

Kandidatuppsats i företagsekonomi



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Ersättning till VD i investmentbolag

*- En studie av hur ägarstruktur och prestation påverkar
ersättning till VD*

FEG 313 Redovisning, kandidatuppsats
Externredovisning

Författare:
Anders Johansson
Anton Svanå

Vårterminen 2013
2013-05-31

Handledare:
Peter Frii
Niuosha Samani

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till våra handledare, Peter Frii och Niuosha Samani som med sitt engagemang och stöd hjälpt oss i arbetet med denna uppsats.

Trevlig läsning!

Göteborg
2013-05-31

Anders Johansson

Anton Svanå

Sammanfattning

Kandidatuppsats i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Externredovisning, Vårterminen 2013

Författare: Anders Johansson och Anton Svanå

Handledare: Peter Frii och Niuosha Samani, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Titel: Ersättning till VD i investmentbolag - *En studie av hur ägarstruktur och prestation påverkar ersättning till VD*

Bakgrund och problem: Separationen mellan ägande och drift skapar en situation som leder till att prestationsbaserad ersättning används för att skapa incitament för VD att maximera ägarnas egenintresse. Ägarintressena i investmentbolag kan vara kopplade till både makt och vinstmaximering vilket gör det intressant att undersöka huruvida ersättningen till VD påverkas av ägarstrukturen och företagets prestation.

Syfte: Studien syftar till att belysa om det i ett urval av svenska investmentbolag finns någon koppling mellan ägarstruktur och ersättning till VD. Vidare ämnar studien att för samma urval belysa eventuella samband mellan ersättningen till VD och investmentbolagets relativa prestation.

Metod: Studien är av kvalitativ karaktär och baseras på ett urval av fem investmentbolag. Den teoretiska referensramen utgår från principal-agent konflikten. Vidare har det empiriska materialet samlats in från investmentbolagens årsredovisningar för att möjliggöra en analys av hur ersättningen till VD har påverkats av företagets ägarstruktur och prestation relativt de andra investmentbolagen i urvalet.

Slutsats: Avseende investmentbolagen i urvalet så tenderar ägarstrukturen att ha stor betydelse för storlek och utformning av ersättningen till VD medan ersättningen verkar sakna samband med företagets relativa prestation.

1. INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	2
1.3 SYFTE.....	2
1.4 AVGRÄNSNINGAR.....	3
1.5 DISPOSITION	3
2. TEORI	5
2.1 PRINCIPAL-AGENT TEORIN	5
2.2 ERSÄTTNING TILL VD	6
2.3 ÄGARSTRUKTUR, BOLAGSSTYRNING OCH EFFEKTER PÅ ERSÄTTNING TILL VD	7
2.3.1 Kontrollägande	7
2.3.2 Spritt ägande.....	8
2.3.1 Svensk kod för bolagsstyrning	9
2.4 KRITIK MOT ERSÄTTNING TILL VD OCH INCITAMENTSSYSTEM.....	9
3. METOD	11
3.1 VETENSKAPLIG ANSATS	11
3.2 URVAL	12
3.3 ÅRSREDOVISNINGAR	12
3.4 ANALYS AV DATA.....	13
3.5 KÄLLKRITIK.....	14
4. EMPIRI	15
4.1 AB INDUSTRIVÄRDEN	15
4.1.1 Ägarstruktur.....	15
4.1.2 Ersättning till VD.....	16
4.1.3 Nyckeltal	17
4.2 INVESTOR AB	17
4.2.1 Ägarstruktur.....	17
4.2.2 Ersättning till VD.....	18
4.2.3 Nyckeltal	19
4.3 INVESTMENT AB KINNEVIK	20
4.3.1 Ägarstruktur.....	20
4.3.2 Ersättning till VD.....	21
4.3.3 Nyckeltal	22
4.4 MELKER SCHÖRLING AB.....	22
4.4.1 Ägarstruktur.....	22
4.4.2 Ersättning till VD.....	23
4.4.3 Nyckeltal	24
4.5 L E LUNDBERGFÖRETAGEN AB	24
4.5.1 Ägarstruktur.....	24
4.5.2. Ersättning till VD.....	25
4.5.3. Nyckeltal	26
5. ANALYS	27
5.1 ANALYS AV ÄGARSTRUKTURENS BETYDELSE FÖR ERSÄTTNING TILL VD	27
5.1.1 AB Industrivärden.....	27
5.1.2 Investor AB	28
5.1.3 Investment AB Kinnevik	29
5.1.4 Melker Schörling AB.....	30
5.1.5 L E Lundbergföretagen.....	31
5.2 ANALYS AV FÖRHÅLLET MELLAN ERSÄTTNING TILL VD OCH PRESTATION.....	32
5.3 SAMMANFATTANDE ANALYS	34
6. SLUTSATSER	37
6.1 SLUTSATSER AV STUDIEN.....	37

