

Henri Harismaa

---

# LEDNINGENS KOMPENSATION OCH AGENTPROBLEMET

---

En studie om aktierelaterade ersättningsars inverkan på  
företags prestationer

Pro gradu-avhandling i redovisning

Handledare: J-C Mutiganda

Fakulteten för samhällsvetenskaper  
och ekonomi

Åbo Akademi

Åbo 2019

## ÅBO AKADEMI – FAKULTETEN FÖR SAMHÄLLSVETENSKAPER OCH EKONOMI

Abstrakt för avhandling pro gradu

<b>Ämne:</b> Redovisning	
<b>Författare:</b> Henri Harismaa	
<b>Arbetets titel:</b> Ledningens kompensation och agentproblemet En studie om aktierelaterade ersättnings inverkan på företags prestationer	
<b>Handledare:</b> J-C Mutiganda	
<p><b>Abstrakt:</b> Ledningens kompensation har länge debatterats i den akademiska litteraturen. Enligt agentteorin uppstår det en intressekonflikt mellan ledningens och ägarna vilket beror på att ledningen strävar efter egen nytta på bekostnad av ägarna. Aktierelaterade ersättningar kan ses som en möjlig lösning på agentproblemet, eftersom avsikten med aktierelaterade ersättningar är att binda ledningens intresse med företags. Enligt teorin om optimal contracting kunde aktierelaterade ersättningar bilda optimala kompensationsprogram och därmed minska agentproblemen. Teorin av managerial power approach hävdar ändå, till motsats av optimal contracting, att kompensationen är en del av problemet och att ledningen utövar sin makt för att uppnå personlig nytta. Den tidigare akademiska litteraturen har varit väldigt tudelad om syftet med aktierelaterade ersättningar uppnås.</p> <p>Syftet med denna avhandling är att studera effekten av aktierelaterade ersättningar på börsnoterade finska bolagen prestation. Avhandlingens sekundära syfte är att få fram statistik om ledningens ersättning och ägande för att stöda det huvudsakliga syftet.</p> <p>Syftet uppnås genom att redogöra för teorier som stöder ämnet, tidigare studier, hypoteser kring teorier samt en analys om aktierelaterade ersättnings inverkan på företagens prestation. Som metod för analysen av hypoteserna används en linjär regressionsanalys, som är baserad på en tidigare studie inom ämnet. Som data används 40 företag från Nasdaq Helsinki.</p> <p>Resultaten av avhandlingen visar ingen effekt mellan aktierelaterade ersättningar och företagens prestation. Vidare visas det att det finns skillnader mellan olika storleks företag i betalningen av aktierelaterade ersättningar och ägande, exempelvis betalar företag inom large cap betydligt större del av sin kompensation som aktierelaterad ersättning än andra företagen. Denna avhandling bidrar till tidigare litteraturen om ledningens kompensation genom att stöda teorin om managerial power approach för aktierelaterade ersättningar då ingen effekt hittas.</p>	
<b>Nyckelord:</b> Aktierelaterade ersättningar, optimal contracting, managerial power approach, företagens prestation	
<b>Datum:</b>	<b>Sidoantal:</b> 71
<b>Abstraktet godkänt som mognadsprov:</b>	

## INNEHÅLL

1 Inledning.....	1
1.1 Introduktion.....	1
1.2 Problemområde och syfte.....	2
1.3 Avgränsningar .....	4
1.4 Fortsätt Disposition .....	4
2 Teoretisk referensram och hypotesbildning .....	6
2.1 Bakgrund .....	6
2.2 IFRS 2 bidrar till rättvis kostnadsföring av löner.....	12
2.3 Optimal contracting.....	14
2.4 Hypotesformulering utifrån tidigare studier.....	16
2.5 Managerial power approach .....	20
2.6 Hypotesformulering utifrån tidigare studier.....	22
3 Metod .....	27
3.1 Utgångspunkter .....	27
3.2 Val av metod .....	29
3.2.1 Förklaring av variabler .....	31
3.3 Data .....	32
3.4 Reliabilitet, replikerbarhet och validitet.....	34
4 Resultat och analys.....	37
4.1 Granskning av normalfördelning .....	37
4.2 Statistik från samplet.....	44
4.3 Presentation av resultat.....	48
4.4 Analys av hypoteser .....	53
5 Slutdiskussion.....	56

5.1 Slutsatser .....	56
5.2 Begränsningar och förslag på fortsatta studier .....	58
Källor.....	60
Bilaga 1: Företag i samplet.....	65
Bilaga 2: Fördelning av % av vd:ns kompensation som aktierelaterade ersättning.....	66
Bilaga 3: Fördelning av % av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning.....	66
Bilaga 4: Fördelningen av % av ledningens ägande .....	67
Bilaga 5: fördelningen av % av ledningens kompensation i cash och bonus.....	67
Bilaga 6: Fördelning av % av utestående styrelsemedlemmar.....	68
Bilaga 7: Fördelning av % av utestående aktieägare.....	68
Bilaga 8: Fördelning av möjligheter för tillväxt.....	69
Bilaga 9: Fördelning av hävstångseffekt.....	69
Bilaga 10: Fördelning av företagets storlek .....	70
Bilaga 11: Fördelning av assets in place .....	70
Bilaga 12: Snedhet och excess för kontrollvariablerna.....	71
Bilaga 13: Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk test för kontrollvariablerna .....	71
Figurer och Tabeller	
Figur 1: P-P plot och histogram av företagens prestation: Tobins q.....	38
Figur 2: P-P plot och histogram av företagens prestation: ROA.....	38
Tabell 1: Snedhet och excess .....	40
Tabell 2: Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk test.....	42
Tabell 3: Deskriptiv statistik, alla företag .....	44
Tabell 4: Deskriptiv statistik för olika segment .....	46
Tabell 5: Beroende variabel: Tobins q .....	50
Tabell 6: Beroende variabel: ROA.....	52

# 1 Inledning

## 1.1 Introduktion

Ledningens kompensation spelar en viktig roll i lösandet av agentproblemet och maximeringen av företagets värde (Li, Yang & Yu 2015). Det har debatterats länge om hur ersättningar för ledningen i företag inverkar på företagets prestation. Kompensation för företagets ledning är en knepig fråga eftersom ledning av speciellt stora börsnoterade bolag kräver kompetens och kunskap som få har. På grund av att bara få har denna kunskap och kompetens bildas en tävling om vilka företag som får rekryterat sådana personer. Eftersom personer i allmänhet strävar efter förmögenhet bör sådana kompensationsprogram göras som väcker intresset för dessa personer. Kompensationsprogrammen tjänar också ett annat syfte eftersom aktieägarna av företaget vill att ledningen ger sin bästa insats för att hämta värde till aktieägarna. För att försöka motivera ledningen i företag att handla för aktieägarnas bästa har olika aktierelaterade ersättningar, såsom aktierelaterade ersättningar, spelat en allt större roll på den senaste tiden i ledningens ersättningar (Bebchuk, Fried & Walker 2001).

På 70-talet var ledningens ersättningar bara löst förknippade med aktieägarnas förmögenhet medan ledningens ersättningar på 80-talet började förknippas mera med aktieägarnas förmögenhet genom en ökad användning av aktieoptioner. Debatten skiftade på 90-talet mot att aktieoptioner orättvist belönar ledningen för marknadens framgång och inte för ledningens egna insatser (Johnson & Tian 2000). Det börjades även ifrågasättas varför aktieoptioner för personalen inte redogörs för i bokslutet. Introduktionen av kontroversiella standarderna Statement of Financial Accounting Standard (SFAS 123) år 1995 och senare IFRS 2 ändrade fundamentalt reglerna för kapitalbaserad kompensation (Mertz 2017). Dessa två standarder tvingade företagen att redovisa alla former av kapitalbaserad kompensation i resultaträkningen samt redogöra för dem i balansräkningen så att utomstående intressenter skulle ha en bättre förståelse för hur ledningen kompenseras. Akademiker trodde en lång tid att detta skulle ändra på sättet som företag använder kapitalbaserad kompensation (Mertz 2017). På grund av den nya standarden har optionernas användning minskat och bland annat har prestationsrelaterade ersättningarnas andel ökat (Gillenkirch, Korn & Mertz 2016).

En stor del av studierna inom ledningens kompensation utgår ifrån agentteorin som först presenterades av Jensen och Meckling (1976). Agentteorin går ut på intressekonflikten som uppstår mellan principalen och agenten. Principalen anställer en agent som sedan ska agera för principalen, vilket med andra ord kan tolkas som att aktieägarna anställer ledningens som ska framföra deras intressen. Olika teorier har skapats utifrån agentteorin såsom optimal contracting som försöker lösa agentproblemet med hjälp av kompensation (Bebchuk m fl 2001). Kompensation som består av aktierelaterade ersättningar kunde då binda ledningen till företagets prestation genom olika prestationsmål och genom att motivera ledningen att öka på aktiernas värde. På detta vis skulle aktieägarnas och ledningens intressen samordnas. Managerial power approach stöder sig igen på att ledningen är starka och utökar sin makt för sitt eget intresse (Bebchuk, Fried & Walker 2003). Eftersom ledningen är stark manipulerar de enklare prestationsmål till sina lönekontrakt och ger inte sin fulla insats. Detta leder till att aktieägarna går miste om värdet som skulle ha fåtts om ledningen gett sin fulla insats.

Nu återstår frågan: är aktierelaterade ersättningar faktiskt ett sätt att samordna intressena för ledningen och aktieägare och förbättra företagets prestation? Akademiska litteraturen har inte lyckats komma till samtycke om denna frågan eftersom litteraturen är väldigt tudelad. Finska börsbolag ger tillgång till information som behövs i studier om aktierelaterade ersättningar och följaktligen passar dessa för studier inom detta ämne.

## 1.2 Problemområde och syfte

Intressekonflikten som uppstår i mellan ledningen och aktieägarna kan leda till att aktieägarnas intressen inte nås, vilket leder till frågan om att hur gapet mellan dessa två parter intressen ska minskas. Enligt agentteorin så försöker cheferna för det mesta maximera sin egen nytta vilket inte nödvändigtvis maximerar aktieägarnas nytta. För att minska intressekonflikten har agenternas kompensation förknippats till företagets aktier genom aktierelaterade ersättningar, såsom aktieoptioner. Iden bakom detta är att kompensera cheferna när företaget presterar bra och därav skapa incitament för cheferna att göra beslut som åstadkommer detta. Men eftersom cheferna har olika preferenser bland annat när det gäller risktagning så måste dessa optionsprogram skapas på ett sådant sätt att incitamenten faktiskt maximerar aktieägarnas nytta. Faktumet är att det är tämligen

omöjligt att perfekt samordna chefernas och aktieägarnas intressen men syftet med incitamenten är att föra dem så nära som möjligt. (Meckling & Jensen 1976). IFRS 2 har lett till en mera rättvis redovisning av aktierelaterade ersättningar jämfört med andra ersättningsformer och därmed skapat lika villkor för olika kompensationsformer (Mertz 2017). Detta har öppnat möjligheten att studera effekterna av aktierelaterade ersättningar (Mertz 2017).

Tidigare studier har dock inte kommit till en överenskommelse om hur aktierelaterade ersättningar inverkar på företagets prestation eftersom det finns en hel del studier som visar en negativ relation till prestation (såsom Abdelaziz, Lahian & Charfeddine 2011 och Li, Yang & Yu 2015) medan andra studier visar en positiv relation (bland annat Mehran 1995 och Clifford & Lindsey 2016). Vidare ger Mertz (2017) studie ”What have we learned from SFAS 123r and IFRS 2? A review of existing evidence and future research suggestions”, fortsatta forskningsförslag för bland annat aktierelaterade ersättningar. Ett av forskningsförslagen var att replikera Mehrans (1995) studie om inverkan av ledningens kompensation och ägande på företagets prestation. Detta tyder på att det ännu finns ett gap i litteraturen i förhållandet mellan aktierelaterade ersättningar och företagets prestation.

Denna avhandling kommer att studera gapet i litteraturen mellan aktierelaterade ersättningar och företagets prestation, eftersom det tydligt finns ett gap i detta ämne i och med den kluvna tidigare litteraturen och forskningsförslaget av Mertz (2017). Denna avhandling kommer även att bidra till litteraturen genom att ta upp två teorier för att förklara effekten av aktierelaterade ersättningar. Dessa två teorier är optimal contracting och managerial power approach och de utgår ifrån intressekonflikten som agentteorin lyfter upp och kan därför utvidga förståelsen om varför aktierelaterade ersättningar inverkar eller inte inverkar på företagets prestation. Metoden som Mehran (1995) använde, och därtill Mertz (2017) förslag för vidare studier inom ämnet, passar bra för inkluderingen av teorierna om optimal contracting och managerial power approach eftersom metoden simpelt förklarar aktierelaterade effekternas inverkan på företagets prestation. Företagen i denna avhandling kommer att bestå av finska börsbolag för att bidra till litteraturen inom ämnet i Finland.

På grund av gapet i litteraturen och argumenten som presenterats kommer syftet med denna avhandling att vara att ta reda på effekten av aktierelaterade ersättningar på börsnoterade finska bolag. Denna avhandling kommer i andra hand framföra data om i

vilken form ledningens kompensation betalas, samt hur mycket ledningen äger inom företagen. Detta görs för att stöda syftet genom att bättre förstå resultaten från metoden samt framföra möjliga skillnader i kompensationsformen för olika företag.

### **1.3 Avgränsningar**

Denna avhandling kommer att avgränsa sig på finska börsnoterade bolag. Denna avgränsning beror på att jag vill studera finska företag för att få en bild av hur aktierelaterade ersättningar inverkar på prestationen för just finska företag. Bolagen kommer att vara börsnoterade bolag eftersom jag behöver tillgång till deras bokslut. Eftersom tidigare studier inom ämnet grundar sig på agentteorin, så kommer denna avhandling att även grunda sig på agentteorin för att försöka förstå förhållandet mellan aktieägare och företagets ledning. Dessutom grundar sig optimal contracting och managerial power approach på agentteorin och därför är agentteorin av intresse för avhandlingen. Agentteorin fungerar ändå mera som en förklarande faktor för relationen mellan ledningen och aktieägare medan optimal contracting och managerial power approach förklarar inverkan av ledningens kompensation på ledningen. Denna avhandling fokuserar sig även på endast aktierelaterade ersättningar och därför studeras inte andra former av ersättning. IFRS 2 kommer också kort redogöras för, men endast i syftet att ge läsarna en bättre förståelse om regleringarna och därmed omständigheterna för aktierelaterade ersättningar.

### **1.4 Fortsätt Disposition**

Huvudkapitlen kommer enligt följande ordning.

Kapitel två teoretisk referensram och hypotesbildning, så att läsarna får en inblick om teorier samt tidigare studier inom ämnet varifrån hypoteserna formuleras. I samband med agentteorin går också IFRS 2 igenom för att ge läsaren en förståelse om regleringen.

Kapitel tre handlar om metodologin där utgångspunkter diskuteras, val av metod motiveras, data som används redogörs för samt diskuteras upp reliabilitet, replikerbarhet och validitet.



Kapitel fyra presenterar analysen om normalfördelning av samplet, deskriptiv statistik av samplet och resultaten från regressionsanalysen samt analys av hypoteserna.

Kapitel fem innefattar en diskussion kring slutsatserna och begränsningarna för avhandlingen samt ger förslag på fortsatta studier.

Efter kapitel fem hittas källorna samt bilagor för företagen i samplet, fördelningen av variabler, tabell för snedhet och excess för kontrollvariablerna samt tabell för Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk test för kontrollvariablerna.

## 2 Teoretisk referensram och hypotesbildning

I detta kapitel kommer jag att framföra en teoretisk referensram för att ge läsaren en bättre förståelse om problem och möjliga lösningar inom ämnet. Först kommer jag att ta upp bakgrund som lyfter beskriver förhållandet mellan företagets ledning och aktieägare, samt framföra varför aktierelaterade ersättningar kunde lösa problemet med agentkostnader. Sedan redogörs det för IFRS 2 för att ge läsaren en uppfattning om regleringar kring aktierelaterade ersättningar. Efter det introduceras teorin om optimal contracting som försöker lösa agentproblemet med ledningens kompensation. Därefter granskas teorin om managerial power approach som ifrågasätter optimal contracting. Utifrån tidigare studier kring aktierelaterade ersättningar formas även hypoteser vilka baserar på optimal contracting och managerial power approach gällande ledningens aktierelaterade ersättning samt ägande och företagets prestation.

### 2.1 Bakgrund

Eftersom många studier som behandlar ledningens kompensation utgår ifrån agentteorin så kommer denna avhandling förklara förhållandet mellan ledningen och aktieägarna med hjälp av den. Det är viktigt att förstå förhållandet mellan ledningen och aktieägarna för att förstå varför aktierelaterade ersättningar kan samordna intressena för dessa. Jensen och Meckling (1976, 308) definierar en agentrelation som en situation där en eller flera personer, det vill säga principaler, anställer en annan person, agenten, att utföra tjänster för dem, vilket innebär att principalerna delegerar en del beslutsauktoritet till agenten. Ifall både agenten och principalen försöker maximera sin nytta kommer detta troligtvis att leda till att deras intressen inte sammanträffar och agenten inte alltid kommer att agera i principalens bästa intresse. Principalen kan försöka avvärja detta fenomen genom att skapa ändamålsenliga incitament för agenten och genom att åta sig övervakningskostnader för att övervaka agenten och därigenom minska på avvikande aktiviteter av agenten. I vissa fall kan agenten bli betald för att använda resurser så att agenten inte gör åtgärder som kan skada principalen eller för att garantera att principalen blir kompenserad ifall dessa oönskade åtgärder görs. Denna form av betalning kan på ett

enklare sätt kallas lön. Enligt Jensen och Meckling (1976, 308) är det ändå nästan omöjligt att utan kostnader få agenten att göra optimala beslut för principalen och i de flesta agentprincipalförhållandena uppstår det lönekostnader, övervakningskostnader samt kostnader som uppstår på grund av att det kommer att finnas en skillnad i besluten som agenten gör samt beslutet som skulle ha gynnat principalen mest. Skillnaden mellan agentens beslut och beslutet som skulle ha gynnat principalen best kallar Jensen och Meckling (1976, 308) residual förlust. Summan av dessa tre faktorer, det vill säga övervakningskostnaderna, lönen till agenten och residuala förlusten, benämner Jensen och Meckling (1976, 308) agentkostnader. Denna relation mellan principalen och agenten samt dessa kostnader överensstämmer med förhållandet mellan aktieägare och ledningen i företag och därav kan man påstå att det existerar ett problem av separation mellan ägande och kontroll.

Jensen och Meckling (1976, 312) menar att ifall företaget ägs och leds av ägaren kommer denna att göra beslut som maximerar hennes nytta. Dessa beslut kommer inte bara att vara till nytta ur en ekonomisk synvinkel i form av penningavkastningar utan nyttan av besluten kommer även att handla om entreprenörrelaterade aspekter. Som exempel på dessa andra aspekter nämns bland annat nivån på anställdas disciplin, köp av produktionsmaterial av vänner och kontorets inredning. Den optimala mixen av penning- och icke-penningfördelar uppnås då marginalnyttan från en till förbrukad euro är lika för varje icke-penningfördel samt lika för marginalnyttan av varje euro av köpkraften efter skatter det vill säga förmögenhet. När ägaren då säljer en del av sitt ägande i företaget kommer agentkostnader att uppstå eftersom det nu finns en intressekonflikt som beror på att ägar-chefen bara kommer att bära en liten del av kostnaden av icke-penningfördelar när denne maximerar sin nytta. För att illustrera detta på ett annat sätt så utgår Jensen och Meckling (1976, 312-313) från exemplet att ägar-chefen bara äger 95 % av aktiekapitalet. Nu kommer han att förbruka resurser ända tills köpkraften bara är 95 cent på en euro eftersom han ändå försöker maximera sin nytta. Dessa aktiviteter kan troligen inte helt elimineras, men de kan begränsas med hjälp av att överföra kostnader på övervakningen av ledarchefen vilket torde vara av intresse för de utomstående aktieägarna i detta fall. Minoritetsägarna i exemplet kommer att inse att intressena mellan dem och ägar-chefen inte kommer att vara helt samma vilket leder till att priset som de betalar för aktierna kommer att reflektera övervakningskostnaderna samt effekten av intressekonflikten mellan deras intressen och ägar-chefens. Ifall man ignorerar ägar-chefens möjlighet att ta

lån för sin egen nytta, så kommer ägar-chefen att godkänna dessa kostnader så länge som andra förmögenhetsnyttan ägar-chefen får från företaget till dennes allmänna köpkraft avkvittar kostnaderna. Med denna allmänna köpkraft menas då projekt som är lönsamma som ägar-chefen inte kan finansiera med sin personliga förmögenhet.

