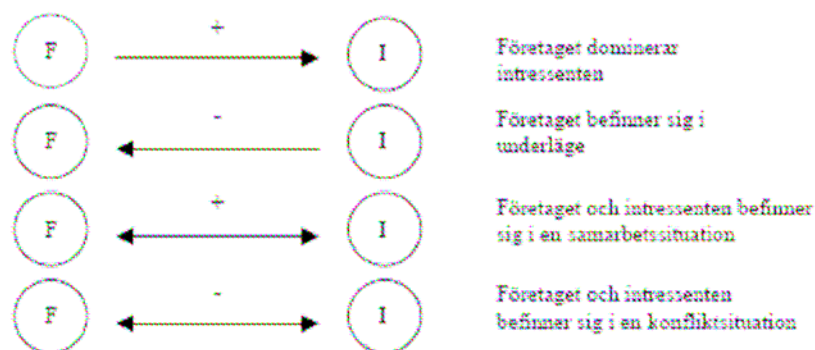
¹⁹ Artsberg, K (2005) *Redovisningsteori –policy och –praxis*

²⁰ Bruzelius, Lars H och Skärvad, Per Hugo (1999) *Integrerad organisationslära*

- Ägarna
- Intresseorganisationer
- Anställda
- Företagsledningen
- Kunderna

De olika intressenterna bidrar till företagets framgång på olika sätt. Ägarna satsar exempelvis kapital i företaget, anställda bidrar med sitt arbete och kunderna genom att köpa produkter.

Problemet ligger i att intressenterna hela tiden arbetar för att få sina behov tillgodosedda. Man vill öka de belöningar man får i förhållande till vad man bidrar. Det blir därför viktigt för företaget att skapa ett jämviktsförhållande mellan intressenterna. Man måste kunna balansera de krav som ställs. Detta kan vara svårt då intressenternas krav kan krocka med varandra.



Figur 1. Intressemodellen²¹

Om de anställda vill ha högre löner måste man höja försäljningspriset som konkurrerar med kundernas krav. Risken finns därför att om vågen välter över mot en sida finns en risk att en grupp intressenters krav inte kan tillgodoses. När det händer lämnar man oftast företaget och försöker få sina behov tillgodosedda på annat håll.

3.1.3 Belöningsystem²²

Svenska börsbolag använder sig idag av olika typer av ersättningar till sina ledande befattningshavare. Dessa ersättningar brukar definieras i termer av monetära och ickemonetära. De monetära innefattar exempelvis fast lön, rörlig lön samt

²¹ Bruzelius, Lars H och Skärvad, Per Hugo (1999) *Integrerad organisationslära*

²² Smitt, R (2002) *Belöningsystem – nyckeln till framgång*

pensionsersättningar. De ickemonetära belöningarna kan innefatta utbildning, utmanade arbetsuppgifter och status. I denna uppsats är det de monetära ersättningarna vi kommer att lägga fokus på.

3.1.3.1 Monetära ersättningar

De monetära ersättningarna kan delas upp i långsiktiga och kortsiktiga. Optionsprogram är ett vanligt långsiktigtprogram. Den som omfattas av programmet får teckna optioner som innebär att man har rätt att köpa aktier till ett förbestämt pris. Optionerna löper sedan över ett antal år innan de får lösas in. Fördelen med detta program är att de som omfattas av programmet får samma mål som aktieägarna. Båda parter tjänar på att aktien blir mer värd. De kortsiktiga programmen är det som kommer att undersökas i denna uppsats. Fokusen kommer att läggas på de rörliga ersättningar som börsbolagen använder sig av i allt större utsträckning.

3.1.3.2 Kortsiktig rörlig ersättning

Kortsiktig rörlig ersättning är vanligt förekommande i börsbolagen. Det är nästan standard att man som VD kan utgå ifrån en rörlig del av lönen utöver den fasta. Syftet är att motivera VD:n att prestera goda resultat. Dessa sträcker sig oftast endast över ett till tre år innan de förhandlas om.

Det är den rörliga delen som fått mycket uppmärksamhet de senaste åren efter diverse avslöjanden om oskäligen utbetalningar till ledande befattningshavare. Men att använda sig av en rörlig del av lönen är inte bara negativt. Michael C. Jensen, som vi skrivit om i problemdiskussionen, anser att merparten av en VD:s lön ska vara rörlig. Gör verkställande direktören ett dåligt arbete kan det ge företaget stora kostnader men de behöver inte betala ut en hög lön. Presterar företaget goda resultat får VD:n en hög lön men då finns det tillgångar att ta ifrån²³.

3.1.3.3 Finansiella och icke-finansiella mål²⁴

Vid införande av bonusprogram måste företaget besluta på vilka grunder bonusen ska betalas ut. De mått de väljer visar samtidigt vad bolaget anser vara viktigt. Väljer företaget att till exempel basera bonus på kassaflödet så är ett positivt kassaflöde väldigt viktigt för företaget. Målen för den rörliga lönen kan delas upp i två olika kategorier. Finansiella och

²³ <http://www.sns.se/zino.aspx?articleID=947>

²⁴ Smitt, R (2002) *Belöningsystem – nyckeln till framgång*

icke-finansiella mål. Nedan presenteras några av de vanligaste målen som företagen använder sig av.

Finansiella mål²⁵:

- Vinst per aktie
- Kassaflöde
- Aktiekursen
- Årets resultat
- Avkastning på eget kapital
- Omsättning

Icke-finansiella mål:

- Kundtrohet
- Etablering av nya kunder
- Antalet ingångna kontrakt
- Individuella mål

3.1.4 Nyckeltal²⁶

Nyckeltal är vanligt förekommande i svenska företags redovisningar. Dessa används av olika intressenter för att utvärdera företaget. Investerare tittar på om företaget är lönsamt. Banker använder nyckeltal för att undersöka företagets långsiktiga betalningsförmåga och företagen själva kan använda nyckeltal för se vad de kan förbättra.

Nyckeltal beräknas med hjälp av resultat- och balansräkningen. Det vanligaste sättet är att sätta ett förhållande i jämförelse med ett annat. Fördelen med nyckeltal är att det går att använda oavsett företagets storlek och vilken valuta de använder. Det går med andra ord att jämföra företag med varandra genom att använda nyckeltal. Det siffror man får fram av uträkningen kan man sedan använda för att se om företaget presterar bättre eller sämre mot föregående år eller i jämförelse med andra företag på marknaden.

De nyckeltal vi använder i undersökning har vi valt då dessa förekommer i artiklar och litteratur kring bonus. Vi har därför ansett dessa vara relevanta ur ett aktieägarperspektiv.