6.2 FÖRSLAG PÅ VIDARE STUDIER.....	38
7. REFERENSER	39
7.1 BÖCKER	39
7.2 ARTIKLAR.....	39
7.3 ÅRSREDOVISNINGAR	40
7.4 REGELVERK	40
7.5 AVHANDLINGAR	40
7.6 ÖVRIGT MATERIAL	40
APPENDIX	42

1. Inledning

I detta avsnitt presenteras bakgrunden till uppsatsen som belyser den problematik som uppsatsen syftar till att besvara. Vidare behandlas vilka avgränsningar som gjorts samt dispositionen av uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Det övergripande målet för ett företags verksamhet är att maximera vinst till aktieägarna om inte annat anges i bolagsordningen (Bergström & Samuelsson, 2012). Ett problem med denna ansats har beskrivits i principal-agent teorin av Jensen och Meckling (1976), problemet uppstår när ägande och drift är åtskilda vilket kan skapa intressekonflikter mellan agent och principal. Teorin grundar sig i antaganden om att människan är opportunistisk och vill maximera sin egennyttan samt att agent och principal har olika mål. I ett företag utgörs vanligtvis principal av ägare och agent av VD. Enligt teorin kan det således uppstå en intressekonflikt mellan ägare och VD i ett företag, där Vd:n kan vidta åtgärder som maximerar dennes egennyttan och inte ligger i ägarnas intresse.

För att lösa problematiken krävs att principalen övervakar agenten så att agenten främjar ett beteende som är i principalens intressen. Detta kräver att principalen utformar incitament som motiverar och belönar agenten så att dennes mål är att maximera ägarnas egennyttan. Detta syftar till att skapa mål som är gemensamma för VD och ägare. Incitament som har presenterats som lösning på intressekonflikten är prestationsbaserad ersättning till VD. Det har fått stort erkännande och tillämpas av många företag (Garen, 1994). Problem med prestationsbaserad ersättning är om denna utformas felaktigt och skapar andra beteenden som inte är önskvärda för ägarna. Annan kritik som lyfts fram är att kompensationen som betalas ut är för hög och har svaga samband med företagets prestation (Bång & Waldenström, 2009).

Jensen och Meckling (1976) visar i sin studie att ersättning till VD, ägarstruktur samt firmans natur, vad gäller kassaflöde, storlek och tillgångar är beroende av varandra. Detta medför att ägarstrukturen i företag får inverkan på utformningen av ersättning till VD. Söderström et al. (2003) identifierar två huvudtyper av ägande; kontrolläggande, där en fysisk eller juridisk person har stor makt och spritt ägande, där makten är utspridd på fler fysiska eller juridiska personer. Enligt teorin tenderar en kontrollägare att ha större makt gentemot VD vilket medför att det krävs mindre ersättning till VD för att uppnå önskat beteende då övervakningen är starkare. Vid ett spritt ägande har VD mer makt i förhållande till ägarna vilket ställer krav på högre ersättning (Tosi jr & Gomez-Mejia, 1989).

I Sverige utgör gruppen investmentbolag en bransch som historiskt förknippats med ett starkt kontrolläggande. Investmentbolagen uppkommer i Sverige under början av 1900-talet som en effekt av det förbud som ålades affärsbankerna under 1930-talet att äga aktier i andra bolag. Bankernas aktieinnehav skiftades då ut till aktieägarna i nybildade investmentbolag vars huvudsakliga uppgift var att förvalta värdepapper. Att investmentbolagen ägnar sig åt förvaltning av värdepapper gör att de fyller samma syfte som en fond. Genom att placera kapital i olika företag bildas en diversifierad portfölj som syftar till att minska risken för en

investerare som därmed blir indirekt ägare i portföljbolagen. Målet för ett investmentbolag är likt andra företag att skapa värde till sina ägare och detta gör dem genom att investera i företag där de kan påverka den långsiktiga strategin. Med ägandet av en betydande andel av rösterna ges möjlighet att påverka styrelsens utformning samt tillsättande av VD och på så vis skaffa sig inflytande. Detta medför också att ägarkontroll har haft en central roll för investmentbolagen i Sverige (Lindgren, 2013).