Jensen och Meckling (1976, 313) lyfter också fram att när ägar-chefens andel av företagens kapital minskar så betyder det att dennes anspråk på resultatet minskar vilket tenderar att uppmuntra honom att tilldela större mängder av företagens resurser till löneförmåner. Detta betyder att aktieägarnas intresse för att övervaka ägar-chefens beteende ökar och därav ökar också resurserna som sätts på övervakningen. Beroende på detta ökar förmögenhetskostnaderna för ägar-chefen när han erhåller kontanter från kapitalmarknader när hans ägarandel minskar. Jensen och Meckling (1976, 313) antyder även att ledningens tendens att använda företagens resurser för sin egen nytta inte är den viktigaste konflikten utan att när ledningens ägarandel i företaget minskar leder det till att dennes intresse att ge en signifikant prestation eller kreativitet minskar. Som exempel nämns ledningens ovilja att söka fram ny information om teknologier för att personliga kostnaden anses för stor. Detta kan resultera till att värdet på företaget kan uppfattas som mindre än det kunde vara ifall ledningen skulle ha utforskat varje resurs för att hålla företaget kompetent.

Holmström (1979, 74) skriver att moral risk eller incitament problem uppkommer till en följd av en informations asymmetri mellan individer, och denna informations asymmetri beror på att individuella åtgärder inte kan observeras och därmed avtalas om. En naturlig lösning till detta problem skulle vara att investera resurser till att övervaka åtgärderna och använda denna information i avtalet. En fullständig övervakning av åtgärder är kanske möjlig i väldigt enkla situationer, vilket skulle leda till en situation där ändamålsenliga åtgärder för agentens arbetsgivare skulle kunna tvingas genom avtal som straffar dysfunktionellt beteende. Holmström (1979, 74) lyfter ändå upp faktumet att i allmänhet är fullständig övervakning antingen omöjlig eller oöverkomligt kostnadskrävande. Holmström (1979, 74) menar att på grund av dessa faktorer, används det i stor omfattning i allmän praxis bristfällig information som grund för avtal för att lindra moral risk. Avtalen baserar sig på den bristfälliga informationen för att intresset skiftar till estimat på grund av de ovannämnda faktorerna, det vill säga omöjlighet och kostnadskrävande. Holmström (1979, 74) ställer sedan frågorna om när bristfällig information om åtgärder kan användas

för att förbättra ett avtal som i början baserade sig på enbart betalning och hur skall tilläggsinformation användas optimalt. Holmström (1979) använder sig av ekvationer där olika åtgärders monetära resultat studeras.

Holmström (1979, 89) kommer fram till att skapandet av extra informationssystem eller användning av annan information om agentens åtgärder som är tillgänglig är av nytta och leder till att avtalen i allmänhet förbättras. Detta motiveras med att tilläggsinformationens värde uppkommer från att informationen tillåter en mera precis värdering av agentens prestation. Det kan även anses stå för samma incitament för insats med en mindre förlust av förmåner för riskfördelning. Denna studie tar inte i beaktande avtal som är baserade på långtidsrelationer och eftersom när samma situation upprepar sig många gånger under tidens gång kommer osäkerhetens effekt minska och dysfunktionellt beteende är mera precist avslöjad. Holmström menar att detta tenderar att minska på problemet med moral risk. Holmström (1979, 89) argumenterar också för att det kan vara av nytta för både agenten och principalen ifall agenten kan omförhandla sitt avtal inom vissa gränser för att bättre motsvara uppdraget, eftersom agenten möjligtvis kan ha bättre information om dennes uppdrag.

Agentproblemet har sedan länge förknippats med aktieoptioner då Haugen och Senbet redan 1981 har skrivit artikeln "Resolving the agency problems of external capital through options", som rentav försöker lösa problemet med agentkostnaderna. Aktieoptioner definieras som ett avtal som ger hållaren rätten men inte skyldigheten att teckna aktier för företaget för ett på förhand överenskommet pris för en specifik period av tid. (Mertz 2017). Haugen och Senbet (1981) demonstrerar i sin artikel att aktieoptioner kan justera intressena mellan ägar-chefen och utomstående aktieägarna så att de sammanfaller. Även Haugen och Senbet (1981) medger att övervakning och bindande aktiviteter (lönekontrakt) kan inverka på ägar-chefens möjlighet att främja sin egen nytta på aktieägarnas bekostnad men att det är osannolikt att de eliminerar agentproblem i samband med extern finansiering utan kostnad. Ifall kapitalmarknaden är karaktäriserad av rationellt beteende blir de totala fördelarna från den minskade konsumtionen av ledningens extraförmåner kapitaliserade i priserna av finansiella fordringar till utomstående. Det påstås att ett finansiellt paket med aktieoptioner kan konstrueras så att företagets värde motsvarar ett sådant värde där ägar-chefen vore ensam ägare och på grund av det skulle det inte finnas en agent-principal intressekonflikt.

Nohel och Todd (2004) studerar effekten av aktieoptioner på chefernas incitament att investera, och denna effekt förknippas sedan med chefernas åtgärder och företagets värde med hjälp av en modell. Denna studie använder parametrar så som chefs förmögenhet, differentieringsgrad och riskaversitet. Genom att inkludera chefspecifika tendenser ger denna modell en mera individuell förklaring till vad som styr cheferna åtgärder. Resultaten av Nohel och Todds (2004) studie visar att chefernas incitament att investera är väldigt känsligt för deras uppfattning om oron för karriären och distribution av förmögenhet. Det tas även upp att under- och överinvestering kan vara större än tidigare uppfattats. Möjligheten att chefs och aktieägarnas intressen går att samordnas föreslås också, och beroende på investeringarnas risker och chefspecifika risker samt förmögenhet kan aktieoptioner vara en stor eller liten del av chefernas lön.

Nohel och Todd (2004, 2) lyfter upp två utmaningar med incitamentens effekt från chefernas aktieoptioner. Den första utmaningen handlar om att normala värdesättningstekniker inte är tillräckligt noggranna eftersom aktieoptioner inte är objekt för handel samt är de ofta ägda av chefer med föga omväxlande förmögenhet, restriktioner på likviditet och behov av snabba avkastningar. Den andra utmaningen går ut på att aktieoptionerna värde är på ett hopplöst sätt förknippat med chefs ageranden och företagets värde.

Enligt Nohel och Todd (2004) är sporen för chefernas att investera också väldigt känsligt med inlösenpriset på aktieoptioner. I modellen som används så leder en parioption (engl. at the money option) till att chefs incitament att ta risker maximeras. Hall och Murphy (2000) kommer dock i sin studie fram till motsatsen av detta forskningsresultat och menar att denna typ av option maximerar betalningen av prestation. Hall och Murphy (2000) argumenterar att riskaversa chefer bortser optionsprogram med stora vinstmöjligheter då dessa möjligheter är små, och istället föredrar parioptioner eftersom denna lösning säkerställer en högre sannolikhet av en betalning.

Nohel och Todd (2004, 4) argumenterar också att eftersom målet med användningen av aktieoptioner är att intresset mellan principalen och agenten ska sammanställas så borde aktieoptionerna ofta omvärderas både då priset sjunker och ökar. Dessutom förväntar de sig att företaget skulle övervaka chefernas förmögenhet med hjälp av att bland annat begränsa deras aktieinnehav för att motverka risktagning och motverka aktieoptionernas önskade effekt. Nohel och Todd (2004, 4) kommer även fram till att en riskavers chef som

inte kan diversifiera risken med dennes aktieoption kanske inte föredrar en ökning av värde i företagets aktier eller variansen i företagets aktieavkastning. Användningen av beräkningar för betalning för prestation som beskrivning för intressenas samordning är problematisk eftersom chefernas incitament för att öka på företagets värde inte nödvändigtvis stiger när chefens lön blir mera känslig för prestation. Noher och Todd (2004, 4-5, 22) varnar också för att inte bara fokusera på lönen vid studier om chefernas beteende eftersom chefernas olika förmögenheter och preferenser för risktagning kan inverka på deras beslut och därav kan studierna bli missvisande.

Miller och Sardais (2011) argumenterar emot uppfattningen om att agenterna alltid försöker utnyttja principalerna ifall de inte är kontrollerade eller med hjälp av incitament ledda till att inte göra så. Miller och Sardais (2011) menar att fallet inte alltid är så utan i vissa fall kan ledningen vara mera motiverad än ägarna att göra vad som är det bästa för företaget och aktieägarna och därför är det av intresse att analysera agentteorin. Detta kan ske till exempel genom att stora ägare kan pressa eller influera agenten att förvärva eller skära ner företag för att få snabba vinster vilket kan skada företaget i det långa loppet. På detta sätt förtrycks de små ägarna. Stewardship teori utgår ifrån att alla agenter inte är likadana utan att vissa agenter drivs mera av sociala faktorer än ekonomiska vilket betyder att de försöker vara effektiva ledare för företaget samt aktieägarna genom att skapa ett hållbart och starkt företag. Miller och Sardais (2011) förespråkar att ledningen har blivit ansvariga för en bredare mängd av aktieägare och att det är ledningen inte ägarna som har tagit skulden för ansvarslost risktagande och kortsiktighet. På grund av detta finns det anspråk för mera ansvarsfullt ledarskap, så kallade ängel agenter (eng. angel agents), vilket enligt Miller och Sardais (2011) är ironiskt eftersom trycket från större investerare att göra snabba vinsten är hög.

Miller och Sardais (2011) lyfter upp exemplet om Renault mellan 1945 och 1955 där deras vd Pierre Lefauchaux lyckades förbättra företagets ställning samt resultat fastän franska regeringen satte hårda utmaningar på kortsiktiga resultat samt finansiellt tryck. Med inspiration av Lefauchaux lyftes följande egenskaper fram som definierar en ängel agent: ägandes kontext, personliga karaktär, rykte och kontakter, tapperhet, social medvetenhet, finansiell och social självständighet, emotionell självständighet från ägarna samt kunskap om affärsverksamheten. Miller och Sardais (2011) erkänner att läget idag inte motsvarar

Frankrike efter kriget och att dessa egenskaper inte kan tas alltför strängt samt att de går att implementera på många ledningar i företag.

## 2.2 IFRS 2 bidrar till rättvis kostnadsföring av löner

Eftersom denna avhandling behandlar aktierelaterade ersättningar ämnar jag även ge läsaren en bild hur de behandlas i redovisning. Warren Buffet, Vd och styrelseordförande för Berkshire-Hathaway, noterade följande problem med aktierelaterade ersättningar före IFRS 2:

If options aren't a form of compensation, what are they? If compensation isn't an expense, what is it? And if expenses shouldn't go in the calculation of earnings, where in the world should they go? (Emanuel 2005, 40).

Emanuel (2005) skriver att före IFRS 2 togs i bruk så kostnadsfördes inget under personaloptionens löptid och när optionen förfaller till betalning fick företaget en summa pengar och oftast gjordes en nyemission. Kritikerna, såsom Buffet, argumenterade att eftersom optionerna är en del av de anställdas ersättning ska de också kostnadsföras. Kritikerna argumenterade också för att eftersom när optionerna löses ut så finns det en fordran på företagets nettotillgångar och denna fordran borde redovisas som en del av aktiekapital.

Syftet med IFRS 2 är att specificera den finansiella rapporteringen när en enhet förbinder sig till transaktioner vilka är aktierelaterade ersättningar till personal, och det krävs särskilt att dessa transaktioner ska redogöras i resultat och balansräkningen (Accountancy 2004). IFRS 2 togs i bruk år 2005 i de flesta länderna som bundit sig till standarden, och den påminner en hel del om USA:s ekvivalenta standard SFAS 123r. IFRS 2 innebär att alla kapitalinstrument ska redogöras enligt deras verkliga värde och dessutom ska även värderingsparametrarna för aktieoptioner också redogöras för (Accountancy 2004).

Enligt international accounting standards board, vilket jag förkortar IASB, definieras kapital som residual räntan på tillgångarna minskat med skulderna. Eget kapital definieras som all kapital som har införts i entiteten samt ackumulerade vinster. En av redovisningens syfte i samband med eget kapital är att redogöra sakenligt varifrån kapital införs till det egna kapitalet, vilket betyder att när aktier är reserverade för framtida utdelning för ersättning måste det också redovisas. (Deloitte 2007).



Aktierelaterade ersättningar definieras enligt IFRS 2 som en transaktion där en entitet erhåller varor eller tjänster för kapitalinstrument i entiteten, eller då entiteten erhåller varor eller tjänster från leverantörer för värden baserat på priser av entitetens kapitalinstrument. Varorna och tjänsterna som fås eller förvärvas vid transaktionerna ska redovisas när varorna fås eller när tjänsterna erhålls. IFRS 2 tillämpas inte på avtal vilka innehåller köp eller säljning av icke-finansiella instrument som kan betalas med kontanter eller med andra finansiella instrument, där dessa avtal kan anses som finansiella instrument dem själva. Liknande aktierelaterade ersättningar regleras med hjälp av IAS 32 och IAS 39. (Deloitte 2007).

Som konstaterats så tillämpas IFRS 2 på alla former av aktierelaterade ersättningar, och dessa separeras i standarden till tre olika områden:

- a) Aktierelaterade ersättningar som regleras egetkapitalinstrument
- b) Aktierelaterade ersättningar som regleras med kontanter
- c) Aktierelaterade ersättningar med kontantreglering som alternativ

Dessa tre former ska gås igenom mera omfattande i följande kapitlen. Redogörelsen av dessa ersättningar ska vara tydlig eftersom utomstående intressenter ska kunna avgöra karaktären och utsträckningen av aktierelaterade ersättningen. IFRS 2 specificerar några faktorer som ska redogöras för. Varje aktierelaterad ersättning som existerade under en räkenskapsperiod ska beskrivas och i beskrivningen ska ingå information om maximala tiden för optioner, intjänandevillkor och ifall ersättning är i form av egetkapitalinstrument eller kontanter. Optionsgrupper som under räkenskapsperioden blev tilldelade, förverkade, inlösta eller förfallna ska redogöras med vägda genomsnittliga lösenpriser och antalet aktieoptioner. Dessutom ska optioner som är tilldelade vid periodens början, utestående eller inlösningsbara vid periodens slut redogöras för på samma sätt. För aktieoptioner som förfaller under räkenskapsperioden ska det redogöras ett vägd genomsnittligt lösenpris vid förfallstidpunkten. Om optionerna förfaller regelbundet under räkenskapsperioden kan det vägda genomsnittliga lösenpriset för hela räkenskapsperioden redogöras istället. För aktieoptioner som är utestående i slutet av räkenskapsperioden ska det redogöras om intervallet för inlösenpriser samt vägda genomsnittliga avtalade löptiden för aktieoptionen. Ifall intervallet för lösenpriserna är stort, ska dessa delas in i flera intervall. Detta är avsett för att underlätta bedömningen av

antalet samt tajming av ytterligare aktieoptioner som utdelas och eventuella kontanter som fås från dessa optioner. (Deloitte 2007).

IFRS 2 kräver också att utomstående intressenter ska kunna förstå hur verkliga värdet på egetkapitalinstrumenten är räknat. För att möjliggöra denna transparens, så har det specificerats vad som åtminstone måste redogöras för. Aktieoptioner som tilldelats under perioden ska redogöras med vägda genomsnittliga verkliga värde för värderingsdagen samt information om hur värderingen gjorts. Information som bör finnas om denna värdering ska innehålla värderingsmodellen för optionen, det vill säga aktiepriset, lösenpriset, förväntade volatiliteten, längden på optionen, förväntade dividender, riskfria räntan samt andra använda inputvariabler. Det ska även förklaras hur den förväntade volatiliteten värderades. Andra egetkapitalinstrument som tilldelats under räkenskapsperioden bör redovisas genom att ange antalet samt vägda genomsnittliga verkliga värdet på värderingsdatumet för dessa egetkapitalinstrument. Information om hur dessa värderingar gjorts innefattar hur verkliga värdet värderades om inget observerbart marknadsvärde användes, ifall och hur förväntade dividender ingick i värderingen samt ifall andra drag av egetkapitalinstrumentet inverkar på värderingen. Om det görs tillämpningar till aktierelaterade ersättningar under räkenskapsperioden så bör en förklaring av dessa tillämpningar presenteras. Dessutom bör det redogöras för det tilldelade verkliga värdet på grund av dessa tillämpningar samt hur detta värde värderas. (Deloitte 2007)

### **2.3 Optimal contracting**

Det finns inte ett avtal som kommer fullständigt att samordna intressena mellan agenten och principalen men Bebchuk m.fl. (2001) lyfter upp teorin om optimal contracting. Iden med optimal contracting är att minimera agentkostnaderna och därför används detta för att försöka skapa optimala incitament för cheferna. När det skapas löneprogram för cheferna med målet att optimera löneprogrammen så borde enligt Bebchuk m.fl. (2001, 9) tre saker tas i beaktande. Den första är lockande och behållande av kompetenta chefer. Den andra är tillseende av cheferna med incitament för tillräcklig insats och för att göra beslut som gynnar aktieägarnas intressen. Den tredje är att minimera kostnaderna i allmänhet. Näst kommer det att gås igenom varför dessa tre faktorer är viktiga.

Enligt Bebuck m.fl. (2001, 9) innehar en framgångsrik vd vid ett stort börsnoterat bolag en sällsynt kombination av skicklighet och instinkter eftersom det krävs att en vd bland annat måste leda ett stort företag med mycket anställda, förutse företaget med en strategisk direktion och besluta ifall företaget borde förvärva eller bli förvärvat av andra företag. Individer med dessa kunskaper är möjligen få och därför finns det en konkurrens om dem, där kompensation inte är den enda faktorn som inverkar på lockande och behållande av personer med kunskap. Bebchuk m.fl. (2001, 9) förklarar att för att locka och behålla sådan kunskap måste företaget vara redo att erbjuda chefen ett paket av förmåner som möter eller överstiger dennes reservationsvärde. Reservationsvärde förklaras till en del som chefs aptit för risk. Detta betyder att företaget måste erbjuda en riskavert chef mera total kompensation för att få denne att acceptera mera riskfyllda element av denna kompensation. Detta leder till att ifall en del av kompensationen chefen får utgörs av aktieoptioner så torde förväntade värdet på detta paket överstiga värdet på ett paket som innehåller kontantbetalning. Företag kan inte betala chefer mindre än deras reservationsvärde men nog mera för att erbjuda bättre incitament.