²⁵ Jäghult, Bo (2005) *Morötter*

²⁶ <http://www.finansportalen.se/finanslexicon.htm>

3.1.4.1 Avkastning på eget kapital²⁷

Avkastning på eget kapital är den avkastning man som aktieägare får på sitt kapital i bolaget. Högre avkastning desto snabbare är tillväxten av vinsten/aktie. Vad som anses som en godkänd avkastning är svårt att säga. I regel är det upp till företagen att sätta ett mål för varje år. Det ska dock vara så pass högt att aktieägarna fortfarande låter sitt kapital vara kvar i företaget. Avkastningen beräknas på detta sätt:

$$\text{Årets resultat} / \text{Eget kapital} = \text{Avkastning på eget kapital}$$

3.1.4.2 Vinst per aktie²⁸

Vinst per aktie är ett mått på hur mycket av vinsten som det går på varje aktie. Teoretiskt kan man alltså dela ut hela den summa per aktie man får efter uträkningen.

$$\text{Årets resultat} / \text{Antal aktier} = \text{Vinst per aktie}$$

3.1.4.3 Omsättning²⁹

Omsättning visar ett företags totala försäljning under en viss period.

3.1.4.4 Rörelseresultat

Är det resultat i ett företag som kan utläsas innan man tagit hänsyn till finansiella poster, extraordinära poster samt bokslutsdispositioner och skatt.

3.1.4.5 Årets resultat

Visar resultatet efter alla finansiella poster, extraordinära poster samt bokslutsdispositioner och skatt. Det är det slutliga resultatet som står längst ned i en resultaträkning.

3.1.4.6 Aktiekurs

Det kanske tydligaste sättet för en aktieägare att se om hans investering lönar sig är aktiekursen. Aktiekursen visar hur mycket aktien är värd vid en bestämd tidpunkt.

Tidpunkterna för aktiekursen i undersökningen kommer vara 31/12 2003 samt 31/12 2004.

²⁷ <http://www.ekonomi-info.nu/>

²⁸ <http://www.finansportalen.se/finanslexiconso.htm>

²⁹ <http://www.regeringen.se/content/1/c6/04/27/34/31f8d851.pdf>

3.1.4.7 Multiplikatorn³⁰

Formeln nedan förklarar hur bonusen förhåller sig till olika lönsamhetsmått. Multiplikatorn visar i procent hur mycket den rörliga lönen utvecklas i förhållande till de mått vi använder oss av.

$$\frac{(\text{Bonus}^{2004} - \text{Bonus}^{2003}) / \text{Bonus}^{2003} * 100}{\text{Multiplikatorn}}$$

$$(X^{2004} - X^{2003}) / X^{2003} * 100$$

Bonus²⁰⁰⁴ står för den totala rörliga ersättningen 2004 medan Bonus²⁰⁰³ representerar år 2003. X²⁰⁰⁴ visar olika lönsamhetsmått 2004 och X²⁰⁰³ 2003 (Se bilaga 3 för beräkningar).

3.2 Teoretisk syntes

För ett företag är det viktigt att få befintliga aktieägare att stanna kvar samt attrahera nya att satsa pengar i företaget. Vid stora skandaler finns risken att aktieägarna flyr. Det är därför viktigt att visa att man arbetar för ägarna.

Principalen kommer i undersökningen att ses som aktieägarna. Dessa anlitar en styrelse som ska verka för deras intressen. Styrelsen ses som en mellanhand mellan principalen och agenten som i undersökningen kommer representeras av VD:n i bolagen. Aktieägarna förväntar sig sedan att VD:n arbetar för att maximera vinsten för dem. Problem uppstår då ägarna inte kan kontrollera alla beslut som tas i företaget, utan det finns en risk att VD:n arbetar för egen ekonomisk vinning istället för åt aktieägarna.

För att kunna kontrollera att VD:n presterar resultat som gynnar aktieägarnas intressen inför de ett ersättningssystem som är kopplade till dessa intressen. På så sätt försöker de kontrollera VD:n. Det behöver dock inte betyda att ägarnas behov tillgodoses när företaget inför ett nytt ersättningssystem.

Det kan uppstå en konflikt mellan VD:n och ägarna då verkställande direktörens behov kommer före i och med att kraven för ersättningarna ändras. Hur och varför det ändras kommer vi till i nästa stycke. En höjd utdelning kan bli utkonkurrerad av högre löner. Risken

³⁰ Förslag från handledare

då är att ägarna tar sitt kapital och satsar det i ett annat företag som kan tillgodose deras behov.

Michael C. Jensen undersökningar visar att agenten ofta har anlåtats innan ersättningarna har diskuterats. Det har varit viktigare att anlita ett känt namn än att analysera vad denna person kommer att kosta företaget i förhållande till vad som presteras. Agenten får därför ett förspång i löneförhandlingarna då han redan blivit anställd. Agenten har således kunnat styra vad de rörliga ersättningarna ska vara baserade på. Det Jensen är orolig över är hur dessa ersättningar är kopplade till företagets tillväxt. I många fall har den rörliga delen inte haft någon koppling till företagets finansiella status utan kriteriet har varit att diverse kvalitativa mål ska uppnås. Dessa mål offentliggörs i vissa fall inte vilket gör det svårt för aktieägarna att veta om man tar hänsyn till deras bästa.³¹

3.3 Teoretisk referensram

Då syftet med uppsatsen är att ur ett aktieägarperspektiv undersöka den kortsiktiga rörliga lönen som används av Svenska börsbolag, har vi utifrån syntesen valt det vi ansett vara viktigt att undersöka. Vi kommer nedan att presentera hur vi ska granska detta.

Genom en intervju med aktiespararna kommer vi att undersöka hur de ser på verkställande direktörers rörliga ersättning.

- Vad är aktieägarnas intressen och vad anser de vara viktigt när företaget beräknar den rörliga lönen?

Genom att använda årsredovisningar och olika lönsamhetsmått kommer vi att granska hur dessa förhåller sig till den rörliga lönen.

- Hur utvecklas den rörliga lönen i förhållande till de lönsamhetsmått vi använder i undersökning?
- Är det någon skillnad i tillväxt mellan de företag som följer aktieägarnas rekommendationer och de företag som inte gör det?

³¹ <http://www.sns.se/zino.aspx?articleID=947>

4. EMPIRI

I det här kapitlet kommer vi att börja med en presentation av de 16 företag som ingår i undersökningen, följt av resultatet från intervjun med aktiespararna samt granskningen de undersökta bolagens årsredovisningarna.

4.1 Företagspresentation

Assa Abloy

Assa Abloy är världsledande tillverkare och leverantör av lås och tillhörande produkter. Koncernen bildades 1994 och finns idag i över 40 länder med ca 29 000 anställda.

Atlas Copco

Atlas Copco är en global verkstadsgrupp som utvecklar och tillverkar elektriska och pneumatiska verktyg. Bolaget finns idag i ca 150 länder och sysselsätter runt 25 000 personer.

Electrolux

Electrolux är ett sort bolag inom vitvaror branschen. Företaget finns i 150 länder och sysselsätter 70 000 personer.

Gambro

Gambro är ett internationellt företag inom medicinsk teknik och vård. Företaget har funnits i över 40 år och sysselsätter idag runt 22000 personer i ett 40-tal länder.

Getinge

Getinge Sverige AB är ett dotterbolag till Getinge AB och ansvarar för all försäljning, utbildning, service, validering och reservdelar inom områdena desinfektion och sterilisation i Sverige. Bolaget omfattas av totalt 90 anställda.