Då investmentbolagens uppgift är att förvalta värdepapper har detta medfört att branschen påverkats mycket av de oroligheter på de finansiella marknaderna som började med finanskrisen under hösten 2008 och som sedan förbyttes till en skuldkris i Europa under 2011. Denna period (2008-2011) har präglats av stor volatilitet på aktiemarknaderna världen över och därmed påverkat värdet på innehaven och resultaten i investmentbolagen. Ersättningen till VD har sedan krisen hösten 2008, varit mycket debatterad för att den är hög även vid dålig prestation (Huang, 2010).

1.2 Problemformulering

Att ägarkontroll varit ett dominerande inslag i investmentbolag medför att Vd:n kan ta hänsyn till andra faktorer än vinstmaximering när de ska skapa värde till ägarna, då vissa innehav kan ha känslomässig eller historisk betydelse. Detta väcker frågor om vilka prestationer investmentbolagen belönar sin VD för. Då kontrolläggande i investmentbolag historiskt varit den dominerande ägarstrukturen och syftet med investmentbolagets verksamhet är otydligt är det intressant att studera vilka konflikter som finns mellan agent och principal samt hur ersättning till VD används för att hantera eventuella konflikter. Om syftet är makt torde detta avspeglas i ägarstrukturens effekt på ersättningen. Är syftet istället vinstmaximering torde detta avspeglas i Vd:ns belöning för företagets finansiella prestation. Med bakgrund av detta är det intressant att under en period av ekonomisk osäkerhet studera hur Vd:ns belöningsmiljö sett ut.

Följande frågeställningar ämnar studien till att besvara för investmentbolag:

- Hur har ägarstrukturen med utgångspunkt i principal-agent teorin, påverkat utformningen och storleken av ersättning till VD?
- Finns det ett samband mellan ersättning till VD och företagets relativa prestation baserat på finansiella nyckeltal, specifika för investmentbolag?

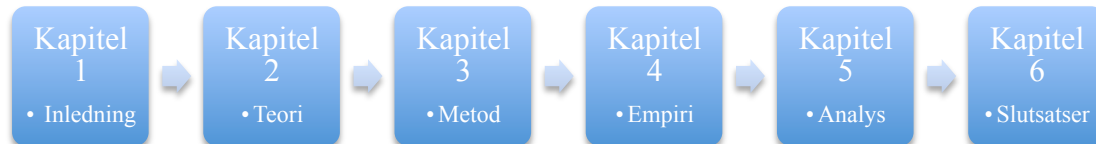
1.3 Syfte

Studien syftar till att belysa om det i ett urval av svenska investmentbolag finns någon koppling mellan ägarstruktur och ersättning till VD. Vidare ämnar studien att för samma urval belysa eventuella samband mellan ersättningen till VD och investmentbolagets relativa prestation.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsens kärna är att tillämpa principal-agent problematiken och hanteringen av denna problematik i investmentbolag i Sverige. Uppsatsen är avgränsad till att enbart innehålla svenska investmentbolag för att få en homogen grupp av företag med liknande verksamhet som möjliggör en jämförande analys. Principal-agent teorin aktualiseras genom att studera ersättning till VD utifrån olika ägarstrukturer. Ägarstrukturen har begränsats till att enbart omfatta ägarförhållanden baserat på andel av kapital och rösträtt för de fem största ägarna per respektive år. Det görs ingen undersökning på hur sammansättningen av styrelsen kan ha betydelse för eventuella konflikter och ersättning till VD. Ersättningen till VD har avgränsats till att enbart mätas med storlek och utformning baserat på dess övergripande beståndsdelar. Ersättning till VD har endast studerats då VD är i tjänst, eventuella avgångsvederlag har således inte behandlats. Rapporten omfattar inte ersättning till andra ledande befattningshavare eller styrelseledamöter. Den teoretiska referensramen har valts baserat på teorier som är relevanta för studiens syfte. Prestationen som VD utfört mäts med finansiella nyckeltal som kan tillämpas i en jämförande analys mellan investmentbolagen och som genomgående beskrivits som de väsentliga i bolagens årsredovisningar. Vidare har prestationen avgränsats till att utvärderas relativt de andra investmentbolagen i urvalet och inte för företagsspecifika mål.