Bebchuk m.fl. (2001, 10) skriver att sporrarna för cheferna måste planeras så att de tvingar chefen att lägga ner personliga insatser och att motivera denne att göra beslut som främjar aktieägarnas intresse. Det finns en risk att agenten ger en för liten insats, i och med att agenten har incitament att jobba mindre än vad som är optimalt för aktieägarna. Denna förvrängning av incitament beror på att chefen åtnjuter alla fördelar av dennes fritid eller icke arbetsrelaterade aktiviteter, medan han bara erhåller en del av värdet som själva jobbet genererar företaget. Besluten som cheferna gör för att maximera sin egen nytta istället för aktieägarnas nytta kan vara många. Exempel på sådana beslut är val av företagsstrategi med låg risk, användning av företagets resurser för konsumtionsprodukter såsom bil eller ovilja att sparka en inkompetent anställd på grund av vänskap. De olika kritiska besluten som en chef måste göra nu och i framtiden är många och emellanåt oförutsägbara, vilket betyder att det inte finns en optimal kompensationsplan med passande incitament utan den måste justeras enligt situation.

Som ovan konstaterades så fungerar chefs reservationsvärde som en nedre gräns för ett kompensationspaket och fungerar därav som kostnad för företaget, men företaget kan betala mera för att skapa incitament för chefen att göra beslut som ökar aktieägarnas värde. Enligt teorin om optimal contracting borde aktieägarna fortsätta att förse värde till

chefen ända tills marginalkostnaden av incitamenten som skapas överväger marginalnyttan av dem. (Bebchuk m fl 2001, 10-11)

Enligt Bebchuk m.fl. (2001, 11) är följande tre mekanismer en möjlighet för att producera optimala kompensationsprogram för aktieägarna. En mekanism är att styrelsen väljer ett kompensationspaket som maximerar aktieägarnas nytta. Den andra mekanism är att fastän styrelsen agerar under inflytandet av ledningen, så är cheferna begränsade av marknadskrafterna att välja kompensationspaket som tjänar aktieägarnas intressen. En tredje mekanism är att aktieägarna kan använda sina lagliga rättigheter för att blockera kompensationspaket och därför tvingas cheferna att välja ett paket som maximerar aktieägarnas värde.

## 2.4 Hypotesformulering utifrån tidigare studier

Det finns flera studier som stöder att optimal contracting uppnås genom aktierelaterade ersättningar och till följande kommer jag att ta upp sådana studier och formulera en hypotes utifrån dem.

Mehran (1995) har gjort en studie om ledningens lönestruktur, ägande och företagens prestation som är av stort intresse för denna avhandling. Studien av Mehran (1995) undersöker samma fenomen som jag och resultaten stöder tanken om optimal contracting. Mehran (1995) studerade ledningens lönestruktur för 153 tillverkande företag och hittade evidens för löneincitament samt att formen av kompensationen, inte mängden, motiverar ledningen att öka företagets värde. Företagets prestation är positivt relaterat till ledningens aktierelaterade kompensation. Mehran (1995) menar att dessa resultat påvisar att lönen för vd:n påverkar på dennes incitament på sådana sätt som är mätbara i företagens prestation. Som mått på prestation använde Mehran (1995) Tobins q och avkastning på total kapital (eng. Return on Assets, i fortsättningen ROA).

Bennett, Bettis, Gopalan och Milbourn (2017) undersökte till hur stor del ledningen har uppnått prestationsmålen som företagen satt till dem. Hela 974 företag involverades i studien och kompensationsdata som användes var från åren 2006 till 2012. Bennett m.fl. (2017) argumenterar att det är viktigt att nå prestationsmålen eftersom kompensationen antingen ökar då ett mål nås eller så ökar risken för att bli avskedad om prestationsmålen inte nås. Dessutom lyfts det upp att ledningen kanske inte vill överstiga prestationsmålen

för att kompensationen inte signifikant ökar eller för att prestationsmålen i detta fall görs svårare att uppnå. Bennett m.fl. (2017) kommer fram till att en oproportionerlig stor andel av företagen når prestationsmålen nått och jämt jämfört med andelen som inte riktigt når prestationsmålen. Dessutom är denna effekt stark vid sådana kompensationsavtal med bara ett prestationsmål, i kontrast till avtal där flera prestationsmål existerar.

Clifford och Lindsey (2016) har studerat hur olika grupper av aktieägare och deras övervakande på företaget. Studien gjordes på företag i USA som är listade på S&P 1500 indexet och information samlades från räkenskapsperioderna mellan 1995 och 2005. Som variabler användes utestående aktieägare som äger över 5 % av företagets aktier. Dessa aktieägare indelades sedan i olika investerargrupper beroende på investeraren och därefter kategoriserades de på basis av hur aktiva de var. Vidare användes ledningen aktierelaterade kompensation samt andelen av kompensation i cash. Som mått på företagets prestation användes operativ ROA före medianjusterade avskrivningar. Clifford och Lindsey (2016) kommer fram till att företag med aktiva och olika aktieägargrupper associeras med en ändring i vd:ns kompensationsstruktur. Detta är speciellt noterbart då aktiva aktieägare riktar sin uppmärksamhet på företag som tidigare haft en kompensationsstruktur som baserat sig på cash, där följderna är att det upptäcks en ökning av prestationsrelaterade ersättningar. Dessutom kommer Clifford och Lindsey (2016) fram till att aktiva aktieägargrupper leder till en bättre prestation av företagen i form av högre industrijusterad ROA. Om man då noterar att aktiva och olika aktieägargrupper föredrar prestationsrelaterade ersättningar, och att dessa typer av aktieägare leder till bättre prestation för företagen kan man argumentera att prestationsrelaterade ersättningar har en inverkan på företagets prestation. Vidare kan det också argumenteras att aktierelaterade ersättningar kan användas som en form av prestationsbaserad ersättning och därför finns det skäl att spekulera aktierelaterade ersättnings effekt på företagets prestation.

Aggarwal och Samwick (2006) har gjort en studie om hur separationen av ägande och kontroll inverkar på företagets prestation. Som data användes företag från olika S&P index. Ledningens ägande mättes med deras aktieäggande och optionsinnehav, som mått för företagets prestation användes Tobins q och investeringar. Studien kommer fram till att både investeringar och företagets prestation ökar i samband med incitament. Aggarwal och Samwick (2006) menar att då incitamenten ökar, minskar riskaversion och variansen

i företagets inkomster. Eftersom aktierelaterade ersättningar kan anses som incitament när kompensationen förknippas med företagets aktievärde, kan det spekuleras att dessa har en positiv inverkan på företagets prestation.

Utifrån dessa studier, som stöder teorin om optimal contracting, bildar jag följande hypotes:

*Hypotes 1a: Ledningens aktierelaterade ersättning har en positiv inverkan på företagets prestation.*

Det finns också en del studier som tyder på att ledningens ägande har en positiv inverkan på företagets prestation. Mehran (1995) studie visade en signifikant positiv relation mellan ledningens ägande och ROA samt Tobins q. Khan, Mather och Balachandran (2014) har studerat relationen mellan ledningens aktieägande och företagets prestation för företag i Australien. Som mått på företagets prestation användes resultat före räntor, skatter, avskrivningar och amortering. Vidare användes även det förgående måttet minus orealiserade redovisade kostnader som mått för prestation. Som variabler användes ledningens, styrelsemedlemmars och oberoende styrelsemedlemmars aktieägande. Khan m.fl. (2014) kommer fram till en negativ relation följt av en positiv mellan ledningens ägande och företaget. Den negativa relation mellan ledningens ägande och företagets prestation hittas då ledningens ägande är mindre. När ledningens ägande stiger till mellan 20 och 30 % blir relationen dock positiv. Khan m.fl. (2014) förklarar dessa resultat med att i Australien behövs inte en stor ägarandel för att ha praktisk kontroll över företaget och därför kan de försöka nå personlig förmögenhet på företagets kostnad. Khan m.fl. (2014) förklarar den positiva relationen till prestationen när ägandet överskrider 20 % med att ledningens intressen förenligas med aktieägarnas.

Berke-Berga, Dovladbekova och Abula (2017) har studerat relationen mellan företagets prestation och ledningens ägande i börsnoterade bolag i baltiska länder. Som mått för företagets prestation användes Tobins q och ROA. Berke-Berga m.fl. (2017) kommer fram till att ledningens ägande är en av faktorerna som inverkar positivt på ROA medan ingen relation hittas när prestation mäts med Tobins q. Berke-Berga m.fl. (2017) förklarar att resultatet med Tobins q kan bero på historiska och sociologiska faktorer. Enligt Berke-Berga m.fl. (2017) är ledningen av baltiska börsnoterade bolag inte fokuserade på marknadsvärdet av företagets aktier. Vidare hävdar Berke-Berga m.fl. (2017) att aktiemarknaderna är små, ägandet mera koncentrerat än i större marknader samt att

ledningens incitament baserar sig på mera fundamentala resultat av företagen och deras vinster.

Drakos och Bekiris (2010) har studerat relationen mellan ägarstruktur och företags prestation i den Atenska aktiemarknaden. Som mått för företagens prestation användes Tobins q. Drakos och Bekiris (2010) kommer fram till att det finns en positiv relation mellan företags prestation och ledningens ägande. Vidare argumenterar Drakos och Bekiris (2010) för att desto större andel ledningen äger, desto bättre presterar företaget i deras studie. Dock förklarar Drakos och Bekiris (2010) detta påstående med att ledningens ägande i den grekiska kapitalmarknaden är betydligt större än i andra utvecklade ekonomier och därför är agentproblemet inte ett relativt stort dilemma i deras studie. Drakos och Bekiris (2010) menar att intressekonflikterna mellan ägare och ledningen inte uppstår då ledningens ägande är stort, på grund av att ledningen är en stor del av ägarna. Dock hittar Drakos och Bekiris (2010) en negativ relation mellan företags tillgångar och ledningens ägande. Detta kan enligt Drakos och Bekiris (2010) förklaras med att företag som är stora, det vill säga har mycket tillgångar, kräver större investeringar.

Vidare kommer Drakos och Bekiris (2010) fram till att externa aktieägare har en positiv korrelation med företags prestation. Drakos och Bekiris (2010) argumenterar för att detta är bevis för en systematisk relation mellan lönsamhet och ägandestruktur. Dessutom stöder men sig på iden att stora aktieägare som kontrollerar ledningen hellre förebygger deras rykte än expropriera minoritetsägarna, eftersom ett sådant gott rykte ökar företags värde och minskar på ineffektiviteten av agentproblem.

Florackis, Kostakis och Ozkan (2009) har studerat ledningens ägande och företags prestation med hjälp av börsnoterade bolag i Storbritannien. Noterbart är att Florackis m.fl. (2009) har använt sig av en semi parametrisk metod istället för parametrisk metod som vanligen används i studierna inom ledningens ägande. Florackis m.fl. (2009) kommer fram till att ledningens ägande som är mindre än 15 % har en positiv inverkan på företags prestation. Som mått på företags prestation användes Tobins q. Vidare kommer Florackis m.fl. (2009) fram till att styrelsen storlek inverkar negativt på Tobins q medan företag med skilda personer som vd och styrelsens ordförande visar högre Tobins q värden.

Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2014) har gjort en studie om aktieavkastning i företag där vd:n äger en stor del av företaget. Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2014) kommer fram till att företag där vd:n äger en stor del av företaget presterar bättre än företag där vd:n äger en mindre del av företaget. Vidare kommer Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2014) fram till att företag där vd:n äger en stor del av företaget, har en större abnorm avkastning. Det kom även fram att företaget, där vd:n har en stor ägarandel, har en högre avkastning på tillgångar men växer långsammare. Dessutom finner Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2014) att företagen där vd:n har en stor ägarandel, är dennes totala kompensation lägre och att företaget ofta drivs effektivare. Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2014) argumenterar för att dessa resultat påvisar att vd:ns ägande i företagen leder till att dessa har starka incitament för att öka på företagets värde. Lilienfeld-Toal och Ruenzi (2014) menar att dessa incitament inte förverkligas genast i aktiepriset utan leder till abnormal avkastningar.

Dessa studier stöder teorin om optimal contracting, det vill säga att ledningens ägande i företag inte leder till maktmissbruk, och istället gynnar aktieägarna. Utifrån dessa studier formuleras hypotes 2a enligt följande:

*Hypotes 2a: Ledningens ägande har en positiv effekt på företagets prestation.*

## **2.5 Managerial power approach**

Såsom optimal contracting, identifierar managerial power approach agentproblemet mellan aktieägarna och ledningen. Där syftet för ledningens kompensation i optimal contracting är att lindra agentproblemen, ses kompensationen enligt managerial power approach som ett av agentproblemen då chefer använder kompensationen för att förse sig själva med räntor. (Bebchuk & Fried 2003, 72).

Managerial power approach bygger på att företagets ledning ofta har en hel del makt. Ifall vd:n presterar dåligt kommer högsta cheferna att ta till handling men om vd:n presterar nöjaktigt är högsta ledningen benägna att stöda vd:n. På grund av vd:n och dennes teams inflytande över förhandlingarna kommer dessa med stöd av de högsta cheferna till en viss mån utöva sin makt för att öka kompensationen. Detta överskott i kompensation som ledningen lyckas få på grund av deras makt utgör ränta. Närmare sagt är denna ränta skillnaden mellan chefens kompensation och vad chefens kompensation skulle vara i ett



kontrakt som maximerar aktieägarnas nytta. På grund av chefens makt att inverka på deras kompensation så framhäver managerial power approach att desto mera makt vd:n har desto högre tenderar räntorna vara. (Bebchuk & Fried 2003, 75).

Missnöje är ett fenomen som hindrar chefernas erhållande av ränta genom maktmissbruk. Om utstående intressenter visar ett stort missnöje i ett kompensationsavtal kan detta påverka styrelsens beslut om avtalet. Självständiga styrelsemedlemmar som är med i styrelsen för prestige och kontakter vill speciellt inte utsättas för missnöje om de är rädda för deras professionella rykte. (Bebchuk & Fried 2003, 75).

Enligt Schneider (2013, 19) kan dock vd:n inverka på valet av styrelsen, vilket är av intresse till styrelsemedlemmar som vill bli valda på nytt till styrelsen. I dessa fall är det av intresse för styrelsemedlemmar att vara på god fot med vd:n, vilket kan leda till godkännandet av vd:ns löneförslag fastän förslaget inte vore optimalt för aktieägarna. Dessutom hävdar Schneider (2013, 19) att en styrelsemedlem med ett rykte att inte godkänna vd:ns löneförslag, har svårare att bli vald till andra styrelser.

Schneider (2013) påpekar även att det finns vidare sätt som vd:n kan påverka styrelsemedlemmar eller hela styrelser. Det främsta sättet som Schneider (2013, 19-20) lyfter fram är att vd:n kan påverka indirekt på styrelsemedlemmens lön då vd:n leder företaget och ofta själv är med i styrelsen eller fungerar som ordförande. Eftersom vd:n har makten över företagets resurser kan dessa användas för att belöna styrelsemedlemmar som är på god fot med vd:n. Exempel på dessa belöningar kan vara att stöda välgörenhetsorganisationer där styrelsemedlemmar är aktiva.

Schneider (2013, 20) hävdar också att olika sociala och psykologiska faktorer kan inverka på relationen mellan vd:n och styrelsen. Kollegialitet, laganda, människans naturliga tendens för att undvika konflikt, vänskap och lojalitet är enligt Schneider (2013, 20) exempel på faktorer som kan leda till att styrelsen överensstämmer med vd:ns vilja för att komma överens sinsemellan.

Vidare menar Schneider (2013, 20) att rädslan att bli avskedad borde till en del hindra ledningens kompensation. Dock påpekar Schneider (2013, 20) att avskedande eller tvingat avgående i verkligheten är sällsynt. Ofta beror avskedande eller tvingat avgående på att vd:n blir anklagad för olagligheter eller etiska kränkningar eller har vd:n förfärliga prestationsmeriter. Dessutom menar Schneider (2013, 20) att i de sällsynta fallen där vd:n

blir avskedad på grund av förfärliga prestationsmeriter, brukar vd:n få sådan avskedskompensation som enligt deras kontrakt inte behövs betalas

## 2.6 Hypotesformulering utifrån tidigare studier

Det finns även en hel del studier som stöder managerial power approach. Till näst kommer jag gå igenom studier som visar att ledningens aktierelaterade ersättningar inte förbättrar företagets prestation och därmed instämmer med teorin om managerial power approach. Jag kommer även att formulera två hypoteser utifrån dessa studier.

Abernethy, Kuang och Qin (2015) har gjort en studie som undersöker ifall vd:n kan ha ett inflytande i val av kompensationsprogram. Vidare undersökes det ifall vd:n påverkar på valen av prestationsmått för att försöka åstadkomma en bättre personlig förmögenhet. Denna studie koncentrerar sig på en del av vd:ns kompensation, nämligen aktieoptioner som kan lösas in när vissa avtalade prestationsmål nås (eng. performance-vested stock option, fortsättningsvis PVSO). Studien gjordes på börsnoterade bolag i London Stock Exchange som första gången tilldelade PVSO:s till vd:n mellan åren 1997 och 2004. Industrierna som var representerade i studien bestod bland annat av tillverkande företag, gruv- och anläggningsföretag samt företag inom företagstjänster. Abernethy m.fl. (2015) hittar bevis på att företag med starka vd:n använder mindre utmanande prestationsmål i deras inledande PVSO:s. Dessutom argumenteras det att det finns ett samband mellan tidig implementering av nya regleringar och lättare prestationsmål och att de starka vd:n endast implementerar nya regleringar tidigt då de kan ha ett inflytande på valet av prestationsmått. Abernethy m.fl. (2015) argumenterar att starka vd:n även använder en form av maskering, eftersom detaljerna för prestationsmålen kan vara svårförståeliga och svåra att hitta för utomstående intressenter. Artikeln argumenterar att denna maskering av detaljer görs så att reglerande reformer inte ska inverka på vd:ns personliga förmögenhet. Dock lyfter Abernethy m.fl. (2015) upp att ifall utomstående intressenterna förstår och hittar dessa detaljer så kommer maskeringens effektivitet minska. Studien förespråkar också att en tidig implementering av PVSO:n med lätta prestationsmål inte är optimalt för företaget. Fastän implementeringen av PVSO har en positiv marknadsreaktion så dämpar starka vd:n denna reaktion. Abernethy m.fl. (2015) presenterar två förklaringar till denna reaktion. Den första förklaringen går ut på att aktieägarna bortser den positiva reaktionen

av PVSO eftersom de antar att den starka vd:n har förmågan att manipulera resultaten så att prestationsmålen nås. Den andra förklaringen är att eftersom prestationsmålen är lätta att nå blir incitamenten för vd:ns insats inte effektiva.

Abdelaziz, Amine och Lanour (2011) har gjort en studie om relationen mellan ledningens kompensation i form av aktierelaterade ersättningar och företagets prestation. Som mått på prestation användes ROA, avkastning på total kapital (eng. Return on Equity, i fortsättningen ROE) och en variabel som mäter dividendernas ökning. Studien gjordes på 34 börsnoterade franska företag och data som användes är från åren 1998 till 2005. Abdelaziz m.fl. (2011) kommer fram till att ledningens ersättningar inte är motiverade i enlighet med agentteorin eftersom aktieoptionernas tilldelning inte leder till en förbättrad prestation av företaget. Dessutom finns det bevis på att tilldelning av aktieoptioner inte beror på prestation eller andra faktorer som inverkar på kompensationen. Abdelaziz m.fl. (2011) argumenterar att tilldelningen av aktieoptioner är ett tecken på dålig bolagsstyrning och att detta beror på en stark ledning där ledarna utövar sin makt. Beroende på detta hävdar Abdelaziz m.fl. (2011) att det inte finns bevis på att teorin om optimal contracting fungerar.

Qian, Sun och Yu (2018) har studerat inverkan av managerial power på aktieprisernas effektivitet i Kina. För att mäta managerial power användes ledningens ägande, vd:ns dualitet samt ägande av kontrollerande aktieägaren. Vd:ns dualitet användes som en dummy variabel där vd:n som också är ordförande i styrelsen fick värdet 1 och i andra fall värdet 0. Qian m.fl. (2018) kommer fram till att företag med starka ledare har en längre fördröjning av aktiepriser. Enligt Qian m.fl. (2018) beror denna fördröjning på informationsasymmetrin. Qian m.fl. (2018) förklarar att detta beror på att managerial power inverkar negativt på redovisningskvaliteten, som sedan leder till fördröjda aktiepriser.