JM

JM är Nordens ledande projektutvecklare av bostäder. Företaget finns idag i Sverige, Norge, Danmark och Belgien och har ca 2200 anställda.

Nordea

Nordea är en av nordens största finanskoncerner. Företaget har ca 1200 bankkontor och ca 30000 anställda.

OMX

OMX äger och driver norra Europas största värdepappersmarknad. Bolaget äger och driver börserna i Stockholm, Helsingfors, Köpenhamn, Tallin, Riga och Vilnius. OMX verkar i ca 20 länder och har idag runt 1500 anställda.

Sandvik

Sandvik är en högteknologisk verkstadskoncern med avancerade produkter inom Verktyg och maskiner. Med representation i 130 länder spänner verksamheten över hela världen.

Koncernen har 39 000 anställda.

Scania

Scania är en globalt ledande tillverkare av tunga lastbilar, bussar samt industri- och marinmotorer. Scania har drygt 30 000 anställda världen över.

SCA

SCA är ett globalt konsumentvaru- och pappersföretag som utvecklar, marknadsför och producerar personliga hygienprodukter. Företaget har ungefär 50 000 anställda över hela världen.

SEB

SEB bildades 1972. Verksamheten omfattar främst banktjänster, men SEB har också en betydande livförsäkringsrörelse. Representation i ett 20-tal länder jorden runt med cirka 20 000 anställda, varav mer än hälften utanför Sverige.

Stora Enso

Stora Enso är en integrerad skogsindustrikoncern med tillverkning av tryck- och finpapper, förpackningskartong och trä produkter. Koncernen har cirka 45 000 anställda i mer än 40 länder i fem världsdelar.

Swedish Match

Swedish Match är marknadsledande inom snus och tuggtobak, cigarrer och piptobak. Koncernen finns mer än 150 länder. Tillverkningen sker i 16 länder. Antalet medarbetare uppgick under året till i genomsnitt 15 000.

TeliaSonera

TeliaSonera är ett ledande telekommunikationsföretag i Norden och Baltikum. Företaget har c.a 30 000 anställda.

Volvo

1927 rullade den första serietillverkade Volvobilen. Volvo utvecklats från en liten lokal industri till en av världens största tillverkare av lastvagnar, bussar och anläggningsmaskiner, med fler än 80.000 anställda över hela världen och en närvaro i fler än 125 länder

4.2 Resultat av frågeställningarna

Syftet med uppsatsen är att utifrån aktieägarnas intressen undersöka verkställande direktörens rörliga lön. Vi har därför börjat med att samla in information om dessa intressen genom en intervju. Intervjun följs sedan av en granskning av årsredovisningar för att få fram den information vi behöver för att kunna se hur den rörliga lönen förhåller sig till aktieägarnas intressen.

4.2.1 Aktiespararnas synpunkter på den rörliga lönen.

Sveriges aktiesparares riksförbund bildades 1966. Förbundet är en intresseorganisation som arbetar för aktiespararnas intressen. Idag är aktiespararna välkända och har gott anseende bland företag och finansmarknaden. Varje år ger aktiespararna ut riktlinjer för bättre kontroll och insyn för ägarna i marknadsnoterade företag.³² Då aktiespararna representerar en stor grupp aktieägare ville vi därför höra vad deras synpunkter och rekommendationer är.

4.2.1.1 Presentation av intervjuperson

Vi har intervjuat Gunnar Ek som arbetar för aktiespararna. Gunnar är ordförande i aktiespararnas Bolagskommitté och har god insyn i bonusprogram till verkställande

³² <http://www.aktiespararna.se/omoss/>

direktörer. Han har bland annat blivit intervjuade i olika böcker och artiklar med koppling till bonus.

4.2.1.2 Svar från aktiespararna

Gunnar Ek tycker att rörlig ersättning till verkställande direktörer är ett bra sätt att motivera och att få dessa att prestera bra resultat. Han anser dock att det finns fler sätt som man kan motivera med som inte behöver vara monetära ersättningar. Icke-monetära ersättningar kan vara skapandet av en positiv och stimulerande arbetsmiljö. Gunnar menar att det kan vara viktigare än monetära ersättningar då en nöjd och positivt inställd verkställande direktör oftast presterar bra resultat.

Gunnar Ek anser att målen för att beräkna den kortsiktiga rörliga lönen ska vara finansiella och då främst resultatbaserade i form av årets resultat. Icke-finansiella mål kan vara svår beräknade och behöver inte tyda på att den verkställande direktören har presterat resultat som gynnar aktieägarna. Aktiespararna vill också se fler långsiktiga mål. Att basera den rörliga lönen på exempelvis omsättningen under ett år behöver inte gynna företaget på längre sikt.

Gunnar Ek är väldigt bestämd på frågan om det är viktigt med en maxgräns för den rörliga lönen. Han tycker att alla företag ska ha en maxgräns som begränsar bonusen. Hur hög den ska vara anser han att aktieägarna ska få bestämma men den bör inte överstiga mer än 50 procent av grundlönen.

4.2.2 Kriterier för bonus.

Tabell.1 Vilka mål ska VD uppfylla för att få bonus?

Tabellen nedan visar vilka mål som är populärast under 2003-2004. Frågeställningen är central i vår undersökning eftersom det är viktigt för aktieägarna att veta vilka mål som bolaget ställer på den verkställande direktör innan denna får bonus.

	2003	2004
Antal undersökta företag	16	16
<u>Finansiella mål</u>		
Lönsamhetsmål	6	5
Resultatmål	8	10
Kassaflödes mål	2	2
Aktierelaterade mål	2	3
Organisk tillväxt	1	1
Omsättning	1	1
<u>Icke-finansiella mål</u>		
Individuella mål	7	6
Nöjda kunder	2	2
Övriga kvalitativa		1

Efter att ha granskat årsredovisningarna visar våra resultat att en stor majoritet av de undersökta företagen baserar VD:s rörliga ersättning på uppnådda finansiella mål. Av de finansiella målen är resultatbaserade mål samt lönsamhetsmål som är vanligast. Vid en närmare granskning av tabellen så kan vi se att en liten ökning har skett när det gäller resultatbaserade mål under 2004. Det som skiljer resultatmål från lönsamhetsmål är att under lönsamhetsmål har vi bl.a. lagt mål som avkastning på eget kapital och avkastning på sysselsatt kapital. Under resultatmål har vi placerat rörelseresultat och årets resultat.

Av de icke-finansiella målen använder sig de flesta bolagen av individuella mål. Ett av företagen baserade bonusen på pågående projekt som vi placerat under övriga kvalitativa mål. Vidare visar undersökningen att de flesta företagen använder sig av ett eller flera mål/kriterier för utbetalning av bonus.

Tabell.2 Antal företag som har en maxgräns för bonus.

Styrelsen fastställer årligen ett tak på den rörliga ersättningen för bolagets VD. Det medför att den rörlig ersättningens del endast kan komma att uppgå till en viss gräns som inte ska överskridas.

	2003	2004
Antal undersökta företag	16	16
Maxgräns	16	16

Vid genomgången av företagens årsredovisningar upptäcktes att alla undersökta företag hade fastställt någon form av maxgräns för den rörliga ersättningen till verkställande direktören under båda åren.