1.5 Disposition



Figur 1. Beskriver dispositionen för uppsatsen.

- **Kapitel 1:** Beskriver bakgrunden till uppsatsen samt belyser den problematik som uppsatsen syftar till att besvara. Vidare behandlas vilka avgränsningar som gjorts samt dispositionen av uppsatsen.
- **Kapitel 2:** Beskriver den teoretiska referensramen som syftar till att förklara principal-agent konflikten och ägarstrukturens betydelse för utformningen av ersättning till VD samt kritik mot ersättning till VD och incitamentssystem.
- **Kapitel 3:** Beskriver tillvägagångssättet för forskningsprocessen. I avsnittet behandlas; angrepp av forskningsfrågan, urvalet, datainsamling, analys av data och slutligen källkritik.
- **Kapitel 4:** Beskriver det empiriska materialet gällande ägarstruktur, ersättning till VD samt finansiella nyckeltal för de fem investmentbolagen för verksamhetsåren 2008 till 2011. Data är hämtat och sammanställt utifrån företagens årsredovisningar.

- **Kapitel 5:** Beskriver analysen av ägarstruktur, ersättning till VD samt finansiella nyckeltal för de fem investmentbolagen för verksamhetsåren 2008 till 2011. Analysen är uppdelad i tre delar; ägarstrukturens betydelse för ersättning till VD, samband mellan ersättning till VD och relativ prestation samt slutligen en sammanfattande analys.
- **Kapitel 6:** Presenterar slutsatserna av studien som ämnar besvara studiens syfte baserat på frågeställningarna i problemformuleringen som analyserats i analysen. Avslutningsvis presenteras förslag på vidare studier.

2. Teori

I detta avsnitt presenteras den teoretiska referensramen som syftar till att beskriva principal-agent konflikten och ägarstrukturens betydelse för utformningen av ersättning till VD samt kritik mot incitamentssystem.

2.1 Principal-agent teorin

Ifall ägare och VD är samma person bär denne ansvar för samtliga risker bolaget kan utsättas för samtidigt som personen kan kontrollera ersättningen (Tosi jr & Gomez-Mejia, 1989). När ägare och VD är samma person uppstår ingen konflikt mellan ägare och VD. I majoriteten av publika aktiebolag är dock ägare och VD åtskilda. Ägaren anlitar en styrelse som skall övervaka verksamheten och tillgodose aktieägarnas intressen, styrelsen anlitar i sin tur en VD för den löpande förvaltningen av bolaget.

Separationen mellan ägande och drift skapar en situation där principalen (ägaren) och agenten (Vd:n), vill maximera varsin egen nytta. Konflikten som uppstår mellan parterna benämns principal-agent konflikten. Teorin bygger på antaganden om att agenten är rationell och agerar efter vad som är bäst ur dennes perspektiv, att agenten är riskavers samt att agenten och principalen inte har samma intressen. Det är ägaren som har investerat kapital i företaget som Vd:n tillsatts för att förvalta, vilket innebär att agenten har kontroll över principalens pengar. Ägaren tar därmed en risk och vill därför säkerställa att Vd:n agerar i dennes intresse (Jensen & Meckling, 1976; Garen, 1994).

Eftersom agenten är verksam i den dagliga verksamheten har denne vanligtvis tillgång till mer underlag för beslutsfattande än principalen. Enligt Bergström och Samuelsson (2012) privatiserar ofta Vd:ar en viss del av informationen denne har tillgång till. Enligt Mehran (1995) kan syftet vara att Vd:n vill minska ägarens vilja att ta risker. Detta ger upphov till en informationsasymmetri mellan ägare och VD. Svårigheten för ägarna ligger i att övervaka prestationen som Vd:n utfört. Problemet beskrivs även av Merchant och Van der Stede (2012) som benämner det ”adverse selection”. Uttrycket har sitt ursprung i försäkringsbranschen. En försäkringstagare har tillgång till information om ett kontrakt som en försäkringsgivare inte har. Försäkringsgivaren vet därför inte om försäkringstagaren är ärlig vilket gör att övervakning krävs som givetvis leder till extra kostnader. Uttrycket kan tillämpas på ett principal-agent förhållande där försäkringstagaren är Vd:n och försäkringsgivaren är ägaren.