Li, Yang och Yu (2015) har studerat effekten av vd:ns aktierelaterade ersättningar på företagets prestation. I studien användes data för icke finansiella företag i USA från åren 1993 till 2005. Som mått för företagets prestation användes ROE och Tobins q användes som mått på marknadens prestation. Denna studie använde sig av både regressionsanalys och en kvantil regressionsanalys. Li m.fl. (2015) förklarar att en kvantil regression definierar intervaller där värdena för specifika företag faller och kan därefter jämföras med andra företag. Li m.fl. (2015) kommer fram till att relationen mellan aktierelaterade

ersättningar och företagets prestation varierar stor beroende på hur lönsam företaget är. Li m.fl. (2015) argumenterar att detta kan förklaras med teorin om företagets livscykel, där växande företag ofta associeras med högre räntabilitet på eget kapital och vice versa. Vidare argumenterar Li m.fl. (2015) att studien undersöker två motsatta effekter av vd:ns aktierelaterade ersättningar. Eftersom bankerna ofta ger lån baserade på företagets redovisningstal så beror kostnaderna av skulderna om hur företaget presterar. Företag som har större risk för konkurs hamnar ofta att betala mera ränta, vilket kallas för konkurskostnader (eng. bankruptcy cost). Därför argumenterar Li m.fl. (2015) att ifall företag inte har konkurskostnader så kan aktierelaterade ersättningar minska på agentkostnaderna som härrör från att högre ledningen äger en liten del av företaget som de jobbar för. Därav kan aktierelaterade ersättningar förse bättre incitament för att förbättra företagets prestation och samordna vd:ns intressen med aktieägarnas. Däremot skriver Li m.fl. (2015) att när konkurskostnaderna stiger så kan aktierelaterade ersättningar ha en negativ inverkan på prestation. Detta motiveras med att ökningen av aktierelaterade ersättningar resulterar i att vd:n uppmuntras att investera i riskfyllda projekt. Studien argumenterar att dessa riskfyllda investeringar ökar på sannolikheten att företaget misslyckas och därav orsakar högre räntekostnader som inverkar negativt på företaget räntabilitet på eget kapital. Denna studie visar då att fastän det kan finnas en positiv effekt från aktierelaterade ersättningar, är de inte den grundliga orsaken till bättre incitament utan andra faktorer inverkar på om de är lönsamma eller inte och därav kan det argumenteras att denna studie stöder teorin om managerial power approach. Dock kan man också motivera hypotes 1a utifrån denna studie i och med att under rätta förhållanden fungerar aktierelaterade ersättningar för aktieägarnas bästa.

Hypotes 1b baserar sig på resultaten av dessa studier och samtidigt blir den motsatt till hypotes 1a.

*Hypotes 1b: Ledningens aktierelaterade ersättning har ingen relation eller negativ relation till företagets prestation*

Vd:ns makt beror till stor del på ägarstrukturen i företaget. Då vd:n äger en stor del av aktierna i företaget kan denne inverka på val av andra chefer samt ha en större förmåga att hindra ett fientligt försök på övertagande av dennes position. Motsättningsvis har en vd som äger färre aktier i företaget, mindre inflytande på val av chefer samt är mera utsatt för ett fientligt försök på övertagande av dennes position. Därav tenderar vd:ns makt att

öka då denne äger mera aktier i företaget och vice versa. Även organisationen och styrelsen inverkar på vd:ns makt där mängden av inside chefer och självständiga chefer spelar roll. Dessutom kan vd:n ha ett personligt inflytande på en del av cheferna och genom detta stödas av dem. (Bebchuk m fl 2001, 36).

Till nästa kommer jag att ta upp studier som stöder teorin om att ledningens ägande har en negativ eller ingen inverkan på företagets resultat. Utifrån dessa studier kommer jag att formulera min tredje hypotes.

Wahba (2014) skriver att en optimal kapitalstruktur är viktig eftersom den ger en signifikant konkurrensförde och har därför studerat inverkan av ledningens ägarandel på relationen mellan kapitalstruktur samt företagets prestation. Wahba (2014) menar att separationen av ägandet och ledningen i företag har lett till att interna och externa aktieägarnas intressen inte sammanställs. För att motverka denna intressekonflikt skriver Wahba (2014) att lån kan fungera som en lösning eftersom de kräver att företagen gör periodiska betalningar och därav minskar ledningens möjlighet att manipulera kassaströmmar till sitt eget intresse. Wahba (2014) menar att lån kan fungera som en form av kontrollmekanism för ledningen. I studien användes data från egyptiska börsnoterade bolag, och företagets prestation mättes med hjälp av ROA och Tobins q. Wahba (2014) kommer fram till att företag där ledningens ägande är stort har en negativ inverkan på relationen mellan företagets lån och prestation och vice versa. Wahba (2014) ger två möjliga förklaringar för dessa resultat. Första förklaringen menar att resultatet av studien stöder argumentet för att kapitalstrukturen i företag är planerad för att leverera information till långivarna. Vidare lyfter Wahba (2014) fram möjligheten att finansiering av projekt med lån kan ses som en form av kontrollmekanism. Med andra ord verkar Wahba (2014) mena att då ledningen inte har stort bestämmanderätt ökar lånetagandet vilket leder till att det finns mindre kontanter att betala som lön. Den andra förklaringen bygger på att företagets ägandes inverkan beror på de olika intressena från ägare och långgivare. Enligt denna förklaring försöker aktieägarna maximera sin nytta på långgivarnas bekostnad vilket inte alltid maximerar företagets värde. Om man stöder sig på andra förklaringen så kan denna studie ses som ett bevis på att när ledningen får mera makt så maximerar de sin egen nytta istället för företagets vilket fungerar som bevis för managerial power approach. Vidare kommer Wahba (2014) fram till att det inte finns någon relation mellan ledningens ägande och företagets prestation.

Också Herman och Subowo (2016) kommer i sin studie fram till att ledningens ägande har en negativ effekt på ROA. Studien gjordes på börsnoterade bolag i Indonesiska LQ 45 indexet. Herman och Subowo (2016) förklarar resultatet med att en aktie ger en röst i bolagsstämman vilket leder till att ledningen kan bestämma viktiga policyn i företag där ledningens ägarandel är stor. På grund av detta har ledningen enligt Herman och Subowo (2016) lättare att agera enligt deras egna intressen istället för företagets vilket kan försämra företagets resultat.

Ming och Gee (2008) kommer i sin studie fram till att ökandet av ledningens ägande inte leder till att agentproblemet löses i börsnoterade malaysiska företag. Som mått på företagets prestation användes aktieavkastning och medeltalet av dividendavkastning under perioden. Enligt Ming och Gee (2008) har ledningens ägande en negativ relation till företagets prestation men relationen är inte signifikant, vilket betyder att ägandet inte inverkar på företaget prestation. Ming och Gee (2008) skriver att detta kan bero på att ledningens ägande är ganska litet i företagen som är med i studien, då bara 30 % av företagen har internt aktieäggande som överskrider 30 % av aktierna i företaget.

Utifrån dessa studier om ledningens ägande formulerar jag hypotes 2b, som motsätter hypotes 2a:

*Hypotes 2b: Ledningens ägande har en negativt eller ingen effekt på företagets prestation.*

## 3 Metod

I detta kapitel kommer jag att diskutera utgångspunkterna för val av metod. Vidare kommer valet av metod motiveras och presenteras genom att förklara regressionsanalysen samt variablerna som ingår i den. Data som används i regressionsanalysen kommer även att presenteras och sampelstorlek motiveras. Vidare diskuteras reliabilitet, replikerbarhet och validitet.

### 3.1 Utgångspunkter

Wahyuni (2012, 69) skriver att forskningsparadigm riktar sig emot de filosofiska dimensionerna av samhällsvetenskaperna, och är fundamentala antaganden om hur världen uppfattas. På detta vis bildar då paradigmen ett ramverk som leder forskarens beteende. Wahyuni (2012, 69) lyfter upp fyra filosofiska dimensioner, nämligen ontologi, epistemologi, axiologi och undersökningsmetodologi. Ontologi och epistemologi anses enligt Wahyuni (2012, 69) vara de filosofiska dimensioner som särskiljer mest existerande undersökningsparadigmen. Ontologins fundamentala tro anses handla om positionen av realitetens natur och epistemologins fundamentala tro anses handla om synen på vad som utgör acceptabel vetenskap. Fundamentala tron av axiologi anses vara forskarens värderingar och plats i forskningen, och för undersökningsmetodologi anses det vara modellen bakom undersökningsprocessen. Med andra ord fungerar filosofiska dimensionerna som grund för forskaren som undersökning och som Wahyuni konstaterade styr sedan paradigmen hur forskaren gör.

Wahyuni (2012, 70) delar in undersökningsparadigmen i positivistiskt, postpositivistiskt, interpretivism och pragmatism. Wahyuni (2012, 72) noterar att positivistiska paradigmet är mycket använt inom redovisningsfrågor som typiskt handlar om numeriska studier såsom också denna avhandling. Postpositivismen påminner till en del av positivismen och denna avhandling kanske har några drag från postpositivismen. Därför kommer jag bara att vidare utveckla positivistiska paradigmet samt till en del postpositivistiska paradigmet. Enligt Wahyuni (2012, 71) använder positivismen och postpositivismen en lens av naturvetenskap till samhällsvetenskapen. Ontologiskt är realiteten extern och objektiv, vilket menar att forskare får liknande resultat från ett faktiskt problem genom att använda

liknande undersökningsprocesser och statistiska test när ett stort sampel undersöks. Epistemologiskt använder forskare ett vetenskapligt behandlingssätt genom numeriska mått för att åstadkomma acceptabel kunskap, där forskarna strävar efter att kunna generalisera vad de kommit fram till. Postpositivismen skiljer sig genom att istället för att generalisera över alla kontexter måste resultatet förstås inom vissa kontexter för relevant lag eller dynamiska sociala strukturer. Denna avhandling ämnar inte att kunna generaliseras utöver alla företag och länder, meningen är att resultatet generaliseras snävare såsom i denna avhandling senare diskuteras. Därför finns det drag från postpositivismen i avhandlingen och inte enbart positivismen. Axiologiskt är tankesättet för både positivism och postpositivism att forskaren uppehåller en separation från de som undersöks samt att man har ett etiskt eller utestående betraktelsesätt. Undersökningsmetodologin för positivismen utgår ifrån en kvantitativ metod, och för postpositivismen kvantitativ eller kvalitativ metod.

Denna avhandling utgår ifrån en kvantitativ forskningsstrategi. Bryman och Bell (2011, 58) beskriver en kvantitativ forskningsstrategi som tynger sig på kvantifiering vid insamling och analys av data samt att den innehåller ett deduktivt synsätt på förhållandet mellan teori och praktisk forskning. Flera studier om inverkan av ledningens kompensation på företagets resultat använder en kvantitativ forskningsstrategi (såsom Mehran 1995, Drakos & Bekiris 2010 och Abdelaziz m fl 2011). Denna avhandling lyfter först upp teorier, bildar hypoteser från dessa samt ämnar sedan pröva hypoteserna. Därför har denna avhandling en stark koppling till kvantitativ forskningsstrategi. Denna studie har en tvärsnittsdesign. Bryman och Bell (2011, 81) beskriver en tvärsnittsdesign som att man samlar in data från flera fall vid en viss tidpunkt. Det kvantitativa eller kvantifierbara data som fås fram kopplas sedan till variabler med syfte att upptäcka olika sambandsmönster.

Denna avhandling, såsom de flesta andra inom området om ledningens kompensation och företagets prestation, kan klassas som en arkivundersökning (eng. Archival study). Moers (2006) diskuterar arkivundersökning, som är en form av empirisk undersökning, i samband med management accounting. Mer specifikt använder Moers ledningens kompensation som exempel på undersökningsområde i artikeln, vilket sammankopplar artikeln med ämnet i den här avhandlingen. Moers (2006, 399) definierar arkivundersökning som en empirisk undersökning som använder arkivdata som primär



källa för data och tillämpar kvalitativa metoder för att analysera data. Denna definition beskriver hur de flesta studier, inklusive denna studie, har gått tillväga för att analysera ledningens kompensation. Oftast samlas data in från olika databaser (såsom Mehran 1995) eller från andra offentliga platser som företagens bokslut (exempelvis Abdelaziz m fl 2011). Kvalitativa metoder för att analysera data används också i form av olika typer av regressionsanalyser i många studier inom ämnet (såsom Mehran 1995, Abdelaziz m fl 2011 och Li m fl 2015) Vidare definierar Moers (2006, 400) aktivdata som data vars originella syfte vid insamlande inte var akademisk undersökning. Eftersom data är baserat på företagens bokslutsuppgifter är syftet med originella syfte inte akademiskt och därför kan det konstateras att denna definition beskriver data i studier inom ämnet om ledningens kompensation.

### **3.2 Val av metod**

Metoden i denna avhandling är en regressionsanalys där företagens prestation används som beroende variabel och jämförs med vd:ns och ledningens kompensation och ägande samt kontrollvariabler. Metoden baserar sig på metoden som Mehran (1995) använde i sin studie "Executive compensation structure, ownership, and firm performance". Jag har modifierat beroende samt oberoende variablerna till en del för att kunna utföra analysen. Jag valde denna metod eftersom metoden har använts av Mehran (1995) för att undersöka samma sak samt föreslogs den som metod för liknande ämnen av Mertz (2017). Vidare kan valet av metod motiveras med att nyare studier såsom Abdelaziz m.fl. (2011) har utgått ifrån den samt visar en snabbsökning i Google Scholar att artikel av Mehran (1995) blivit citerad i 2846 artiklar (15.10.2018), vilket tyder på att artikeln samt metoden ännu är relevant. Men eftersom denna avhandling studerar effekten av aktierelaterade ersättningar ur perspektivet från optimal contracting och managerial power approach så kommer jag att använda lite annorlunda beroende variabler. Mehran (1995) har använt utdelade optioner som aktierelaterade ersättningar och menar att om realiserade aktierelaterade ersättningar inkluderas skulle en mekanisk positiv effekt uppnås, vilket tyder på att Mehrans (1995) tankegång stöder optimal contracting. Denna avhandling lyfter ändå upp teorin om managerial power approach och därför blir det intressant att se att bildas faktiskt ett signifikant positivt samband mellan aktierelaterade ersättningar och företagens prestation. På grund av detta kommer aktierelaterade ersättningar beräknas

som realiserade betalningar för räkenskapsperioderna 2016 och 2017. Vidare kommer en av kontrollvariablerna att inte inkluderas. Denna kontrollvariabel är business risk som räknas som standardavvikelsen av ändringen i % för rörelseresultatet för tio år. Orsaken till att denna kontrollvariabel inte tas med är tidsbrist. Vidare kan det motiveras med att Abdelaziz m.fl. (2011) använde färre kontrollvariabler och därmed bör denna regression kunna göras utan business risk.

Metoden går ut på att göra en tvärsnittsstudie med hjälp av lineär regressionsanalys för att pröva relationen mellan företagets prestation samt variabler för kompensationsstruktur, ägarstruktur och kontroll.

Företagets prestation = f (% av vd:ns kompensation som aktierelaterad ersättning, % av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning, % av ledningens ägande, % av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning och % av ledningens ägande, % ledningens kompensation som cash och bonus, kontrollvariabler)

Detta innebär att sex regressioner kommer att framföras och ekvationerna kommer att se ut på följande vis:

$$(1) \text{ PRES} = b_0 + b_1 \text{VDAK}$$

$$(2) \text{ PRES} = b_0 + b_2 \text{LAK}$$

$$(3) \text{ PRES} = b_0 + b_3 \text{LÄG}$$

$$(4) \text{ PRES} = b_0 + b_2 \text{LAK} + b_3 \text{LÄG}$$

$$(5) \text{ PRES} = b_0 + b_4 \text{LCB}$$

$$(6) \text{ PRES} = b_0 + b_1 \text{VDAK} + b_2 \text{LAK} + b_3 \text{LÄG} + b_5 \text{USM} + b_6 \text{UAK} + b_7 \text{MFT} + b_8 \text{HÄV} + b_9 \text{STO} + b_{10} \text{AIP}$$

Där,

PRES= företagets prestation

VDAK= % av vd:ns kompensation som aktierelaterad ersättning

LAK= % av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning

LÄG= % av ledningens ägande

LCB= % av ledningens ägande i form av cash och bonus Kontrollvariabler:

USM= % av utestående styrelsemedlemmar

UAK= % av utestående aktieägare

MFT= möjligheter för tillväxt

HÄV= hävstångseffekt

STO= företagets storlek

AIP= assets in place

### 3.2.1 Förklaring av variabler

Företagets prestation kommer att mätas med Tobins q och ROA. Tobins q räknas genom att dividera det totala marknadsvärdet av företaget med ersättningskostnaden av tillgångar (Tobin & Brainard 1976). Ersättningskostnader ska enligt Tobin och Brainard (1976) inte endast räknas enligt fysiska tillgångar utan också andra tillgångar på företagets balansomslutning. Därför används totala tillgångar som ersättningskostnad då diverse immateriella tillgångar också ingår i totala tillgångarna. ROA räknas som resultatet dividerat med totalt kapital och desto högre ROA % desto mera tjänar företaget på mindre investeringar (Skärvad & Olsson 2008, 386-387). Jag har valt att använda Tobins q som mått för prestation eftersom enligt Smirlock, Gilligan och Marshall (1984) samt Wernerfelt och Montgomery (1988) är den bättre än mått baserade på redovisningstal samt är den fri från förvrängningar beroende på skattelagar och redovisningspraxis. Dessutom kom Hirschey och Wichern (1984) fram till att Tobins q kan användas som ett unikt fastän imperfekt mått på lönsamhet. Mehran (1995) argumenterar att användningen av ROA som mått på prestation är passande då redovisningsinkomster spelar en stor roll när ledningens kompensation bestäms. Vidare argumenterar Mehran (1995) att redovisningsinkomster förser styrelsen med information om värdet som vd:n har hämtat till företaget. Därav drar Mehran (1995) slutsatsen att beroende på föregående argument har ledningen incitament att göra beslut samt redovisa inkomster på ett sätt som påverkar ROA och följaktligen deras kompensation. På grund av ovan nämnda orsakerna och för att vara konsistent med tidigare studier såsom Mehran (1995), Wernerfelt och Montgomery (1988) samt Smirlock m.fl. (1984) har jag valt Tobins q och ROA som mått på företagets prestation.

Det finns dock en hel del kritik för användningen av dessa mått som värdering på företagets prestation. Bland annat kan Tobins q ses mera som ett mått på företages möjligheter för tillväxt (Mehran 1995). ROA, såsom andra redovisningsmått, har kritiserats för att den förser lite information om verkliga ekonomiska avkastningar (Benston 1985).

Kompensationsstrukturen består av tre olika sätt att mäta kompensation. Vd:ns aktierelaterade ersättning mäts genom att dividera aktierelaterade ersättningen med totala ersättningen. Detta görs för att jag vill undersöka om vd:ns aktierelaterade ersättning enskilt har någon inverkan på företagets prestation. Ledningens aktierelaterade ersättning räknas som hela ledningens aktiebaserade ersättningar dividerat med deras totala kompensation. Det tredje måttet är % av lön i cash och bonusar jämfört med totala kompensationen. Den totala kompensationen består av summan i euro för cash, bonusar och aktiebaserad ersättning.