Tabell.3 Maxgräns i procent för bonus.

I tabell 2 kunde vi se att alla undersökta bolag använder sig av en maxgräns. Vi ville därför undersöka vilken maxgränsen som är vanligast bland de undersökta företagen.

	2003	2004
Antal undersökta företag	16	16
35%		1
50%	11	10
55%		1
70%	2	1
75%	1	1
90%		1
110%	1	
150%	1	1

Resultaten visar att de flesta verkställande direktörers rörliga ersättningar får uppgå till maximalt 50 procent av fast lön. Procenten av taket baseras ofta på ett eller flera resultatberoende kriterier som fastställs av styrelsen i början av året (se tabell.1). Noterbart är att ett av bolagen hade en maxgräns på 2/3 som vi avrundade till sjutio procent.

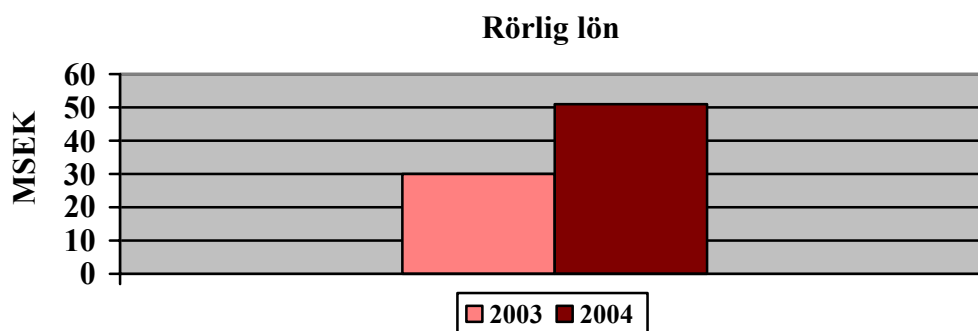
4.2.3 Hur utvecklas bonus i förhållande till olika lönsamhetsmått?

I nedanstående diagram kommer vi att presentera de sammanlagda siffrorna, för de undersökta företagen, som vi har fått fram efter att ha studerat årsredovisningarna. För att förtydliga resultaten har vi ställt upp olika diagram. Vid datainsamlingen har vi använt oss av en formel som visar hur den rörliga lönen utvecklas i förhållande till olika lönsamhetsmått.

$$\frac{(\text{Bonus}^{2004} - \text{Bonus}^{2003}) / \text{Bonus}^{2003} * 100}{(X^{2004} - X^{2003}) / X^{2003} * 100} = \text{Multiplikatorn}$$

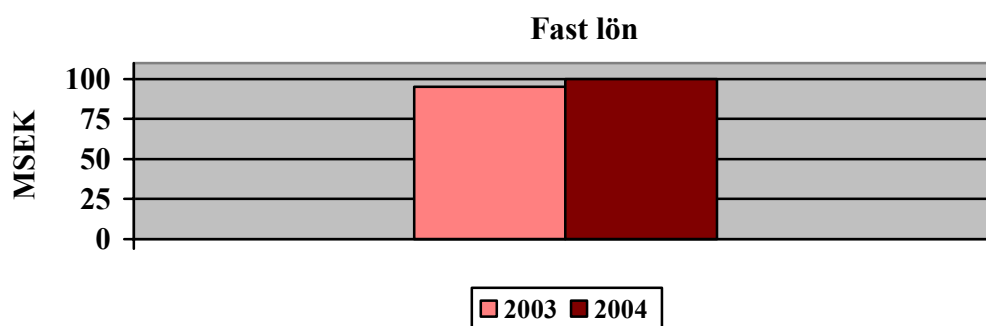
$$(X^{2004} - X^{2003}) / X^{2003} * 100$$

Vi började med att undersöka hur den rörliga lönen har utvecklats mellan 2003 och 2004.



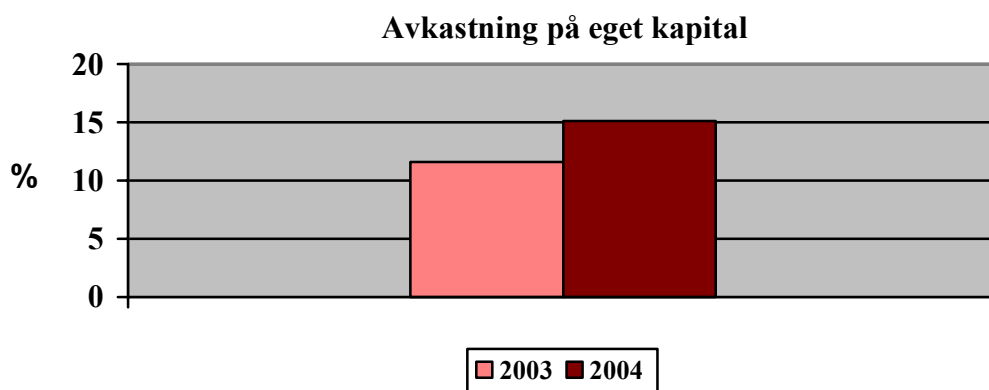
Mellan de undersökta åren ökade den rörliga ersättningen med 70 procent från 30 till 51 MSEK mellan. 70 procent är den siffra som hamnar överst i formeln.

För att inte den rörliga lönen har ökat på bekostnad av sänkt fast lön har vi valt att undersöka hur den fasta lönen har utvecklats mellan 2003 och 2004.



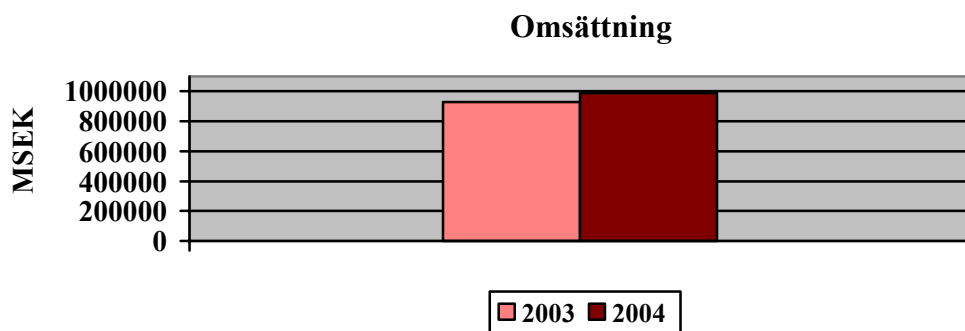
Mellan 2003 och 2004 har den fasta lönen totalt ökat från 95 till 100 MSEK vilket är en ökning med 5 procent. Då den fasta lönen har ökat anser vi att den rörliga lönen ökat oberoende av den fasta lönen.

Avkastning på eget kapital är ett viktigt nyckeltal då det visar den avkastning aktieägarna får på sitt insatta kapital.