Bergström (2012) nämner fyra typer av potentiella intressekonflikter som kan uppstå mellan agent och principal. Den första konflikten handlar om att företagsledningen vidtar dåliga investeringsbeslut. De kan exempelvis ägna sig åt tillväxtmaximering istället för värdemaximering eftersom Vd:n erhåller status genom att driva ett stort företag. Vd:ns fokus på storlek tenderar att drabba aktieägare i form av att vinster används till förvärv istället för att delas ut. Tosi jr och Gomez-Mejia (1989) uppmärksammade samma konflikt där de identifierade att chefer drivs av storleksmaximering medan maximerande av aktieägarvärde är det som driver ägare. Den andra konflikten handlar om att Vd:n och ägaren kan ha olika syn på kostnader. Vd:n tenderar att vara mer aktsam om kostnader desto mer aktier denne äger i företaget. Den tredje konflikten handlar om att Vd:n är riskavers medan ägaren är riskneutral.

Detta eftersom Vd:n inte kan diversifiera bort den företagsspecifika risken då denne har investerat humankapital i företaget. Dessutom tenderar majoriteten av Vd:ns aktieinnehav utgöras av aktier i företaget vilket denne är VD i. Följden av detta är att Vd:n kan besluta att inte genomföra ett lönsamt men riskfyllt projekt även om det skulle fått stöd från övriga aktieägare (Huang, 2010). Den fjärde konflikten som Bergström (2012) nämner avser att planeringshorisonten kan skilja sig mellan VD och ägare. Vd:n kan exempelvis planera att snart lämna företaget och därför ha en kortare tidsplan medan ägarna kan se företaget som en livslång investering. Det kan få till följd att Vd:n försöker maximera kortsiktiga vinster på bekostnad av långsiktig vinst.

2.2 Ersättning till VD

När principalen vill få agenten att uppfylla principalens mål krävs någon typ av övervakning. De utgifter som uppkommer vid övervakning benämns agentkostnader. Storleken är beroende av risken som ägaren utsätts för. Agentkostnaderna utgör summan av agentens ersättning, kostnader relaterade till principalens övervakning av agenten samt den uteblivna intäkten som ägaren kunde tillgodoräknat sig ifall övervakning inte krävdes (Jensen & Meckling, 1976). Den vanligaste lösningen på principal-agent problemet är olika typer av prestationsbaserad ersättning som gör att agenten tjänar på att följa principalens nytto-maximerande istället för sitt eget (Garen, 1994). Ersättning till VD ska för att vara effektiv bestå av flera sammansatta komponenter, med olika tidshorisonter (Huang, 2010; Jensen & Meckling, 1976). Eftersom principalens mål antagits vara att maximera aktieägarvärdet så skall ersättningen till agenten utformas så att agentens nytto-maximerande sammanfaller med principalens.

Grundkomponenten i Vd:ns lön är den fasta lönen. Den brukar ökas årligen och storleken på ökningen kan vara en följd av önskvärd prestation (Merchant & Van der Stede, 2012). Litteratur visar att fast lön är den billigaste formen av lön med motivering att icke fast lön kräver en riskpremie (Bång & Waldenström, 2009). Enligt Bergström (2012) hjälper dock inte enbart fast lön en företagsledare att ta bra beslut utifrån ägarnas perspektiv. Det leder till att VD dessutom har en rörlig lön som oftast är kortsiktig och baserad på den årliga prestationen (Merchant & Van der Stede, 2012). Bång och Waldenström (2009) menar att det viktigaste argumentet för att knyta ersättning till prestation är ansträngning. Den fasta lönen är Vd:n garanterad om denne kan anstränga sig tillräckligt för att behålla jobbet. Den rörliga lönen är dock tänkt att fungera som en motivationsfaktor som knyter övrig ersättning till Vd:ns prestation i syfte att motivera Vd:n att överträffa förväntningar. En vanlig form av rörlig lön är bonus. Den består av en fast summa som vanligtvis betalas ut i slutet av året. En bonus kan vara beräknad på en andel av vinsten eller förändring i börskurs. Bonusen brukar oftast vara begränsad till en viss andel av den fasta lönen (Bång & Waldenström, 2009).