För värdering av ägandestruktur används två mått nämligen % av ledningens ägande av eget kapital samt utestående aktieägare. Ledningens ägande mäts genom att addera deras personliga andel av aktier, utestående aktieoptioner samt andelen av aktier som ägs av deras närvarande familj. Som kontrollvariabler använder jag följande variabler: utestående styrelsemedlemmar, utestående aktieägare, möjligheter för tillväxt, hävstångseffekt (eng. leverage ratio), storlek av företag och assets in place. Med utestående styrelsemedlemmar menas styrelsemedlemmar som inte kan sägas vara insiders. Dessa personer är styrelsemedlemmar som varken har höga positioner inom företaget, pensionerade före detta chefer i företaget, tidigare chefer inom företaget eller familjemedlemmar av vd:n. Ägande av eget kapital för utestående aktieägare mäts genom att addera individuella investerare, institutionella investerare och företag som äger minst en femtedel av företagets aktier. Möjligheterna för tillväxt värderas genom att dividera forskning och undersökning med försäljning. Jag mäter hävstångseffekten med att dividera långfristiga skulder med totalt kapital. Företagets storlek mäts genom log av bokföringsvärdet för tillgångarna. Assets in place mäts som summan av omsättningstillgångar och materiella anläggningstillgångar delat med totala tillgångar.

### **3.3 Data**

Som data används 40 icke finansiella företag i Nasdaq Helsinki. Jag valde Nasdaq Helsinki eftersom informationen som behövs för denna avhandling är tillgänglig på företagets hemsida och för att bidra till studier inom ämnet på finska bolag. Företagen

var icke finansiella eftersom studien av Mehran (1995) baserade sig på tillverkande företag och vissa av kontrollvariablerna inte möjligen passar för icke finansiella företag.

Nasdaq Helsinki är indelad i large, mid och small cap företag beroende på storlek och har tillsammans 137 företag. Israel (1992) skriver att de finns flera olika sätt att bestämma sampelstorleken och lyfter upp fyra sätt. Första sättet är att använda hela populationen som sampel. För denna avhandling kommer detta inte att vara möjligt på grund av tidsbrist. Andra sätt som Israel (1992) lyfter upp är att använda publicerade tabeller eller olika formler. Dessa tabeller och formler leder till sampelstorlekar som inte i detta fall kan insamlas. Som exempel kan nämnas Israels (1992) förslag om Yamanes (1967) simplifierade formel för proportioner som visar att 102 företag bör inkluderas i samplet. Israel (1992) skriver ändå att sampelstorlekar från tidigare studier kan användas som grund för sampelstorlek.

Mehran (1995) har använt 153 företag från Compustat annual industrial files. Efter undersökning hittades inte storleken på populationen som Mehran (1995) har använt eftersom han använt data från åren 1979 och 1980. Compustat annual industrial files innehöll år 2003 alla företag från Standard and Poor's industrial index såsom också företag som har varit med i indexet samt företag som är listade på större marknader (The McGraw-Hill Companies, Inc. 2003). Detta lär betyda att Mehran (1995) har använt ett mycket mindre sampel i proportion till populationen än 29 %. Vidare kan det noteras att Abdelaziz m.fl. (2011), som tillämpar Mehrans metod, använder 34 företag från den franska aktiemarknaden. I en liknande studie använder Wahba (2014) 40 företag vilket utgjorde 18,9 % av alla listade bolag i Egypten. Vidare använde Berge-Becka m.fl. (2017) 52 listade företag på den baltiska marknaden. Ett sampel på 40 företag, vilket är 29 % av alla företag på Nasdaq Helsinki, är därför i enlighet med tidigare forskning inom ämnet.

För att få en korrekt representation av populationen i Nasdaq Helsinki har jag tagit proportionella mängder företag från varje cap. Exempelvis utgjorde large cap företag 29 % av alla företag på Nasdaq Helsinki och då inkludera jag 11 företag från den, eftersom de motsvarar 29 % av large cap företagen. 14 mid cap och 15 small cap företag inkluderades även. Jag har manuellt samla in redovisningsinformationen för åren 2016 och 2017. Detta gjordes genom att samla in företagens bokslut från deras nätsidor eftersom dessa borde vara allmänt tillgängliga. Företag som inte har gjort följt IFRS 2 tas naturligtvis inte med i denna studie. Fem företag som skulle ha varit med i undersökningen

exkluderades. Tre företag kunde inte tas med i undersökningen eftersom de inte hade varit listade tillräckligt länge, ett företag hade endast redovisningssiffror i kronor och ett företag exkluderades på grund av oklara uppgifter för skillnaden mellan vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättningar.

### **3.4 Reliabilitet, replikerbarhet och validitet**

Bryman och Bell (2011, 68) skriver att de viktigaste kvalitetskriterierna för forskning inom företags ekonomi och management är reliabilitet, replikerbarhet och validitet.

Med reliabilitet menar Bryman och Bell (2011, 68) undersökningens följdriktighet och trovärdighet. Det vill säga skulle samma resultat fås om undersökningen görs på nytt? Resultatet kan påverkas av slumpmässiga eller tillfälliga betingelser (Bryman och Bell 2011, 68). Denna avhandling samlar in data från två räkenskapsperioder vilket minskar till en del på slumpmässiga och tillfälliga betingelser. Vidare är samplet i enlighet med tidigare sampelstorlekar inom samma område (mera om detta senare). På grund av dessa faktorer bör reliabiliteten vara på en adekvat nivå.

Reliabilitet påminner till en stor del replikerbarhet. Med replikerbarhet menas att utförda undersökningen ska kunna upprepas eller reproduceras, vilket betyder att skribenten eller forskaren bör detaljerat beskriva dennes tillvägagångssätt. (Bryman och Bell 2011, 68). Denna avhandling beskriver hurdan studie görs (regressionsanalys), vilka variabler som används, samt hur och varifrån data tas. Det beskrivs även exempelvis hur normalfördelning granskas och konfidensintervall fås fram. Vidare finns sampelföretagen som bilaga (se bilaga 1). På grund av detta kan denna avhandling enkelt replikeras.

Bryman och Bell (2011) skriver att validitet innefattar en bedömning ifall de slutsatser som fås av en undersökning hänger samman eller inte. Vidare delar Bryman och Bell (2011) validitet i olika slag: begreppsvaliditet, intern validitet, extern validitet och ekologisk validitet.

Begreppsvaliditet handlar om måtten för begreppet faktiskt mäter det som begreppet står för (Bryman och Bell 2011,62). I denna avhandling är företagets prestation en viktig faktor och därför är mätningen av det också av stor viktighet. För att stärka validiteten för valda måtten för företagets prestation har jag använt mig av ROA och Tobins q eftersom de har använts i

tidigare forskning såsom Mehran (1995), Herman och Subowo (2016) och Wahba (2014). På grund av att de använts i så stor utsträckning anser jag att de fungerar som bra mått på företagets prestation.

Bryman och Bell (2011, 69) skriver att intern validitet handlar om ifall slutsatser som kommer från kausala förhållanden är hållbara eller ej. Vidare menar Bryman och Bell (2011, 82) att interna validiteten ofta är låg i studier med tvärsnittsdesign eftersom dessa studier ofta framför kopplingar och samvariationer istället för entydiga kausala slutsatser. För att motverka problemen av interna validiteten har denna studie använt sig av tidigare teorier och forskningar som grund för kopplingarna. Vidare har det inkluderats kontrollvariabler som använts i tidigare studier, och har därmed en teoretisk koppling till beroende variablerna. Dessutom används signifikanstest och förklarande värden vars uppgift är att förklara hur stor effekten av oberoende variabeln är på beroende variabeln.

Externa validiteten handlar enligt Bryman och Bell (2011, 69,82) om undersökningen kan generaliseras så att de kan användas i andra fall också. Eftersom denna studie använder finska börsbolag som data, kommer en stor del av finska börsnoterade bolag vara med då det inte finns så många bolag i den finska börsen. Ett annat problem som kan uppstå i detta sammanhang är urvals- eller samplingsfel och därmed problemet om generalisering utifrån samplet från populationen (Bryman och Bell 2011, 193-194). Krishnaswami och Satyaprasad (2010, 60) skriver att stratifierade slumpmässiga urvalet delar populationen i homogena grupper och tar slumpmässigt sampel från grupperna, vilket passar denna avhandling för att rättvist representera large, mid och small cap företagen för hela aktiemarknaden. För att undvika urvals- eller samplingsfel har företagen valts genom stratifierad slumpmässigt urval, så att företag har inkluderats i alfabetisk ordning från large, mid och small cap. Detta betyder att alla i populationen för grupperna har samma sannolikhet att vara med eftersom inga av de viktiga faktorerna i denna avhandling har att göra med företagets namn. På grund av detta är externa validiteten hög. Externa validiteten handlar enligt Bryman och Bell (2011, 69) också om hur resultaten av studien fångar det som i verkligheten händer eller hur resultaten är tillämpliga i människornas vardag samt deras naturliga sociala miljöer. Externa validiteten är svår att tillfredsställa men resultaten från denna avhandling bör i alla fall ge en bild om hur ledningen i företag bör kompenseras så att de framskrider nyttan av aktieägarna. Även om svaret till denna fråga säkerligen är mera

komplikerad än vad som en avhandling kan åstadkomma, kan denna avhandling möjligtvis understödja med information som kan bidra till aktieägarnas nytta.



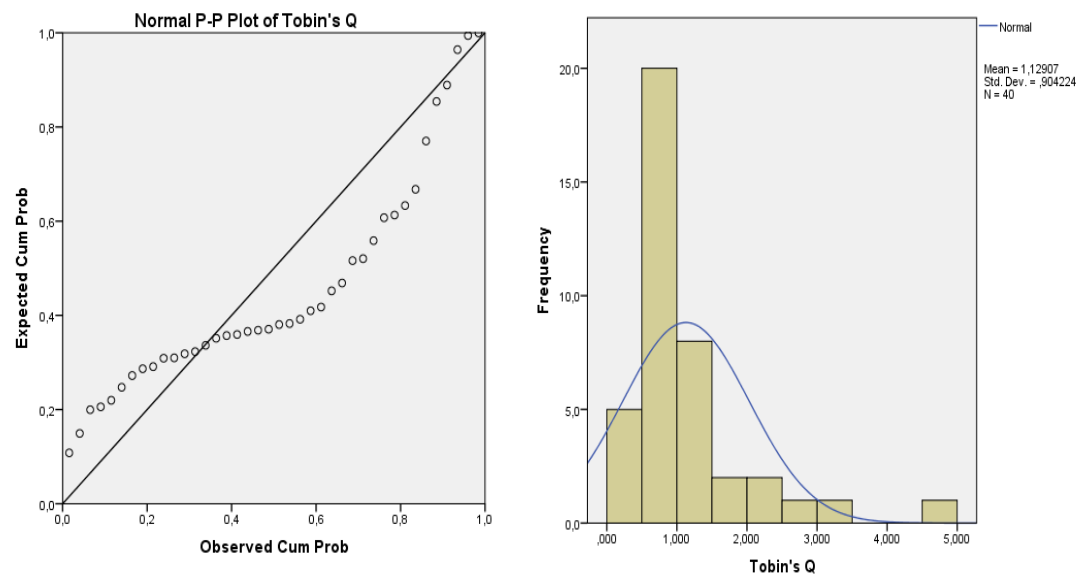
## 4 Resultat och analys

I detta kapitel kommer det att presenteras en granskning av normalfördelning, deskriptiv statistik för alla företag samt de olika segmenten samt resultaten av regressionsanalyserna. Vidare kommer hypoteserna att analyseras.

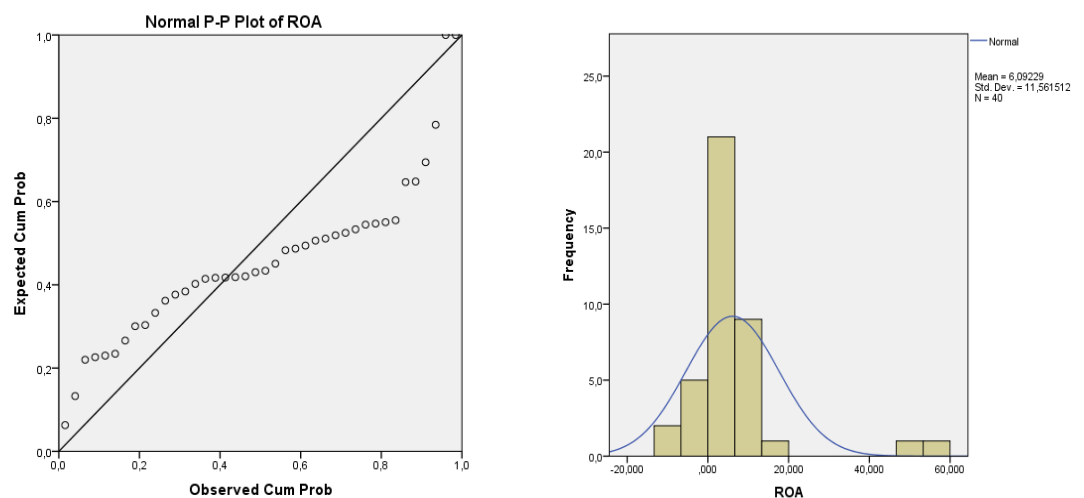
### 4.1 Granskning av normalfördelning

I och med att Mehran (1995) har använt sig av t-test så bör det kollas att data är normalt fördelat. Enligt centrala gränsvärdessatsen kommer data från en population vara normalt fördelat så länge samplet är tillräckligt stort. I och med att samplet i denna avhandling inte är väldigt stort kan ej centrala gränsvärdessatsen användas för att bevisa normalfördelningen. Det finns ändå andra sätt att ta reda på normalfördelningen, då normalfördelningen kan granskas med hjälp av grafer eller siffror. Ett sätt att kontrollera normalfördelningen med grafer är genom P-P plot:s och histogram. P-P plot visar kumulativa sannolikheten av en variabel mot kumulativa sannolikheten av en specifik distribution, i detta fall normaldistributionen. Om värdena faller på diagonalen i grafen så är samplet normalt fördelat, men om värdena faller konstant under eller över diagonalen är samplet inte normalt fördelat. Histogrammen visar distributionen av variablerna i samplet och normalfördelningslinjen visar hur samplet borde vara distribuerat. (Field 2013, s 171-181)

För att visa normalfördelningen med hjälp av grafer illustreras endast beroende variablerna Tobins q och ROA. Oberoende variablerna kommenteras också, men själva graferna hittas i bilagorna.

**Figur 1:** P-P plot och histogram av företagens prestation: Tobins q

Från figur 1 kan det noteras att Tobins q inte är normalfördelad utifrån P-P plot:en och histogrammen. P-P plot:en visar att värden för Tobins q inte faller på den diagonala linjen, utan värden faller först ovanför linjen och sedan under linjen. Histogrammen tyder på att extremvärden existerar och att spetsen för Tobins q är mycket högre än normalfördelningslinjen.

**Figur 2:** P-P plot och histogram av företagens prestation: ROA

Figur 2 visar normalfördelningen för ROA genom en P-P plot och ett histogram. P-P plot:en visar att värden inte faller diagonalt på linjen, utan är först över den och sjunker sedan under den. Histogrammen tyder på att spetsen är mycket högre än normalfördelningslinjen och att extremvärden existerar. Vidare är svansarna väldigt låga.

P-P plot:en och histogrammen visar liknande tendenser för ersättning och ägande som företagets prestation (se bilagorna 2-5). Ingen av värden för variablerna faller konstant på diagonalen i P-P plot:arna och histogrammen visar att distributionen av värdena i alla variabler faller utanför normalfördelningslinjen. Ledningens ägande visar däremot att extremvärden existerar. Spetsarna för distributionerna är också väldigt höga för alla variablerna. Fördelningen av kontrollvariablerna finns även som bilagor (se bilaga 6-11). Dessa präglas också till en del av att värdena inte faller på diagonala linjen i P-P plot:arna och histogrammen visar en del extremvärden och alla variabler har höga spetsar. Därför kan det konstateras att utifrån P-P plot:arna och histogrammen är fördelningen inte normal för kontrollvariablerna heller.

När normalfördelningen granskas med hjälp av siffror är värden för excess (eng. kurtosis) och snedhet (eng. skewness) användbara. Enligt DeCarlo (1997) indikerar positiva värden för excess att distributionens spets är högre samt är svansarna tyngre, (det vill säga har flera värden) än vad en normalfördelad distribution skulle visa. Vidare skriver DeCarlo (1997) att negativa värden för excess leder till att spetsen för distributionen inte är tillräckligt hög samt att svansarna är låga (det vill säga har färre värden) jämfört med sampel med normaldistribution. Enligt Field (2013, 20) tyder positiva värden för snedhet att största delen av värdena är små, och negativa värden för snedhet att största delen av värden är för höga. Med andra ord lutar distributionen starkt åt ena eller andra sidan ifall man skulle se på distributionen i en graf. Field (2013, 20) skriver att normalfördelade distributioner har excess och snedhet värden på 0.

**Tabell 1: Snedhet och excess**

	N	Snedhet		Excess	
		statistik	st. av.	statistik	st. av.
Tobins q	40	2,485	0,374	7,686	0,733
ROA	40	2,999	0,374	10,839	0,733
% av vd:ns kompensation som aktierelaterad ersättning	40	0,769	0,374	-0,621	0,733
% av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning	40	0,906	0,374	-0,219	0,733
% av ledningens ägande	40	3,210	0,374	10,719	0,733
% av ledningens kompensation som cash och bonus	40	-0,906	0,374	-0,219	0,733

Tabell 1 visar snedheten och excessen för de intressanta oberoende variablerna. Snedheten är väldigt hög och positiv för Tobins q, ROA och ledningens ägande. Detta tyder på att det finns många låga värden det vill säga distributionen lutar starkt (åt vänster). Alla distributioner lutar åt vänster förutom ledningens kompensation i form av cash och bonus som lutar åt höger. Vidare har alla andra variabler har en positiv snedhet förutom ledningens kompensation som cash och bonus som visar en negativ snedhet. Ingen av snedhetsvärdena är närmare noll än ett vilket tyder på att distributionen inte är normal.

Excessen är väldigt hög för Tobins q, ROA och ledningens ägande, vilket betyder att spetsarna för dessa är väldigt höga. Excessen är positiv för Tobins q, ROA och ledningens ägande och negativ för resten av variablerna. Vidare har två variabler låg excess men

snedheten i dessa variabler har ett värde närmare ett. Ledningens aktierelaterade ersättning har en excess på -0,219 och snedhet på 0,906, och ledningens kompensation i form av cash och bonus har samma tal bara att snedheten är negativ. Förutom dessa två variabler har alla andra variabler ett excessvärde som är närmare ett än noll och har därför ej normal distribution. Snedheten och excessen för kontrollvariablerna finns som bilaga (se bilaga 8), och snedheten är positiv för alla förutom % av utestående styrelsemedlemmar och assets in place. Excessen är positiv för hälften av kontrollvariablerna och negativ för andra halvan. Både snedheten och excessen är närmare noll än ett för företagets storlek (0,346 respektive -0,138).