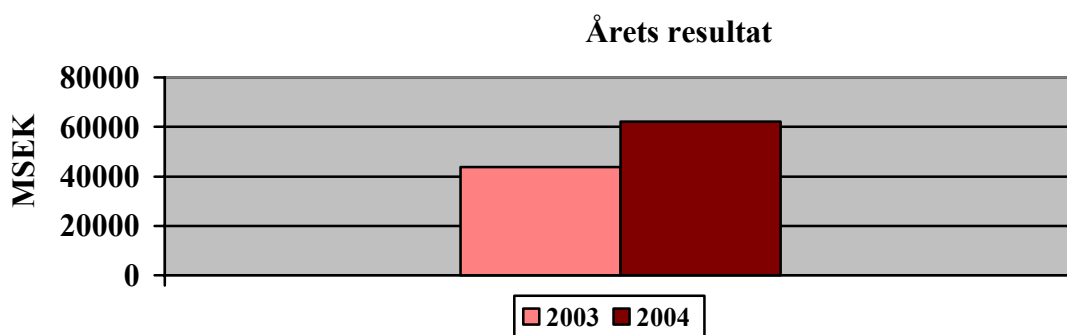
Granskningen av årsredovisningarna visar att nästan alla företag har ökat avkastningen mellan 2003 och 2004. 2003 var den genomsnittliga avkastningen 11,6 medan den 2004 var 15,1. Det ger en ökning på 3,5 procentenheter. Genom att använda formeln (se sid 21) visade det sig att den rörliga lönen ökar med 20 procent när avkastningen ökar med 1 procent.

En annan viktig faktor för ett företag är dess omsättning. Ökar omsättningen från ett år till ett annat kan det vara ett bra tecken på att företaget har en god tillväxt.

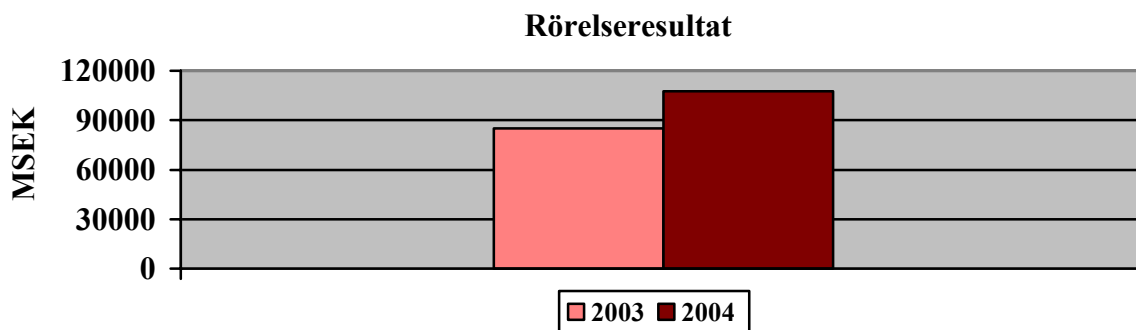


Mellan åren 2003 och 2004 ökade den totala omsättningen med 6,4 %. I förhållande till omsättningen ökar bonusen med 11 procent när omsättningen ökar med 1 procent.

Vi har även valt att ha med olika resultatmått i undersökningen då aktiespararna ansåg att den rörliga lönen ska vara resultatbaserad.

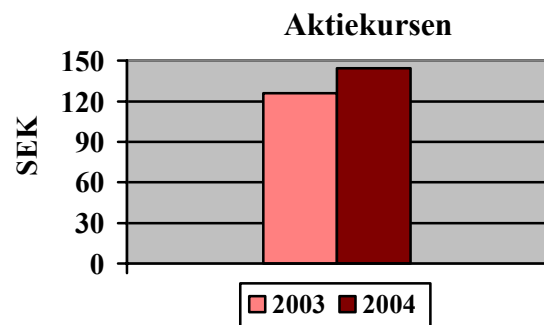
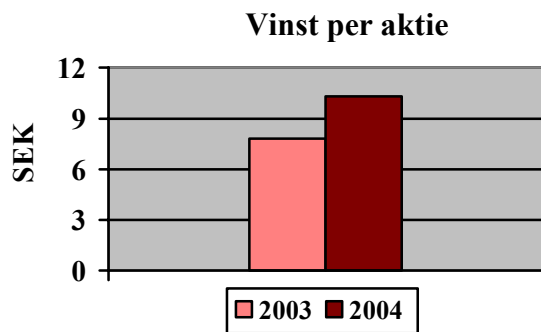


Årets resultat ökade med 41,7 procent mellan 2003 och 2004. I förhållande till årets resultat ökar bonus med 2 procent när årets resultat ökar med 1 procent.



Mellan åren 2003 och 2004 ökade rörelseresultatet med 26,5 procent. I förhållande till rörelseresultatet ökar bonus med 2,6 procent när rörelseresultatet ökar med 1 procent.

Aktiekursen och vinsten per aktie redovisas som ett snitt på de undersökta företagen.



Vinsten per aktie steg med 31,2 procent mellan 2003 och 2004. Vid en ökning av vinsten per aktie med 1 procent ökar den rörliga lönen med 2,2 procent. Aktiekurserna steg med 14,5 procent vilket ger ökning av bonus med 4,8 procent när aktiekursen stiger med 1 procent.

5. ANALYS

I detta kapital kommer vi att analysera resultaten av empirin samt att koppla dessa till de teorier vi har valt att använda.

5.1 Mål

Syftet med bonus är att VD (agenten) skall motiveras att arbeta för att prestera goda resultat. Motivationen ligger i att agenten får mer betalt om företaget presterar goda resultat. Detta gynnar aktieägarna (principalen) genom att om bolagen presterar goda resultat så får de en högre avkastning på sitt kapital. Det är därför viktigt att bonusprogrammen konstrueras så att det är bra för såväl företagen som ägarna³³.

Utifrån vår granskningen av årsredovisningar så visade det sig att det är framförallt finansiella mål som företagen använder sig av för att motivera sina verkställande direktörer under 2003-2004. Aktiespararnas bolagsbevakare Gunnar Ek, som representerar aktieägarnas intressen, anser precis som resultatet visar att den rörliga lönen ska grunda sig på företagets uppnådda finansiella mål. Att ha finansiella mål i ett bolag kan vara ett bra sätt för ägarna att kontrollera agenten. Med dess mål kan ägarna kontrollera agenten genom att få denne att arbeta för principalens bästa. Exempelvis är ett av principalens mål att få så mycket avkastning som möjligt på det kapital de satsat i företaget.

³³ Jäghult, Bo (2005) *Morötter*

Av de finansiella målen visar vår undersökning att de flesta företagen binder den kortsiktiga rörliga ersättningen mot någon form av resultatbaserade mål vilket rekommenderas. Detta kan utifrån agentteorin ses som en bra strategi, ur principalens perspektiv, att agentens rörliga ersättningen grundas på företagets resultat eftersom det innebär en högre risk för agenten jämfört med fast lön. Risken är att det inte betalas ut någon rörliga lön om målen inte uppnås.