Förutom den fasta och den rörliga lönen innehåller vanligtvis även ersättningen till Vd:n någon form av långsiktig komponent, oftast aktierelaterad ersättning. Den aktierelaterade ersättningen är ofta tätt kopplad till förändring i företagets börskurs (Huang, 2010). Syftet med den aktierelaterade ersättningen är att knyta Vd:ns prestation till företagets långsiktiga framgång och därmed motivera personen att vidta åtgärder som skapar långsiktigt värde (Merchant & Van der Stede, 2012). Vanliga former av aktierelaterad ersättning är köpoptioner, subventioner av aktieköp samt prestationsbaserade aktier.

Vidare utgörs en stor del av ersättningen till VD av pension. Dessa pengar betalas in under tiden Vd:n är aktiv i bolaget och skall komma denne tillhanda efter avslutat arbete och varar vanligen livet ut. Detta medför att ersättning via pensioner kan vara ett sätt att dölja en stor ersättning eftersom pensionen erhålls då Vd:n slutat i företaget och därmed är borta från den mediala uppmärksamheten (Huang, 2010).

Ett antal faktorer som avgör om belöningsystemen är effektiva presenteras av Merchant och Van der Stede (2012). Belöningsystemen ska vara informativa och göra berörda parter medvetna om mål och strategier i de för företaget specifika resultatområdena. De skall dessutom vara transparenta, information får således inte hållas hemlig gentemot intressenter och aktieägare (Bergström, 2012). Belöningsystemen ska även fungera som en motivationsfaktor som motiverar agenten att agera i principalens intresse. Dessutom kan ett bra belöningsystem göra ett företag attraktivt vilket leder till att nyckelpersoner knyts till, och blir långsiktigt aktiva i företaget. Slutligen är syftet även att ersättningar skall variera mer med företagets prestation (Merchant & Van der Stede, 2012).

2.3 Ägarstruktur, bolagsstyrning och effekter på ersättning till VD

Söderström et al. (2003) identifierar två olika grundsystem gällande ägarstruktur. Det ena är kontrolläggande och det andra är spritt äggande.

2.3.1 Kontrolläggande

Kriteriet som nämnts för att bli klassificerat som ett kontrolläggat bolag är att en ensam aktieäggare ska kontrollera minst 25 procent av rösterna (Bergström & Samuelsson, 2012). Fördelarna med att ha en ensam äggare är att övervakningen av Vd:n blir enklare vilket gynnar samtliga aktieäggare och missgynnar Vd:n. Med en kontrolläggare bär Vd:n mer risk relaterat till ersättningen (Tosi jr & Gomez-Mejia, 1989). Core et al. (1999) diskuterar vidare om att risken att Vd:n främjar privata intressen är låg i kontrolläggda bolag. Nackdelarna med kontrolläggande har dock lyfts fram av Söderström et al. (2003). En nackdel är att äggaren kan sätta sitt eget nyttomaximerande i första hand och på så vis styra uppgifter som Vd:n skulle kunnat göra mer fördelaktigt och som dessutom inte är i linje med övriga aktieäggares mål. Stora aktieäggares privatvärden av kontroll, alltså makten som äggaren tenderar att vara intresserad av vid sidan av vinstmaximering kan ta sig i uttryck på olika sätt, exempelvis genom att föra ett familjeföretag vidare eller att uppnå en social status. Ytterligare en nackdel med en kontrolläggare är att handlingsfriheten för företagsledningen blir betydligt mindre på grund av att kapitalet är centrerat till en äggare eller äggarfamilj som med enkelhet kan uppnå majoritet.

Angående storleken på ersättning till VD visar resultatet av en studie på amerikanska företag av Bertrand och Mullainathan (2001) att Vd:n tenderar att få lägre ersättning i företag med en centrerad äggare. Mehran (1995) identifierar att en övervakande kontrolläggare fungerar som ett substitut mot viss ersättning.