Ett tredje sätt att kontrollera normalfördelningen är med Kolmogorov-Smirnov testet och Shapiro-Wilk testet. Dessa två test jämför samplet med ett sampel som är normalfördelat med samma median och standardavvikelse. Ifall testet inte är signifikant ( $p > 0,05$ ) så betyder det att distributionen i samplet inte är signifikant olika än ett normalt fördelat sampel. Ifall testet är signifikant ( $p < 0,05$ ) tyder detta på att distributionen skiljer från ett sampel som är normalfördelat och därav är det testade samplets distribution inte normalt fördelat. (Field 2013, 184-185)

**Tabell 2:** Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk test

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistik	df	Sig.	Statistik	df	Sig.
Tobins q	0,207	40	0,000	0,748	40	0,000
ROA	0,295	40	0,000	0,648	40	0,000
% av vd:ns kompensation som aktierelaterad ersättning	0,188	40	0,001	0,856	40	0,000
% av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning	0,192	40	0,001	0,851	40	0,000
% av ledningens ägarande	0,427	40	0,000	0,450	40	0,000
% av ledningens kompensation som cash och bonus	0,192	40	0,001	0,851	40	0,000

a. Korrigerad Lilliefors signifikans

Tabell 2 visar resultaten från Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk testen. Båda testen visar signifikanta värden för alla variabler vilket entydigt visar att samplet inte är normalt fördelat enligt dessa test. Resultaten för kontrollvariablerna från dessa test finns som bilaga (se bilaga 12). Hävstångseffekten och assets in place har väldigt höga ickesignifikanta värden för Kolmogorov-Smirnov testet medan % av utestående ägare inte är signifikant för Shapiro-Wilk testet. Resten av kontrollvariablerna är signifikanta för båda testen.

I allmänhet kan det konstateras att enligt dessa test är ingen av beroende eller de intressanta oberoende variablerna normalt fördelade. Av kontrollvariablerna klarade % av utestående ägare sig bäst genom alla test och är därför tämligen nära normalfördelning. Eftersom P-P plot, histogrammen och Kolmogorov-Smirnov testet inte fullständigt stöder argumentet om normalfördelning och för att den är bara en kontrollvariabel kan det

konstateras att test baserat på normalfördelning inte kan göras. På grund av att testen tyder på att samplet inte är normalt fördelat, lämpar sig inte t-testet för signifikansprövning eftersom t-testet utgår från en normal distribution.

Field (2013, 196-201) skriver att det finns flera olika sätt att lösa detta problem såsom modifiering av data med hjälp av winsorizing eller transformering av data. På grund av att orsakerna för uteliggande värden för redovisningstal inte verkar vara slumpmässig, exempelvis är extrema händelser som inverkar redovisningstal sannolika att hända oftare för mindre företag, och för att winsorizing verkar öka på samplingsfel kommer det inte att användas i denna avhandling (Leone, Minutti-Meza & Wasley 2017). Vidare skriver Teoh och Zhang (2011) att modifieringen av data kan leda till bias gentemot resultaten. Ett annat alternativ som Field (2013) lyfter fram är användningen av icke parametriska test som är robusta gentemot olika antaganden såsom normalfördelning. Icke parametriska test är ändå väldigt begränsade och föreslår istället bootstrapping (Field 2013). I bootstrapping behandlas samplet som en population, därifrån det dras flera mindre sampel. Sedan räknas ett medeltal för den intressanta parametern. Processen repeteras sedan flera gånger, beroende på hur många sampel man väljer (exempelvis 1000 gånger). SPSS kan sedan räkna ett konfidensintervall på 95%, där det visas var 95 % av parametrarna faller. Iden av konfidensintervallet stödes av Dyckman (2016) som skriver att statistiska noll hypotes tester ska ersättas med att rapportera konfidensintervall. Vidare skriver Smaga (2017) att bootstrapping passar för mindre sampel, och Zhu och Kolassa (2018) att i sneda distributioner bör bootstrapping användas. Därför kommer bootstrapping att användas i denna avhandling.

SPSS ger i bootstrapping ett alternativ om bias-corrected and accelerated bootstrap intervall (Bca). Bca korrigerar i sina konfidensintervall för icke symmetriska distributioner samt exempelvis för snedhet och bör därför användas. (Field 2013, Williams & Mackinnon 2008, Streukens & Leroi-Wereldes 2016). Field (2013) skriver att 1000 omsampel bör räcka vid bootstrapping och 2000 omsamplingsor borde vara tillräckligt. Williams och Mackinnon (2009) skriver ändå att 1000 omsampel är för lite och att även 2000 omsamplingsor kan vara för lite. Streukens och Leroi-Wereldes (2016) kommer igen fram till att 10 000 omsamplingsor bör användas i Bca bootstrapping. Därför kommer denna studie göras med 10 000 omsamplingsor.

## 4.2 Statistik från samplet

Till näst kommer statistik från samplet att analyseras. Denna analys kommer att ge en bättre bild av i hurdan form företag betalar kompensation till ledningen samt hur stor ledningens ägande är. Statistiken som är av intresse är därför de intressanta kontrollvariablerna, det vill säga % av vd:ns och ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning samt i cash och bonus, och % av ledningens ägande.

**Tabell 3:** Deskriptiv statistik, alla företag

Alla företag	Tobins q	ROA	% av vd:ns kompensation som aktierelaterad ersättning	% av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning	% av ledningens ägande	% av ledningens kompensation som cash och bonus
N	40	40	40	40	40	40
Medelvärde	1,13	6,09	19,36 %	16,74 %	3,97 %	83,26 %
Median	0,84	4,11	12,90 %	14,22%	0,35 %	85,78 %
Minimivärde	0,01	-11,61	0 %	0 %	0 %	37,05 %
Maximivärde	4,91	53,67	67,91 %	62,95 %	48,23 %	100 %

Tabell 3 visar deskriptiv statistik för företagets prestation (Tobins q och ROA) samt för vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättningar samt ledningens ägande och deras kompensation i form av cash och bonus, för alla företag. Medelvärdet för Tobins q och ROA är 1,13 respektive 6,09, och medianen 0,84 respektive 4,11 vilket tyder på att företagen i allmänhet gör vinst. Vidare kan det noteras att minimivärdet för Tobins'Q är positivt och skillnaden mellan denna och maximivärdet inte är relativt stort jämfört med ROA. ROA verkar ha en större variation då minimivärdet är -11,61 och maximivärdet 53,67. Det kan även spekuleras att beroende på de allmänt positiva prestationer för företag borde även aktierelaterade ersättningarnas andel öka ifall prestationsmålen i dessa lönekontrakt är lätta att uppnå. Vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättning är på tämligen samma nivå vilket tyder på att vd:ns och resten av ledningens lön är uppdelat på liknande sätt. Medianen visar att ledningen tjänar lite över 1 procentenhet mera av sin lön



som aktierelaterade ersättningar. Medeltalet visar igen att en större andel av vd:ns lön är aktierelaterad ersättning jämfört med ledningen och därmed resten av ledningsgruppen men detta kan förklaras med ett högre maximivärde för vd:ns aktierelaterade ersättning. Vidare kan det noteras att ledningens (och därmed vd:ns) minimivärde för aktierelaterade ersättningar är noll vilket tyder på att det finns fall där prestationsmålen inte nåtts, företagen inte betalar lön som aktierelaterad ersättning eller företagen är mitt i en intjänandeperiod. I elva företag var aktierelaterade ersättningarna 0 %. Ledningens ägande var på en tämligen låg nivå då medianen var 0,35 %. Medeltalet var ändå 3,97 % vilket förklaras av det höga maximivärdet (48,23 %). Minimivärdet för ledningens ägande var 0 %. Största delen av ledningens kompensation består ändå av cash och bonus då medianen var 85,78 % och medeltalet var 83,26 %. Maximivärdet var 100 %, där 11 företag betalade lön endast som cash och bonus, och minimivärdet 37,05 % vilket tyder på att företagen i detta sampel föredrar att betala största delen av lönen i cash och bonus. Ett annat alternativ vore att ledningen hellre vill få betalt i cash och bonus.

Till nästa tittar vi på deskriptiv statistik från large, mid och small cap företagen och jämför talen sinsemellan.

**Tabell 4:** Deskriptiv statistik för olika segment

<b>Large cap</b>	Tobins q	ROA	% av vd:ns kompensation som aktierelaterad ersättning	% av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning	% av ledningens ägande	% av ledningens kompensation som cash och bonus
<b>N</b>	11	11	11	11	11	11
Medelvärde	0,88	5,61	35,74 %	34,63 %	0,53 %	65,37 %
Median	0,80	4,17	37,23 %	39,25 %	0,13 %	60,75 %
Minimivärde	0,01	2,67	8,29 %	2,87 %	0,04 %	37,05 %
Maximivärde	2,08	11,97	67,91 %	62,95 %	2,90 %	97,13 %
<b>Mid cap</b>						
<b>N</b>	14	14	14	14	14	14
Medelvärde	1,36	3,74	9,34 %	9,00 %	3,79 %	91,00 %
Median	1,13	4,66	6,52 %	6,17 %	0,25 %	93,83 %
Minimivärde	0,01	-11,61	0 %	0 %	0 %	37,05 %
Maximivärde	3,41	15,19	32,55 %	29,60 %	48,23 %	100 %
<b>Small cap</b>						
<b>N</b>	15	15	15	15	15	15
Medelvärde	1,06	8,64	16,71 %	10,85 %	6,67 %	89,15 %
Median	0,82	3,77	0 %	0 %	1,31 %	100 %
Minimivärde	0,43	-11,61	0 %	0 %	0 %	58,39 %
Maximivärde	4,91	53,67	61,23 %	41,61 %	28,13 %	100 %

Tabell 4 visar deskriptiv statistik för beroende samt oberoende variablerna för large cap företagen. Medeltalet och medianen för Tobins q är positiva för företagen oberoende till vilket cap företagen hör till. Medianen högst för mid cap företagen (1,13) och lägst för large cap företagen (0,80). Noterbart är även att alla minimivärden är positiva vilket tyder på att om företagets prestation mäts med Tobins q kan det konstateras att företagen klarar sig bra. Medeltalet för Tobins q är högst för mid cap företagen (1,36) och lägst för large cap företagen (0,88). Största skillnaden mellan minimi och maximivärdet hittades för small cap företagen (0,43 och 4,91) och minsta skillnaden för large cap företag (0,01 och 2,08). Medianen för ROA var högst hos mid cap företag (4,66) och lägst för small cap företagen (3,77). Medeltalet var ändå högst för small cap företagen (8,64) och lägst för mid cap företagen (3,74). Detta kan förklaras med att maximivärdet för ROA är väldigt högt för small cap företagen (53,67) medan det är tämligen högt för mid cap företagen. Både mid och small cap företagen har trots allt minimivärden som är negativa och endast large cap företag har ett positivt minimivärde. Vidare kan det konstateras att, på grund av minimi och maximivärden, large cap företagen har en mindre skillnad i ROA och verkar ha en stabilare prestation baserat på ROA.

Medianen och medeltalet för vd:ns och ledningens kompensation som är aktierelaterad ersättning visar att large cap företag betalar en betydligt större andel av sin kompensation i aktierelaterad form. Medeltalet för vd:ns aktierelaterade ersättning är 35,74 % för large cap företag, vilket är markant högre jämfört med mid (9,34 %) och small cap (16,71 %) företagen. Det samma gäller för skillnaden mellan medeltalet för ledningens aktierelaterade ersättning för large cap (34,63 %) och mid cap (9,00 %) samt small cap (10,85 %). Medianen för vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättning följer samma mönster, och noterbart är att för small cap företag sjunker medianen till 0 %. Minimivärde är också högre än 0 % för vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättningar i large cap företag vilket tyder på att alla företag i samplet som hör till large cap har åtminstone betalat en del av kompensationen i form av aktierelaterad ersättning. Minimivärdet för både mid och small cap företagen är 0 % vilket tyder på att det finns företag som inte har betalat lön i form av aktierelaterad ersättning. Detta kan möjligtvis förklaras med faktumet att i både mid och small cap företag fanns negativa värden för ROA vilket kan tyda på att prestationsmål inte nåtts. Dessutom kan det noteras att medeltalet för vd:ns och

ledningens aktierelaterade ersättning för small cap företag inverkas av de tämligen höga maximivärdena (61,23 % respektive 41,61 %).

Ledningens ägande är i allmänhet på en låg nivå. Den högsta medianen är för small cap företag (1,31 %) och den lägsta för large cap företagen (0,13 %). Medelvärdet av mid cap företag är tämligen högt (3,79 %), men det förklaras med det höga maximivärdet (48,23 %). Medelvärdet för vd:ns och ledningens kompensation i form av cash och bonus är högst hos mid cap företag (89,15 %) och lägst hos large cap företag (65,37 %), och medianen är högst för small cap företag (100 %) samt lägst för large cap företagen (60,75 %). Detta kunde tyda på att företag som betalar aktierelaterad ersättning erlägger betalningen som kontanter. På detta visa ökar inte ledningens ägande i företaget, vilket enligt managerial power approach skulle minska på ledningens makt.

I allmänhet kan det konstateras att det finns tydliga skillnader för andelen av vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättning beroende på vilket segment företagen är i. Large cap företagen betalade betydlig större andel av sina löner i form av aktierelaterad ersättning, mid cap företagen betalade en del och small cap företagenväldigt liten del om alls. Detta kunde bero på positiva ROA hos alla large cap företag i samplet men detta antagande baserar sig på att företagen skulle använda ROA som prestationsmått vilket vi inte vet. Ledningens ägande var högst hos small cap företag och lägst för large cap företag, och en förklaring till detta kunde vara att small cap företag innehåller företag vars ägare har startat företaget och jobbar ännu i det.

### **4.3 Presentation av resultat**

Resultatet av de olika regressionsanalyserna har delats in i olika tabeller i enlighet med vad som analyserats. Först kommer det att visas resultaten för regressioner där Tobins q användes som beroende variabel. Sedan visas resultaten av regressionerna när ROA användes som beroende variabel. I tabellerna förkortas oberoende variablerna med siffror, som betyder följande:

- (1) % av vd:ns kompensation som aktierelaterad ersättning
- (2) % av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning

(3) % av ledningens ägande

(4) % av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning och % av ledningens ägande

(5) % av ledningens kompensation som cash och bonus

(6) kontrollvariabler

Koefficienterna är beskrivna under respektive oberoende variabel och under dem inom parentes finns värdena inom konfidensintervallet samt signifikansen. Avskärningen beskriver värdet för beroende variablerna, det vill säga Tobins q och ROA, då oberoende variablerna är 0. Värdet för oberoende koefficienten beskriver förändringen i beroende variabeln som beror på oberoende variabeln. (Field, 2013, 319). I tabellerna har jag dock märkt signifikansen som är mellan 0,05 och 0,10 med \* såsom Mehran för att ge lite mera perspektiv. Signifikansen mellan 0,05 och 0,01 är märkt som \*\* och under 0,01 som \*\*\*. F-statistiken förklarar hur mycket bättre modellen förutspår resultatet jämfört med mängden oriktigheter i modellen, och desto större F-statistiken är desto bättre men helst ska den vara större än 1 (Field, 2013, 302-303). Korrigerat  $R^2$  förklarar variation på avskärningen ifall modellen använt hela populationen som data tagits ifrån (Field 2013, 312).

**Tabell 5:** Beroende variabel: Tobins q

Oberoende variabel	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Avskärning	0.91 (0.70, 1.15)***	0.94 (0.72, 1.20)***	1.10 (0.82, 1.48)***	0.89 (0.64, 1.21)***	2.07 (1.07, 3.48)***	0.39 (-1.48, 2.40)
% av VD:ens lön som är aktierelaterad	0.01 (0.00, 0.03)					0.01 (-0.03, 0.03)
% av ledningens lön som är aktierelaterad		0.01 (0.01, 0.03)*		0.01 (0.00, 0.03)*		0.00 (-0.04, 0.07)
% av ledningens ägande			0.01 (-0.03, 0.02)	0.01 (-0.02, 0.03)		0.02 (-0.01, 0.03)
% av ledningens compensation som cash och bonus					-0.01 (-0.03, -0.00)*	
Utestående styrelse-medlemmar						0.01 (-0.00, 0.01)
Utestående aktieägare						-0.01 (-0.02, 0.00)
Möjligheter för tillväxt						0.16 (0.05, 0.22)***
Hävstångseffekt						-0.93 (-2.60, 0.59)
Företagets storlek						-0.06 (-0.22, 0.09)
Assets in place						0.44 (-0.58, 1.13)
Korrigerat R <sup>2</sup>	0.04	0.03	-0.02	0.01	0.03	0.68
F-statistik	2.76	2.05	0.14	1.19	2.05	10.33

Tabell 5 visar effekter på alla företag i samplet. Noterbart är att både vd:ns och ledningens aktiebaserade ersättning samt ledningens ägande har en liten positiv inverkan på Tobins

q och att ledningens ersättning i form av cash och bonusar har en marginal negativ effekt. Konfidensintervallen är marginellt positiva för vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättning då de jämförs ensam med Tobins q. Ledningens ägande har ett konfidensintervall på -0,02 och 0,03. Ingen av dessa är signifikanta på en akademiskt acceptabel nivå ( $p < 0,05$ ). Ledningens lön i form av cash och bonus har ett konfidensintervall på -0,03 och -0,00. Ledningens aktierelaterade ersättning har ändå en signifikansnivå mellan 0,10 och 0,05 då den jämförs ensam samt med ledningens ägande. Ledningens kompensation i form av cash och bonus har då samma signifikansnivå. Signifikansnivån försvinner trots allt då kontrollvariablerna inkluderas. Förutom detta är Korrigerat  $R^2$  mycket låg för alla oberoende variablerna vilket betyder att modellen inte förklarar bra effekten på Tobins q. Korrigerat  $R^2$  var även tämligen låg i Mehrans (1995) studie, där lägsta värdet var 0,03 när prestation mättes med Tobins q. I denna studie är värde på den korrigerade  $R^2$  vid 0,04 för vd:ns och 0,03 för ledningens aktierelaterade ersättning samt för ledningens kompensation i form av cash och bonus.

När kontrollvariablerna inkluderas uppstår inget signifikant samband mellan ledningens lön eller ägande vilket tyder på att vd:ns aktierelaterade lön inte rakt inverkar på Tobins q. Istället tyder detta på att företag vars vd får en del av sin kompensation som aktierelaterat, har någon annan tendens som förbättrar deras Tobins q. Noterbart är att möjligheter för tillväxt som har en signifikant positiv inverkan på Tobins q. En förklaring till att signifikansen försvinner från ledningens aktierelaterade ersättning kunde vara att företag som betalar aktierelaterade ersättningar till sin ledning också satsar på utveckling. Värdena inom konfidensintervallerna är inte heller enbart positiva för aktierelaterade ersättningar utan faller på båda sidan an noll. Ingen av de andra kontrollvariablerna visar en signifikant effekt på Tobins q. Vidare kan det nämnas att regressionen med kontrollvariablerna har ett högt Korrigerat  $R^2$  och F värde vilket tyder på att denna modell förklarar bra inverkan på företagens Tobins q.

**Tabell 6:** Beroende variabel: ROA

Oberoende variabel	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Avskärning	4.94 (1.18, 9.57)	5.65 (1.50, 10.67)	6.16 (2.66, 10.95)*	5.70 (0.88, 12.21)	8.30 (-3.71, 22.41)	-9.13 (-44.19, 27.87)
% av VD:ens lön som är aktierelaterad	0.06 (-0.11, 0.24)					0.60 (0.06, 2.02)
% av ledningens lön som är aktierelaterad		0.03 (-0.14, 0.19)		0.03 (-0.15, 0.20)		-0.66 (-2.00, -0.08)
% av ledningens ägande			-0.02 (-0.36, 0.16)	-0.01 (-0.37, 0.19)		0.13 (-0.49, 0.40)
% av ledningens compensation som cash och bonus					-0.03 (-0.16, 0.11)	
Utestående styrelse-medlemmar						0.06 (-0.09, 0.19)
Utestående aktieägare						-0.09 (-0.27, 0.09)
Möjligheter för tillväxt						0.53 (-0.42, 2.80)
Hävstångseffekt						44.74 (-2.19, 74.95)
Företagets storlek						-1.20 (-4.78, 1.78)
Assets in place						8.39 (-12.02, 23.43)
Korrigerat R <sup>2</sup>	-0.02	-0.03	-0.03	-0.05	-0.03	0.11
F-statistik	0.43	0.07	0.01	0.03	0.07	1.53

Tabell 6 visar alla företag med beroende variabeln ROA. En positiv inverkan på ROA kommer från vd:ns (0,06) och ledningens (0,03) aktierelaterade ersättningar. Ledningens ägande (-0,02) samt compensation i form av cash och bonus (-0,03) visar en negativ inverkan. Konfidensintervallen visar ändå att värden för alla intressanta oberoende



variablerna faller på båda sidan av noll. Ingen av oberoende variablerna som är av intresse är heller signifikanta, och korregerat  $R^2$  samt F statistiken för alla regressioner är väldigt låga, vilket tyder på att modellen förklarar dåligt variationen på ROA. Korregerat  $R^2$  samt F statistiken följer samma mönster som studien av Mehran (1995) där värdena för dessa är lägre än då företagens prestation mättes med Tobins q, fastän de inte är så låga som i den här avhandlingen.