Av de icke finansiella målen så är det individuella mål som är mest använda under båda åren. Att binda den kortsiktiga rörliga ersättningen mot icke finansiella mål kan vara en dålig strategi utifrån aktieägarnas perspektiv eftersom icke-finansiella mål kan vara svår beräknade. Det behöver därför inte betyda att agenten har presterat ett bra resultat om han får en hög bonus.

5.2 Maxgräns

I den uppmärksammade ersättningsrelaterade skandalen i Skandia slog girigheten ut i full blom. Där försvann taken på bonusprogrammen, och ledningen skaffade en egen ”gräddfil” vid sidan av styrelse och bolagsstämma. Den skada som skandalen har orsakat har troligtvis bidragit till ett ökat ifrågasättande från intressenterna av hur ersättningsystemen är uppbyggda.³⁴

Våra resultat visade att alla undersökta företag har någon slags maxgräns för den rörliga lönen under 2003-2004. Risken är annars att den rörlig ersättningen rusar iväg på ett okontrollerat sätt och hamnar på orimliga nivåer. Aktiespararna anser att ett tak på den rörliga ersättningen är nödvändig för att kontrollera agenten. Vi anser som aktiespararna att risken finns, om företaget inte har någon maxgräns, att agenten börjar verka i eget intresse för att uppnå egen ekonomiska vinning. Maxgränsen är alltså en form av kontrollverktyg för principalen för att kunna begränsa agentens bonus. Gränsen bör inte överstiga 50 procent av grundlönen anser aktiespararna vilket också de flesta företagen följer.

Det kan vara en trygghet för intressenterna att bolagen har något slags tak. Detta bidrar till att företagen minskar risken för en ny skandal som i Skandia vilket ökar förtroendet för företagen från intressenterna. Detta leder till att fler vågar satsa kapital i bolagen.

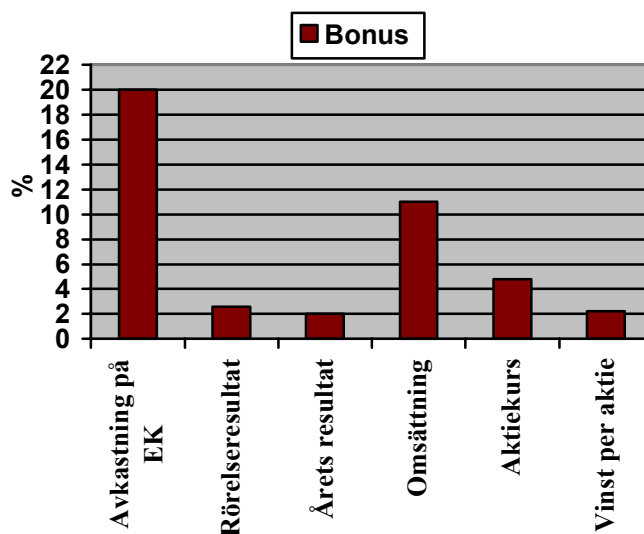
³⁴ Jäghult, Bo (2005) *Morötter*

Vi märkte dock när vi samlade in data om företagens maxgränser att 5 av de 16 undersökta företagen överskred maxgränsen. Företagen betalade alltså ut mer pengar i bonus än vad de har sagt att de ska göra. Majoriteten av bonusarna ligger även i närheten av de maxgränser som har satts. (se bilaga 2)

5.3 Rörlig lön och lönsamhetsmått

Under 2004 höjdes den rörliga lönen för majoriteten av de verkställande direktörerna i stockholmsbörsens mest omsatta bolag. I många av företagen rörde det sig om relativt höga ökningar på mellan 20-50 procent (se bilaga 3). Efter att ha samlat in information från företagens årsredovisningar har vi kunnat se vad som genererat dessa ökningar.

När vi ställde den rörliga lönen i förhållande till olika lönsamhetsmått har vi kunnat se att bonusen har en högre procentuell utveckling i förhållande till dessa mått. Diagrammet nedan illustrerar denna utveckling. Exempelvis kan vi se att bonusen ökar med 20 procent när avkastning på eget kapital ökar med 1 procent.



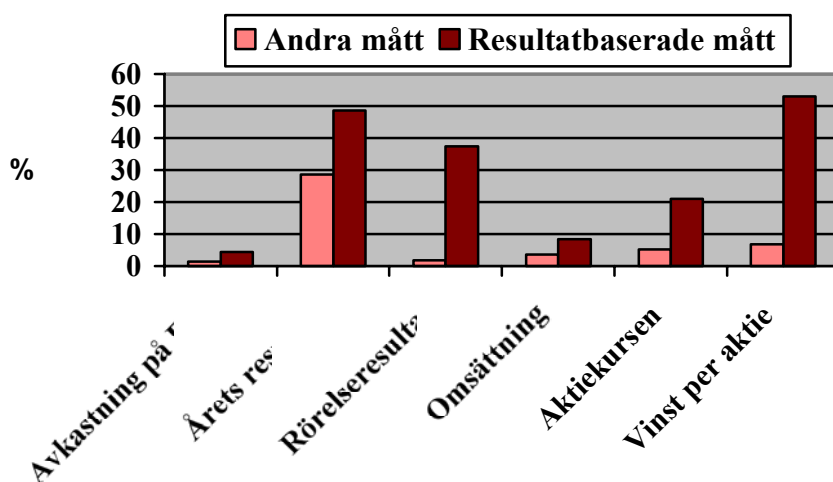
Det visar att VD:n inte behöver göra revolutionerande resultat för att kunna plocka ut höga ersättningar. Det kan vara ett tecken på att den verkställande direktören har, i linje med intressemodellen, ökat de belöningar han får från bolaget i förhållande till vad han bidrar med. Verkställande direktörens intressen har kommit före aktieägarnas.

Med dessa ökningar bör det inte vara svårt för den verkställande direktören att nå den maxgräns som företagen sätter. Det har vi också sett, vid insamling av information, att många

av de verkställande direktörerna ligger i närheten av sin maxgräns. Om agenten kan nå maxgränsen utan att prestera oväntat bra resultat är det inte säkert att den rörliga lönen fungerar som ett kontrollsystem. Företag inför bonusprogram för att motivera VD:n att prestera goda resultat vilket ska gynna principalen. När agenten når maxgränsen för den rörliga lönen finns det ingen högre lön att kämpa för och således borde det inte finnas någon motivation. Idag verkar det mer som att det är agenten och inte principalen som vinner på ett införande av bonusprogram.

Efter intervjun med aktiespararna fick vi reda på att de rekommenderar resultatmått vid beräkning av VD:s rörliga ersättning. Ett bra resultat gynnar aktieägarna bland annat genom att mer pengar kan delas ut till dem. 70 procent av de undersökta företagen använder resultatmått för att beräkna den rörliga lönen. De andra, 30 procenten, använder istället olika individuella mål eller mål som kassaflöde. Individuella mål offentliggörs inte i regel vilket gör det svårt för aktieägarna att analysera om bonus gynnar dem.