Då kontrollvariablerna är med i regressionen är inverkan av vd:ns aktiebaserade lön samt ledningens ägande marginellt positiv men inte signifikant. Ledningens aktierelaterade lön får en negativ inverkan som inte är signifikant. Konfidensintervallerna visar värden på båda sidan av noll för de förenämnda variablerna. Vidare kan det noteras att ingen av de oberoende variablerna har en signifikant positiv inverkan på ROA. Korregerat  $R^2$  samt F statistiken nu högre än då företagens prestation mättes med Tobins q, men det låga korregerade  $R^2$  värde tyder på att dessa variabler inte förklarar bra variationen i ROA.

#### 4.4 Analys av hypoteser

Eftersom hypoteserna om ledningens aktierelaterade lön (hypotes 1a och 1b) och ledningens ägande (hypotes 2a och 2b) utesluter varandra så kommer jag att behandla dem tillsammans. Näst analyseras ledningens aktierelaterade lön och företags prestation. Analysen görs med båda måtten för företags prestation.

*Hypotes 1a: Ledningens aktierelaterade ersättning har en positiv inverkan på företags prestation.*

*Hypotes 1b: Ledningens aktierelaterade ersättning har ingen relation eller negativ relation till företags prestation*

När alla företag kontrolleras så fanns det en positiv inverkan för aktierelaterade ersättningar, då Tobins q användes som mått för företags prestation. Endast ledningens aktierelaterade ersättning var till en viss del signifikant, men signifikansen nådde inte en tillfredsställande akademisk nivå ( $p < 0.05$ ). Det kan även noteras att värden vid konfidensintervallen för alla oberoende variablerna förutom ledningens aktierelaterade ersättning faller på båda sidorna av noll. Vidare bör det noteras att då detta kontrollerades med kontrollvariabler försvann signifikansen. Detta tyder på att den positiva relationen är en produkt av någonting annat som inverkar positivt på Tobins q. Eftersom möjligheter

för tillväxt visade en signifikant positiv relation till Tobins  $q$  kan det teoriseras om att företag som investerar i utveckling även betalar ledningen i form av aktierelaterade ersättningar. Vidare kan det konstateras att värden på korrigerade  $R^2$  är låga vilket tyder på att ledningens lön inte förklarar variationen i Tobins  $q$  väldigt bra. Som helhet kan man då konstatera att hypotes 1a inte stämmer, utan hypotes 1b stöds för samplet där för hela finska aktiemarknaden eftersom den positiva relationen inte verkar vara den faktorn som inverkar positivt på Tobins  $q$ .

Regressionerna där ROA användes som beroende variabler visar att modellen inte förklarar bra oberoende variabelernas inverkan. Därför är det svårt att dra några slutsatser från dessa. Vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättning visade trots allt en marginell positiv inverkan på ROA, men relationen var inte signifikant. De låga värden för korrigerat  $R^2$  och F statistiken tyder möjligen på att ledningens ersättning inte inverkar på något vis ROA. Då kontrollvariablerna inkluderades förklarade regressionen lite bättre olika oberoende variabelernas inverkan på ROA. Då hade vd:ns aktierelaterade ersättning en marginell positiv inverkan medan ledningens aktierelaterade lön en marginell negativ inverkan, och ingendera av effekterna var signifikanta. Fastän modellen förklarar effekterna på ROA tämligen dåligt, borde ett signifikant positivt samband ändå finnas med vd:ns eller ledningens aktierelaterade ersättning för att stöda teorin om optimal contracting. Eftersom inget samband hittas, verkar det som vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättning inte har någon inverkan. Därav stöder denna regression också hypotes 1b och hypotes 1a kan förkastas när ROA används som mått för företagets prestation.

Till nästa analyseras hypoteserna om ledningens ägande och företagets prestation då företagets prestation mäts med Tobins  $q$  och ROA.

*Hypotes 2a: Ledningens ägande har en positiv effekt på företagets prestation.*

*Hypotes 2b: Ledningens ägande har en negativt eller ingen effekt på företagets prestation*

Ledningens ägande har en minimal positiv relation med Tobins  $q$ . Denna minimala positiva effekten fås även då ledningens ägande använd i samband med ledningens aktiebaserade lön i regressionen samt då kontrollvariablerna inkluderas. Ingen av dessa positiva effekter är dock signifikanta och värdena i konfidensintervallen faller på båda

sidorna av noll. Korrigerat  $R^2$  samt F statistiken är tämligen låga då kontrollvariablerna inte inkluderas. Ändå förklarar regressionen med kontrollvariablerna väldigt bra vad som inverkar på Tobins q och kontrollvariabeln möjligheter för tillväxt visar en signifikant positiv relation till Tobins q. Därför kan det motiveras att företag som satsar på forskning och undersökning även har en ledning som äger mera i företaget än andra företag. På grund av detta stöder dessa resultat hypotes 2b.

När ROA användes för mått på företagets prestation visar ledningens ägande en minimal negativ relation, både ensam och i samband med ledningens aktierelaterade ersättning. Relationerna var dock inte signifikanta och värdena inom konfidensintervallen var på båda sidorna av noll. Vidare var värdena för korrigerat  $R^2$  samt F statistiken väldigt låga vilket tyder på att modellen inte fungerar och att ledningens ägande inte förklarade variationen i ROA. När kontrollvariablerna inkluderas påvisas dock en positiv relation mellan ledningens ägande och ROA, fastän ej signifikant. Värdena i konfidensintervallen förblev ändå på båda sidorna av noll. Vidare var det lite högre värden på Korrigerat  $R^2$  och F statistiken. Ingen av relationerna för ledningens ägande är signifikanta och därav stödes hypotes 3 av dessa resultat när ROA användes som mått för företagets prestation.

## 5 Slutdiskussion

I detta kapitel ges en avslutande diskussion kring resultaten. Vidare diskuteras avhandlingens begränsningar samt ges förslag på fortsatta studier.

### 5.1 Slutsatser

Syftet med denna avhandling var att ta reda på effekten av aktierelaterade ersättningar på företagets prestation i finska börsnoterade bolag. Denna avhandling har bidragit till litteraturgapet inom ämnet om ledningens kompensation och aktierelaterade ersättningar genom att visa att det inte inverkar på företagets prestation. Tidigare studier har inte kunnat ge en entydig bild om ledningens aktierelaterade ersättnings inverkan på företagets prestation. Exempelvis visade studien av Mehran (1995) att aktierelaterade ersättningar har en signifikant positiv inverkan på företagets prestation, medan studier av bland annat Abernethy, m.fl. (2015) och Abdelaziz m.fl. (2011) visade motsatt inverkan.

Denna avhandling visade inte någon signifikant relation mellan aktierelaterade ersättningar och företagets prestation. Det närmaste denna avhandling kommer i att bevisa en signifikant positiv relation är mellan ledningens aktierelaterade ersättningar och Tobins  $q$ . Denna signifikans är inte akademiskt signifikant ( $p < 0,05$ ) och försvinner då kontrollvariablerna inkluderas. För det mesta påvisas en icke signifikant marginal positiv relation mellan aktierelaterade ersättningar och företagets prestation. Värdena inom konfidensintervallerna ligger också vid noll.

Denna avhandling ämnade även ta reda på hur ledningens ägande inverkade på företagets prestation. Tidigare studier har varit tudelade om hurdan inverkan ledningens ägande har på företagets prestation. Bland annat kom Mehran (1995) samt Drakos och Bekiris (2010) fram till en positiv inverkan medan exempelvis Ming och Gee (2008) samt Herman och Subowo (2016) kom fram till en motsatt inverkan på företagets prestation. Denna avhandling kom inte fram till en signifikant positiv eller negativ relation mellan ledningens ägande och företagets prestation. När företagets prestation mättes med Tobins  $q$  var relationen marginellt positiv, och när prestationen mättes med ROA var relationen marginellt negativ. Då kontrollvariablerna inkluderades hade ledningens ägande en

marginellt positiv inverkan för både Tobins q och ROA, medan för alla fallen var värdena inom konfidensintervallen på båda sidorna av noll.

Denna avhandling skulle även framföra statistik om aktierelaterade ersättningar samt ledningens ägande för företagen för att stöda resultaten från regressionsanalysen. För alla företag var medelvärdet och medianen positiva för båda prestationsmåten, vilket tyder på att företag gör vinst. På grund av detta kan det spekuleras att prestationsmål nås och därför betalas lön i form av aktierelaterad ersättning. För hela samplet ligger medelvärde och medianen för vd:ns och ledningens aktierelaterade ersättningar mellan ca 10–20 %. Detta tyder på i allmänhet betalas största delen av ledningens lön som cash och bonusar. Ledningens ägande är också på en låg nivå då medianen är endast 0,35 %. När företagen sedan granskas gruppvis finns det skillnader inom dem. Large cap företagen i samplet var den enda som hade bara positiva Tobins q och ROA värden. Vidare var large cap företagen den enda gruppen i samplet där alla betalade åtminstone en del av sin lön i form av aktierelaterad ersättning, och medianen och medelvärdet var överlägset högst för dem. Medianen var lägst (0 %) för small cap företag för aktierelaterad ersättning. Mid cap företagen faller mittemellan large och small cap företagen, och deras maximivärden var betydligt lägre än för de andra i samplet. Den stora skillnaden mellan ledningens aktierelaterade ersättning mellan large cap företagen och mid samt small cap företagen kan möjligen förklaras av att alla large cap företag gjorde positiva resultat och därför har prestationsmålen nåtts. Detta kunde bero på att ledningen har förhandlat låtta prestationsmål som i studien av Abernethy m.fl. (2015). Ett annat alternativ kunde vara att företagen presterat bra i allmänhet. Ledningens ägande var högst hos small cap företag och lägst hos large cap företag. Ledningens ägande kunde möjligtvis förklaras med att small cap företag ännu sysselsätter deras grundare eller dennes familjemedlem som äger aktier i företaget. Ledningens ägande var i allmänhet tämligen låg, vilket enligt managerial power approach tyder på att ledningen inte är stark.

Dessa resultat tyder på att aktierelaterade ersättningar inte själva inverkar på företagets prestation, utan företag som presterar bra råkar använda aktierelaterade ersättningar. Exempelvis hade möjligheter för tillväxt en signifikant positiv inverkan på Tobins q, vilket kunde tyda på att företag som investerar i forskning och produktutveckling även betalar sin lön som aktierelaterad ersättning. Denna tankegång stöder idén om managerial power approach. Li m.fl. (2015) studie lyfter fram att det kan finnas andra faktorer som

påverkar lönsamheten av aktierelaterade ersättningar. Li m.fl. (2015) förklarade att aktierelaterade ersättnings inverkan på prestation hade att göra med företagets livscykel. En tredje möjlighet kunde vara att cheferna föredrar aktierelaterade ersättningar och därför används de, vilket också stöder teorin om managerial power approach. Man kunde även tänka sig att en stor del av ledningen fungerar som vad Miller och Sardais (2011) kallar ängel agenter. Ifall tävlingen om ledningsplatser är hård, så filtreras kanske ängel agenterna till ledare eftersom företagets ägare förstår att de inte driver sina egna intressen framför företagets. Denna tankegång stöder också teorin om managerial power approach i den mån att ängel agenternas löneform inte spelar en stor roll, utan ängel agenterna skulle i vilket fall som helst göra sitt bästa för företaget.

## 5.2 Begränsningar och förslag på fortsatta studier

Denna studie lider av en del begränsningar. Samplet är tämligen litet och ett större sampel skulle säkerligen ge resultat som har mera validitet. Data samlades även för endast två räkenskapsperioder och en längre tidsperiod kunde ge mera tillförlitliga resultat. Eftersom samplet bestod av finska aktiemarknaden finns det en risk att vissa branscher eller andra faktorer (exempelvis företagets storlek) inverkar på aktierelaterade ersättnings effekt. Vidare kan modellen också ifrågasättas, speciellt då företagets prestation mäts med ROA då korrigerat  $R^2$  och F statistiken ger väldigt låga värden. Det fattades också en kontrollvariabel som användes i studien av Mehran (1995) som kunde ha gett mera insyn till vad som inverkar på företagets prestation. Även valen av prestationsmått behöver inte vara de rätta för att mäta företagets prestation, och icke finansiella mått kunde ge en mera heltäckande bild av prestationen. Vidare kan det noteras att eftersom data har samlats in manuellt kan det finnas skrivfel i dem.

Framtida studier inom aktierelaterade ersättningar kunde undersöka olika branscher inom den finska aktiemarknaden. Vidare kunde olika storleks företag jämföras med varandra för att försöka få fram ifall storleken har någon skillnad. Dessa studier kunde göras i stil med denna, det vill säga som kvantitativa undersökningar. Det kunde även användas icke finansiella mått för företagets prestation. Vidare kunde det undersökas ledningens vilja att få kompensation i form av aktierelaterade ersättningar undersökningar. Ett annat alternativ kunde vara att försöka undersöka hur motiverade aktierelaterade ersättningar

är. Dessa studier kunde försöka ta reda på hur ledningars ålder, bakgrund eller finansiella ställning inverkar på aktierelaterade ersättningar. Undersökningarna kunde göras med hjälp av frågeformulär eller intervjuer.

## Källor

- Abdelaziz, El Marzougoui, Lahiani Amine & Charfeddine Lanouar (2011) Stock-Options and the Performance of CAC40 Listed Companies. *International Journal of Economics and Finance* 3 (1), s. 218-28.
- Abernethy, Margaret A., Yu Flora Kuang & Bo Qin (2015). The influence of CEO power on compensation contract design. *Accounting Review* 90 (4), s. 1265–1306.
- Accountancy (2004) *Accounting Standards Board Financial Reporting Standard 20 (IFRS 2) Share-based Payment-April 2004*. Accountancy 133 (1329), s. 94-109.
- Aggarwal, Rajesh R. & Andrew A. Samwick (2006) Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incitementes. *Journal of Corporate Finance* 12 (3), s. 489-515.
- Bebchuk, Lucian Arye, Jesse M. Fried och David I. Walker (2001) *Executive compensation in America: Optimal contracting or extraction of rents?* NBER working paper; 2001, 8661. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Bebchuk, Lucian Arye & Jesse M. Fried (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives* 17 (3), s. 71–92.
- Bennett, Benjamin, Carr J. Bettis, Radhakrishnan Gopalan & Todd Milbourn, (2017) Compensation Goals and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 124 (2), s. 307–330.
- Benston, George J. (1985) The validity of profits-structure studies with particular reference to the FTCs Line of Business Data. *American Economic Review* 75 (1), s. 37-67.
- Berke-Berga Anzelika, Inna Dovladbekova & Marta Ābula (2017) Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence of Listed Companies in the Baltics. *Polish Journal of Management Studies* 15 (2), s. 273-283.
- Bryman, Alan & Emma Bell (2017) *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (Upplaga 3). Stockholm: Liber AB.



- Clifford, Christopher P. & Laura Lindsey (2016) Blockholder Heterogeneity, CEO Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 51 (5), s. 1491-1520.
- Drakos, A. A. och F. V. Bekiris (2010) Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: A simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange. *Research in International Business and Finance* 24 (1), s. 24–38.
- Dyckman, Thomas R. (2016) Significance Testing: We Can Do Better. *Abacus* 52 (2), s. 319-342.
- Emanuel, David (2005) Accounting for share-based payments under NZ IFRS-2. *University of Auckland Business Review* 7 (2), s. 39-44.
- Field, Andy (2013) *Discovering statistics using IBM SPSS statistics: and sex and drugs and rock 'n' roll* (Upplaga 4). Los Angeles; London: Sage Publications Ltd.
- Florackis, Christomos, Alexandros Kostakis & Aydin Ozkan (2009) Managerial ownership and performance. *Journal of Business Research* 62 (12), s. 1350–1357.
- Hall, Brian J. & Kevin J. Murphy (2000) Optimal exercise prices for executive stock options. *American Economic Review* 90 (2), 209-214.
- Haugen, Robert A. & Lemma W. Senbet (1981). Resolving the Agency Problems of External Capital through Options. *Journal of Finance* 36 (3), s. 629–647.
- Herman, Negar Witanto & AAJ. Subowo (2016) The Analysis of The Effect of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Leverage, and Intellectual Capital on Corporate Performance. *Accounting Analysis Journal* 5 (3), s. 147-154.
- Hirschey, Mark & Dean W. Wichern (1984) Accounting and Market-Value Measures of Profitability: Consistency, Determinants, and Uses. *Journal of Business and Economic Statistics* 2 (4), s. 375-382.
- Holmström, Bengt (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics* 10 (1), s. 74–91.
- Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), s. 305-360.

Johnson, Shane A. & Yisong S. Tian (2000) Indexed executive stock options. *Journal of Financial Economics* 57 (1), s. 35-64.

Khan, Arifur, Mather Paul & Balachandran Balasingham (2014) Managerial share ownership and operating performance: Do independent and executive directors have different incentives? *Australian Journal of Management* 39 (1), s. 47–71.

Krishnaswami, O. & Satyaprasad, B. (2010) *Business Research Methods* (Upplaga 1) New Delhi: Himalaya Publishing House.

Mehran, Hamid (1995) Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38 (2), s. 163–184.

Mertz, Alexander (2017) What have we learned from SFAS 123r and IFRS 2? A review of existing evidence and future research suggestions. *Journal of Accounting Literature* 38, s. 14-33.

Miller, Danny & Cyrille Sardais (2011) Angel Agents: Agency Theory Reconsidered. *Academy of Management Perspectives* 25 (2), s. 6-13.

Ming, Tee Chwee & Chan Sok Gee (2008) The Influence of Ownership Structure on the Corporate Performance of Malaysian Public Listed Companies. *ASEAN Economic Bulletin* 25 (2), s. 195-20.

Moers, Frank (2006) Doing Archival Research in Management Accounting. *Handbooks of management accounting research* 1, s. 399-413.

Nohel, Tom & Steven Todd (2004). Stock options and managerial incentives to invest. *Journal of Derivatives Accounting* 1 (1), s. 29–46.

Li, Ming-Yuan Leon, Tung-Hsiao Yang & Shang-En Yu (2015) CEO Stock-Based Incentive Compensation and Firm Performance: A Quantile Regression Approach. *Journal of International Financial Management & Accounting* 26 (1), s. 39-71.

Lilienfeld, Ulf Von & Stefan Ruenzi (2014) CEO Ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion. *The Journal of Finance* 64 (3), s. 1013-1050.

- Razali, Normadiah Mohd & Yap Bee Wah (2011) Power comparisons of Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smirnov, Lilliefors and Anderson-Darling tests. *Journal of statistical modeling and analysis* 2(1), s. 21-33.
- Schneider, Paul J. (2013) The Managerial Power Theory of Executive Compensation. *Journal of Financial Service Professionals* 67 (3), s. 17-22.
- Share-based payment A guide to IFRS 2* (2007) Deloitte. URL: file:///C:/Users/Henri/Downloads/download.pdf. (Läst 15.1.2018)
- Skärvad, Per-Hugo & Jan Olsson (2008) *Företagsekonomi 100* (upplaga 14). Malmö: Liber AB.
- Smaga, Lukasz (2017) Bootstrap methods for multivariate hypothesis testing. *Communications in Statistics: Simulation & Computation* 46 (10), s. 7654-7667.
- Smirlock, Michael, Thomas Gilligan & William Marshall (1984) Tobin's q and the Structure-Performance Relationship. *American Economic Review* 74 (5), s. 1051-1060.
- Streukens, Sandra & Sara Leroi-Werelds (2016) Bootstrapping and PLS-SEM: A step-by-step guide to get more out of your bootstrap results. *European Management Journal* 34 (6), s. 618-632.
- Teoh, Siew Hong & Yinglei Zhang (2011) Data Truncation Bias, Loss Firms, and Accounting Anomalies. *Accounting Review* 86 (4) s. 1445–1475.
- Tobin, James & William C. Brainard (1976) *Asset Markets and the Cost of Capital*. Cowles Foundation Discussion Papers; 1976, 427. Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Qian, Meifen, Ping-Wen Sun & Bin Yu (2018) Top managerial power and stock price efficiency: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*. 47, s. 20-38.
- Wahba, Hayam (2014) Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt. *Journal of Management & Governance*. 18 (4), s. 1041-1061.
- Wahyuni, Dina (2012) The research design maze: understanding paradigms, cases, methods and methodologies. *Journal of applied management accounting research* 10 (1), s. 69-80.

Wernerfelt, Birger & Cynthia A. Montgomery (1988) Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance. *American Economic Review* 78 (1), s. 246-250.

Williams, Jason & David P. MacKinnon (2008) Resampling and Distribution of the Product Methods for Testing Indirect Effects in Complex Models. *Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal* 15 (1), s. 23-51.

Zhu, Yaqian & John Kolassa (2018) Assessing and comparing the accuracy of various bootstrap methods. *Communications in Statistics: Simulation and Computation* 47 (8), s. 2436-2543.

# Bilagor

## Bilaga 1: Företag i samplet

### *Large Cap företag*

Ahlstrom-Munksjö Oyj  
Amer Sports Oyj  
Cargotec Oyj  
Elisa Oyj  
Finnair Oyj  
Fiskars Oyj  
Fortum Oyj  
Huhtamäki Oyj  
Kemira Oyj  
Kesko Oyj

### *Small Cap företag*

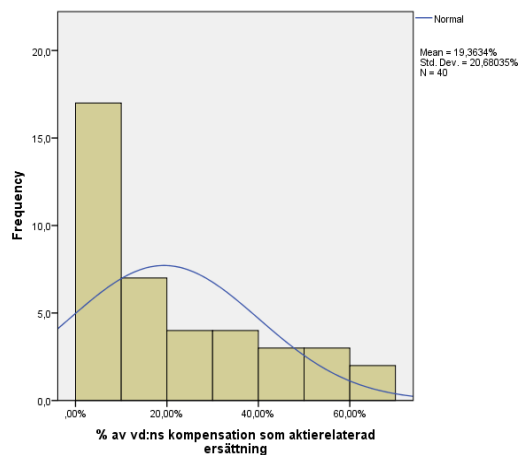
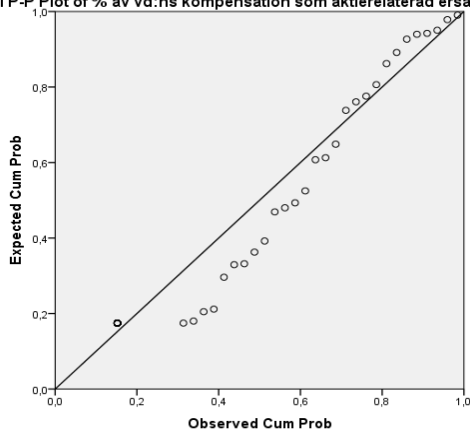
Afarak Group Oyj  
Apetit Oyj  
Aspocomp Group Oyj  
Biohit Oyj  
Componenta Oyj  
Consti Yhtiöt Oyj  
Digia Oyj  
Dovre Group Oyj  
Efore Oyj  
Elecster Oyj  
Etteplan Oyj  
Exel Composites Oyj  
Glaston Oyj  
Honka Oyj  
Ilkka-Yhtymä Oyj

### *Mid Cap företag*

Alma Media Oyj  
Aspo Oyj  
Atria Oyj  
Basware Oyj  
Bittium Oyj  
Caverion Oyj  
Cramo Oyj  
F-Secure Oyj  
HKScan Oyj  
Lassila & Tikanoja Oyj  
Lehto Group Oyj  
Olvi Oyj  
Oriola Oyj  
Outotec Oyj

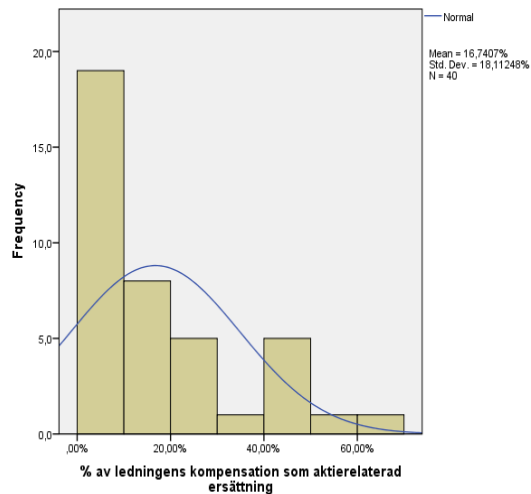
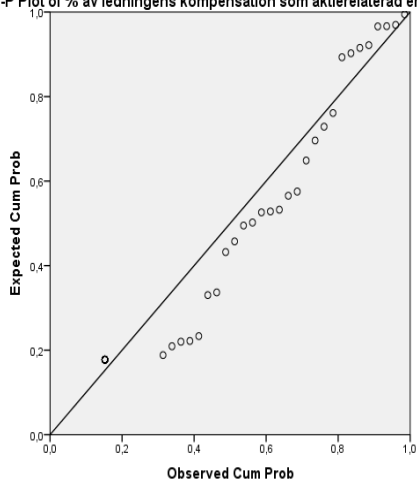
## Bilaga 2: Fördelning av % av vd:ns kompensation som aktierelaterade ersättning

Normal P-P Plot of % av vd:ns kompensation som aktierelaterad ersättning

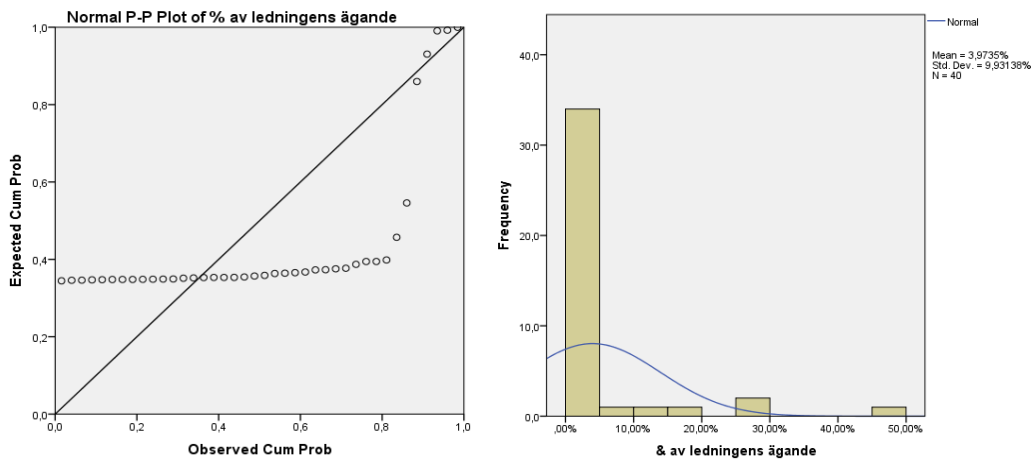


## Bilaga 3: Fördelning av % av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning

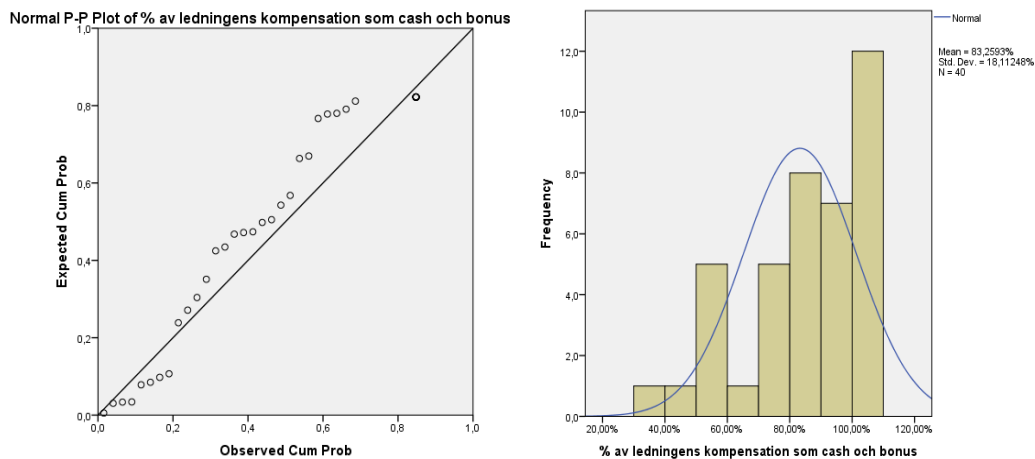
Normal P-P Plot of % av ledningens kompensation som aktierelaterad ersättning



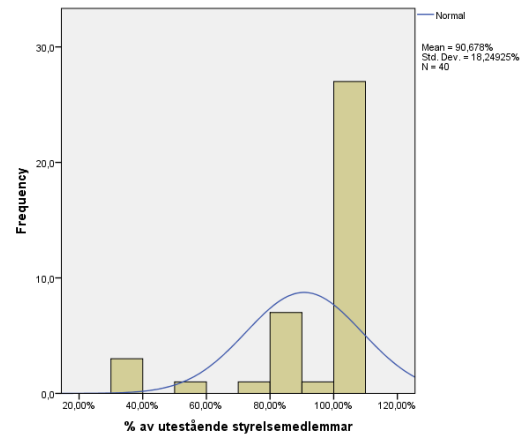
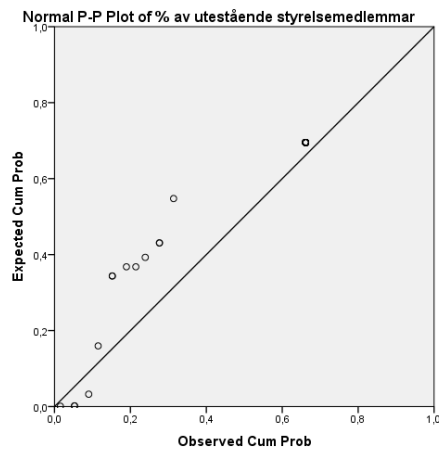
## Bilaga 4: Fördelningen av % av ledningens ägande



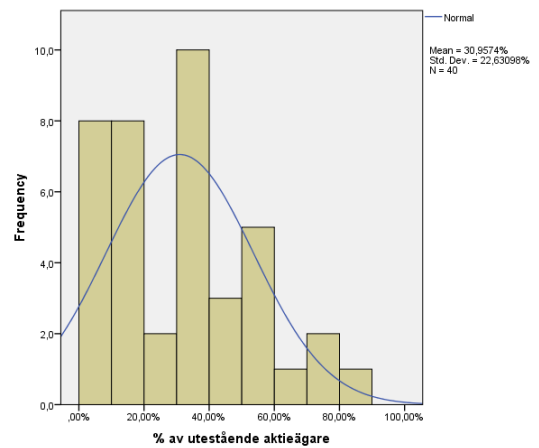
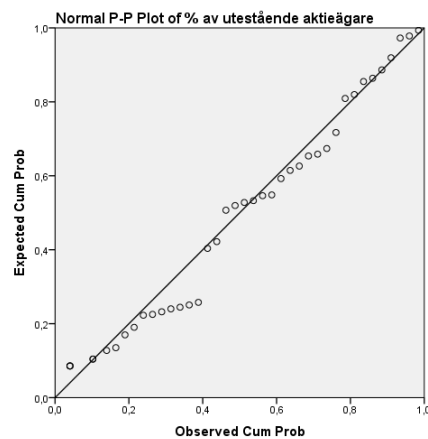
## Bilaga 5: fördelningen av % av ledningens kompensation i cash och bonus



## Bilaga 6: Fördelning av % av utestående styrelsemedlemmar

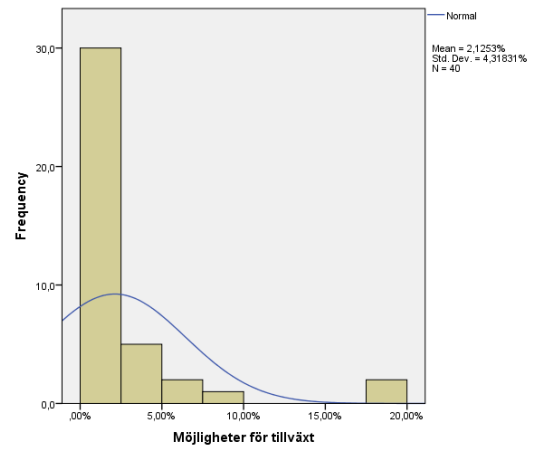
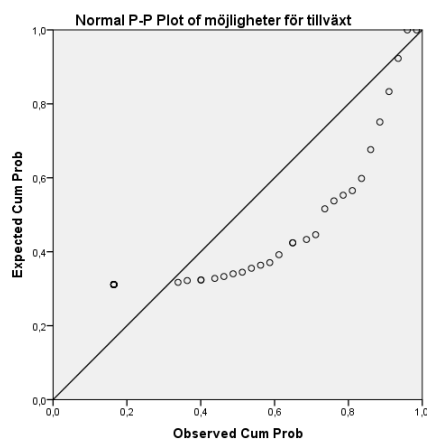


## Bilaga 7: Fördelning av % av utestående aktieägare

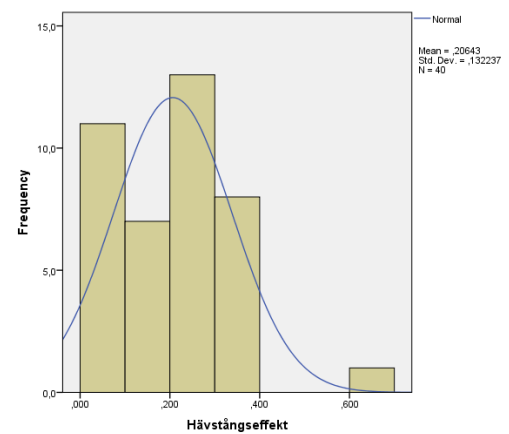
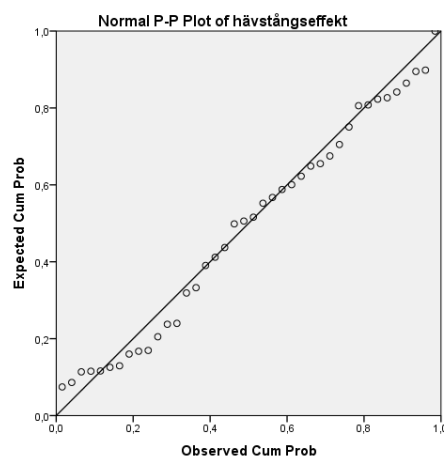




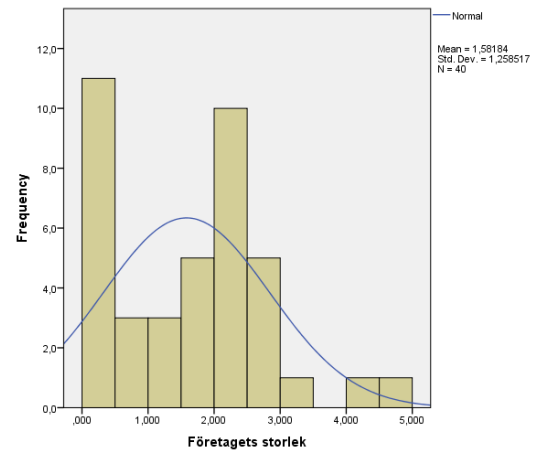
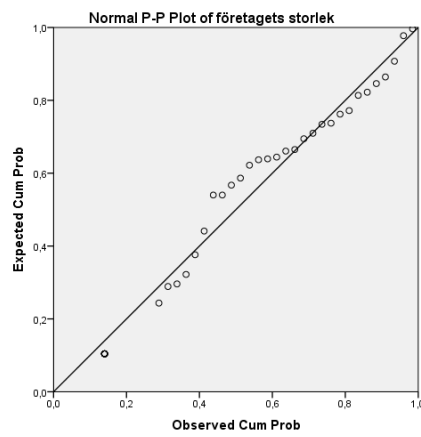
## Bilaga 8: Fördelning av möjligheter för tillväxt



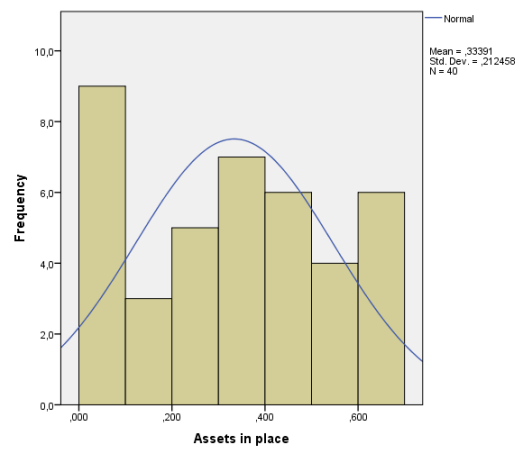
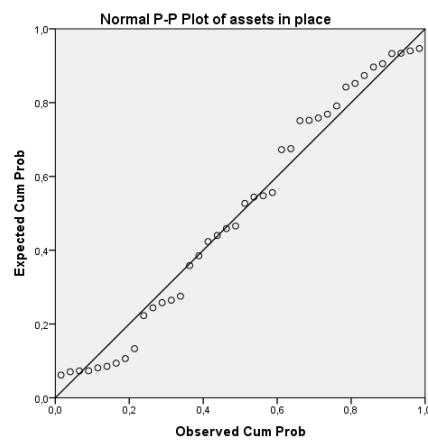
## Bilaga 9: Fördelning av hävstångseffekt



## Bilaga 10: Fördelning av företags storlek



## Bilaga 11: Fördelning av assets in place



## Bilaga 12: Snedhet och excess för kontrollvariablerna

	N	Snedhet		Excess	
		statistik	st. av.	statistik	st. av.
% av utestående styrelsemedlemmar	40	-2,279	0,374	4,417	0,733
% av utestående aktieägare	40	0,564	0,374	-0,253	0,733
Möjligheter för tillväxt	40	3,181	0,374	10,392	0,733
Hävstångseffekt	40	1,035	0,374	2,671	0,733
Företagets storlek	40	0,346	0,374	-0,138	0,733
Assets in place	40	-0,906	0,374	-0,219	0,733

## Bilaga 13: Kolmogorov-Smirnov och Shapiro-Wilk test för kontrollvariablerna

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistik	df	Sig.	Statistik	df	Sig.
% av utestående styrelsemedlemmar	0,370	40	0,000	0,575	40	0,000
% av utestående aktieägare	0,142	40	0,040	0,949	40	0,068
Möjligheter för tillväxt	0,311	40	0,000	0,533	40	0,000
Hävstångseffekt	0,085	40	0,200	0,916	40	0,006
Företagets storlek	0,171	40	0,005	0,914	40	0,005
Assets in place	0,101	40	0,200	0,941	40	0,037

a. Korrigerad Lilliefors signifikans