När vi jämförde företag som använde sig av resultatmått med företag som inte använder sig av sådana mått fick vi fram intressanta siffror. I diagrammet nedan kan vi se att företagen, som använder sig av resultatbaserade mått, har en högre procentuell tillväxt, av de lönsamhetsmått vi använt oss av, mellan de undersökta åren. Exempelvis ökar årets resultat med ca 50 procent för företagen som använder sig av resultatbaserade mått medan årets resultat ökade med ca 30 procent för företagen som använder sig av andra mått.



Även fast det är en tydlig skillnad mellan företagen så betalar de ut ungefär lika mycket i bonus. Det kan vara en indikation på att verkställande direktörens intressen har kommit före aktieägarna i företagen med andra mått. Bolagen har kanske en neråtgående trend på sin

marknad vilket har gjort att resultaten uteblivit. Verkställande direktören kan därför ha legat bakom en ändring i företagets beräkning av bonus. Vi har skrivit om ett sådant fall i bakgrunden där Ericsson bland annat räddade den verkställande direktörens rörliga lön genom att ändra villkoren under pågående år.

6. SLUTSATS

I detta kapitel kommer vi att presentera de slutsatser vi har kommit fram till efter att ha gjort vår undersökning. Slutligen kommer vi ge förslag på fortsatt forskning inom ämnet.

Majoriteten av företagen på Stockholmsbörsen har någon typ av ersättning, utöver den vanliga fasta lönen, till sina verkställande direktör. På senare år har dessa summor fått stor uppmärksamhet i media och med skandaler som Skandia har diskussioner om företagsledares ”girighet” börjat ta fart.

Syftet med denna undersökning är att utifrån ett aktieägarperspektiv undersöka hur den kortsiktiga rörliga ersättningen för svenska börsföretags verkställande direktörer förhåller sig till ägarnas intressen. Samt att analysera hur detta har ändrats över tiden.

Efter att studerat de företag som undersökningen avser kan vi konstatera att en stor majoritet av bolagen använder sig av finansiella mål och då främst resultatbaserade mål och lönsamhetsmål. Vi kunde även se att både finansiella mål och resultatbaserade mål ökar under 2004. Att koppla den rörliga lönen mot finansiella mål och då främst resultatbaserade mål tycker vi gynnar både VD:n och ägarna eftersom om företaget går med vinst så får båda vara med och dela på kakan. Grundidén med att bolagen knyter VD:s ersättning till företagets resultat anser vi skapar störst nytta för aktieägarna eftersom en positiv utveckling av resultat ger en god avkastning på det kapital ägarna har satsat i företaget. Det är också positivt ur ett aktieägarperspektiv att så pass många företag använder sig av resultatbaserade mål då det är dessa mål som aktiespararna rekommenderar.

Vidare visar undersökningen att alla de undersökta bolagen begränsar den rörliga ersättningen till VD:n genom att sätta en maxgräns. Majoriteten använder en maxgräns på 50 procent av grundlönen, vilket ligger i linje med vad aktiespararna rekommenderar. Genom att ha en maxgräns för bonus kan aktieägarna utöva en kontroll över VD:n så att den rörliga lönen inte kan skena iväg till orimliga nivåer som fallet var i Skandia.

Slutligen kan vi konstatera att bonusprogram ofta är en lönsam affär för den verkställande direktören. Som vi har sett ökar den rörliga lönen ofta med flera procent mer än vad som

presteras för företaget. Exempelvis ger en procent högre avkastning tjugo procent högre bonus. Verkställande direktören behöver således inte prestera resultat som ligger över förväntan för att kunna plocka ut höga ersättningar.

I media har vi kunnat läsa om hur olika ledare i svenskt näringsliv försvarar bonusprogrammen med att den verkställande direktören arbetar hårdare vilket i sin tur ska gynna ägarna³⁵. När nu den verkställande direktörens rörliga lön ökar mycket mer mot vad VD:n bidrar med kan man fråga sig om bonus, som programmen är uppbyggda idag, är ett bra sätt att motivera den verkställande direktören. I majoriteten av de undersökta företagen ligger den verkställande direktören väldigt nära, om inte över, den maxgräns som företagen sätter. Vi kan då fråga oss hur motiverade en VD är att arbeta hårdare när han nått sin maxgräns? Att VD:n oftast når maxgränsen kan tyda på att den verkställande direktörens intressen tillgodoses i högre grad än aktieägarnas. Undersökning visar att aktieägarna betalar mer i bonus än vad de får tillbaka.

6.1 Fortsatt forskning

Under arbetet med uppsatsen har några intressanta ämnen har lyfts fram för framtida forskning:

- Jämföra företag som enbart använder optionsprogram med företag som använder rörlig lön för att se om det finns nåt samband med hur bra resultat företagen presterar.
- Göra samma undersökning som vi har gjort men över flera år för att se trender.
- Jämföra svenska direktörns kortsiktiga bonusprogram med amerikanska direktörers. Hur stora är skillnaderna mellan svenska och Amerikanska bonusprogram?

³⁵ <http://www.svt.se/svt/jsp/Crosslink.jsp?d=46152&a=556166>

Källförteckning

Böcker

- Artsberg, K., 2005, *Redovisningsteori –policy och –praxis*, 2 upplagan, Liber, Malmö
- Bruzelius, Lars H och Skärvad, Per Hugo., 1999, *Integrerad organisationslära*, 7 upplagan, Studentlitteratur, Lund
- Denscombe, M, 2000, *Forskningshandboken*, 2 upplagan, Studentlitteratur, Lund
- Jacobsen, D.I, 2002, *Vad hur och varför?*, 3 upplagan, Studentlitteratur, Lund
- Patel, R och Davidson, B, 1994, *Forskningsmetodikens grunder*, 2 upplagan, Studentlitteratur, Lund
- Smitt, R, 2002, *Belöningsystem – nyckeln till framgång*, Norstedts juridik, Stockholm
- Jäghult, Bo, 2005, *Morötter*, Utvecklingsplan, Stockholm

Internet

- <http://www.sns.se/zino.aspx?articleID=947>
- <http://www.regeringen.se/content/1/c6/04/27/34/31f8d851.pdf>
- <http://www.svt.se/svt/jsp/Crosslink.jsp?d=46146&a=513526>
- http://svt.se/svt/jsp/Crosslink.jsp?d=46152&a=556166&lid=puff_555746&lpos=extra_0
- <http://www.di.se/Index/Nyheter/2006/03/31/182021.htm>
- <http://www.di.se/Index/Nyheter/2002/01/26/40313.htm>
- <http://lagen.nu/1975:1385>
- <http://www.nordicinvestorservices.com/news.asp>
- <http://www.finansportalen.se/finanslexicon.htm>
- <http://www.ekonomi-info.nu/>
- <http://www.privataaffarer.se/newsText.asp?s=kronika&a=5138>
- http://www.n24.se/dynamiskt/sverige/did_11632432.asp

Intervjuer

Gunnar Ek, Ordförande bolagskommittén Aktiespararna, 2006-04-26

Årsredovisningar 2003-2004

Atlas Copco
Assa Abloy
Electrolux
Gambro

Getinge
Nordea
Scania
SEB
Stora Enso
TeliaSonera
Volvo
JM
SCA
SwedishMatch
OMX
Sandvik

BILAGA 1 INTERVJUFRÅGOR

- 1) Anser aktiespararna att rörlig lön är ett bra sätt att motivera den verkställande direktören?
- 2) Tycker aktiespararna att kriterierna ska vara finansiella eller icke-finansiella för att fastställa den rörliga lönen (bonus) till verkställande direktörerna?
- 3) Vad ska den rörliga lönen vara baserad på? Tex årets resultat osv.
- 4) Är det viktigt att det finns en maxgräns för den rörliga lönen? Hur hög anser aktiespararna att den bör vara?

BILAGA 2 MAXGRÄNS

Företag	Årtalen	Grundlön	Bonus	B / G	Maxgräns	Diff i procent enheter
Atlas Copco	2003	6,5	2,9	44,8	70	25,2
	2004	7,2	6,4	90,1	90	-0,1
Electrolux	2003	7,2	3,1	43,4	110	66,6
	2004	7,7	4,3	55,2	55	-0,2
Gambro	2003	5,5	1,7	31,1	50	18,9
	2004	6,0	1,9	31,0	50	19,0
Getinge	2003	4,4	2,2	50,0	50	0,0
	2004	5,0	2,0	39,0	50	11,0
Nordea	2003	6,5	0,8	12,2	50	37,8
	2004	6,9	2,2	31,7	50	18,3
Scania	2003	5,9	5,9	99,2	150	50,8
	2004	5,0	10,3	206,0	150	-56,0
SEB	2003	5,3	2,3	43,2	50	6,8
	2004	6,2	2,6	42,3	50	7,7
Stora Enso	2003	9,7	1,8	18,5	50	31,5
	2004	9,9	2,3	23,0	50	27,0
Telia	2003	6,1	3,0	49,4	50	0,6
	2004	6,2	2,2	35,4	50	14,6
Volvo	2003	10,2	3,4	33,5	50	16,5
	2004	10,5	5,3	50,3	50	-0,3
JM	2003	2,9	0,2	6,2	50	43,8
	2004	2,8	0,5	17,7	50	32,3
SCA	2003	5,6	0,7	12,4	50	37,6
	2004	5,8	0,0	0,0	50	50,0
Swedishmatch	2003	5,3	1,6	30,4	50	19,6
	2004	5,5	1,9	33,9	35	1,1
Assa Abloy	2003	5,0	0,0	0,0	70	70,0
	2004	6,0	5,0	83,3	70	-13,3
OMX	2003	3,5	0,0	0,0	50	50,0
	2004	3,9	0,6	14,3	50	35,7
Sandvik	2003	5,3	0,6	10,3	75	64,7
	2004	5,6	3,9	69,0	75	6,0

BILAGA 3 BERÄKNINGAR AV LÖNSAMHETSMÅTT

Företag	Årtalen	Grundlön	Bonus	Avkastning	Omsättning	Rörelseresultat	Årets resultat	Vinst/aktie	Aktiekurs
Atlas Copco	2003	6,5	2,9	16	44619	5310	3274	15,62	86,7
	2004	7,2	6,4	19,8	48654	6700	4254	20,3	100,0
Electrolux	2003	7,2	3,1	18,9	124077	7638	4985,54	16,73	161,0
	2004	7,7	4,3	17,9	120651	6674	4654,31	14,87	152,0
Gambro	2003	5,5	1,7	7,2	26133	1581	1422	4,13	60,0
	2004	6,0	1,9	-6,3	26617	-427	-1146	-3,47	93,3
Getinge	2003	4,4	2,2	23,9	9160	1256	780	3,86	70,5
	2004	5,0	2,0	24,6	10889	1505	915	4,53	82,8
Nordsea	2003	6,5	0,8	12,3	72820	15571	1490	4,6359	54,0
	2004	6,9	2,2	15,7	82422	23256	1914	6,21	67,0
Scania	2003	5,9	5,9	17,4	50581	5125	3034	15,17	208,0
	2004	5,0	10,3	20,8	56788	6337	4077	20,39	263,0
SEB	2003	5,3	2,3	12,3	43671	7305	5700	8,22	107,0
	2004	6,2	2,6	13,2	41197	9273	6600	9,69	128,5
Stora Enso	2003	9,7	1,8	1,7	110643	4282	1350	1,7271	100,0
	2004	9,9	2,3	9,2	115047	6354	6300	8,01	103,0
Telia	2003	6,1	3,0	8,5	82425	14710	9080	1,64	38,7
	2004	6,2	2,2	11,6	81973	14109	12964	2,77	39,8
Volvo	2003	10,2	3,4	5,7	183291	6033	2100	10,3	223,0
	2004	10,5	5,3	13,2	210401	13380	9400	22,35	263,5
JIM	2003	2,9	0,2	5,5	7787	478	187	6,6	107,5
	2004	2,8	0,5	11,1	8414	661	376	13,4	191,5
SCA	2003	5,6	0,7	10	85338	7757	5075	21,84	300,0
	2004	5,8	0,0	7	89967	5690	3639	15,58	283,5
Swedishmatch	2003	5,3	1,6	38,9	13036	2224	1556	4,68	75,0
	2004	5,5	1,9	43,7	13007	3370	1828	5,61	77,0
Assa Abloy	2003	5,0	0,0	9,9	24080	1073	1370	3,31	88,0
	2004	6,0	5,0	13,2	25526	2770	1495	4,05	113,5
OMX	2003	3,5	0,0	-1,6	2686	-449	-431	-4,33	90,5
	2004	3,9	0,6	7	2906	524	276	2,39	85,0
Sandvik	2003	5,3	0,6	12,8	48810	4967	2788	11,2	249,0
	2004	5,6	3,9	20,2	54610	7166	4453	17,7	268,0

Differans mellan åren

Bonus	Diff i %
2003	30
2004	51
Räntabilitet	
2003	11,6
2004	15,1
Omsättning	
2003	9 291 57
2004	9 890 69
Årets resultat	
2003	437 60,5
2004	61 999,3
Rörelseresultat	
2003	84 861
2004	1 073 42
Vinst per aktie	
2003	7,8
2004	10,3
Aktiekurs	
2003	126,2
2004	144,5

Multiplikatorn

Räntabilitet	20
Omsättning	11
Årets resultat	2
Rörelseresultat	2,6
Vinst/aktie	2,2
Aktiekurs	4,8

Resultatbaserade mål

	2003	2004	Diff i %
Bonus			
Utan	2,7	3,8	37,6
Med	1,5	2,9	96,4
Fast lön			
Utan	6,5	6,7	2,0
Med	5,8	6,0	4,2

	2003	2004	Diff i %
Omsättning			
Utan	75960	78668	3,6
Med	49942	54157	8,4
Ärest res.			
Utan	3045	3917	28,6
Med	2594	3856	48,6
Rörelseresultat			
Utan	5212	5312	1,9
Med	5346	7344	37,4
Avkastning på EK			
Utan	14,4	15,9	1,5
Med	10	15	4,5
Vinst per aktie			
Utan	12	13	6,8
Med	6	9	53,0
Aktiekurs			
Utan	167,9	176,9	5,3
Med	107,2	129,7	21,0