Kontrolläggande kan ofta vara knutet till en äggarfamilj. Forskning på företag som grundats och äggs av familjer i USA har bedrivits av McConaughy (2000) som påvisar att en VD med ett nära samband till familjen (intern VD) har en annan belöningsmiljö än en icke

familjerelaterad VD (extern VD). En intern VD äger 17 gånger fler aktier i bolaget och sitter mer än dubbelt så länge på positionen jämfört med en extern VD. I undersökningen framgår också att storleken på företaget har störst positivt samband med ersättningsstorleken till VD, alltså leder ett större företag till en högre ersättning. Minst positivt samband med ersättningen till VD har antalet aktier Vd:n äger i företaget, desto fler aktier Vd:n äger i företaget desto mindre ersättning (Core et al., 1999). McConaughy (2000) beskriver vidare att den interna Vd:n har intressen som överensstämmer med ägarnas som effekt av att denne ofta har ett stort aktieinnehav i företaget. Behovet av kontroll är således inte lika stort och därför har familjeföretagen i USA med en intern VD lägre ersättning som relateras mindre till prestation än de med en extern VD. En extern VD löper större risk att förlora jobbet och hans lön varierar mer efter prestation vilket leder till att lönen ses som en premie för att kompensera för den ökande risken denne utsätts för. Vidare har Sapp (2008) i sin studie på kanadensiska företag identifierat att familjeägda företag eller företag med en centrerad ägare betalar lägre lön till VD. Detta kan förklaras med att Vd:n är svag och har begränsad handlingsfrihet. Dessutom påvisas det att Vd:n ofta har ett aktieinnehav i företaget som sammanlänkar intressena med ägarna.

Ett vanligt sätt att bevara kontrolläggande vid ökat inflöde av kapital har i Sverige varit användandet av olika aktiestammar som skiljer sig åt gällande rösträtt (Söderström et al., 2003). Detta benämns rösträttsdifferentiering. Vanligtvis utgörs aktiestammarna av en A- och B-stam där en A-aktie berättigar en röst medan en B-aktie berättigar 1/10 röst. Vidare kan ägarna ha valt att begränsa A-aktierna till ett visst antal personer. Detta möjliggör för en ägare att ha en större rösträttsandel än kapitalandel (La Porta et al., 1999). Det medför att två personer med ett lika stort aktieinnehav kan ha samma rätt till utdelning men skilja sig åt gällande bestämmanderätt. Rösträttsdifferentiering tillämpas vanligtvis i företag med starka ägare, exempelvis familjeföretag. Detta är ett sätt att separera ägande och kontroll bland aktieägarna (Bebchuk et al., 2000; La Porta et al., 1999). Det starka kontrollägandet kan leda till att det uppstår en konflikt mellan majoritets- och minoritetsägarna (Bergström & Samuelsson, 2012). Således förskjuts konflikten mellan agent och principal till en konflikt mellan principalerna (Ali et al., 2007). Som effekt av tillämpandet av rösträttsdifferentiering kan således kontrollägaren vara inblandad i både en konflikt med agenten samt en konflikt med övriga principaler (Gama & Galvão, 2012). Effekterna av användandet av rösträttsdifferentiering och hur det påverkat tillämpning av den aktierelaterade ersättningen i Sverige har studerats av Samani (2008). Hon kommer fram till att kontant-ersättning till Vd:n ökar när det finns en konflikt mellan stora och små aktieägare på grund av skillnader i röst- och kassaflödesrättigheter som följd av användandet av olika aktiestammar.

2.3.2 Spritt ägande

I företag med diversifierat aktieäggande och mindre andel ägarkontroll har Vd:n större handlingsfrihet att styra bolaget. Det spridda ägandet medför således möjligheter för Vd:n att erhålla en ersättning som är högre jämfört med vad som kunnat erhållas vid kontrolläggande. Detta beror på att övervakningen av Vd:n sker mindre effektivt och att Vd:n därmed får ett ökat inflytande över sin ersättning (Tosi jr & Gomez-Mejia, 1989). En svagare bolagsstyrning gör att principal-agent konflikten blir större och med större principal-agent konflikt blir också ersättningen till VD större (Core et al., 1999). En fördel som dock har lyfts fram med det spridda ägandet är att Vd:ns handlingsfrihet kan vara fördelaktig i tider av ekonomisk osäkerhet (Söderström et al., 2003). I en utsatt ekonomisk situation kan ett företag dra nytta

av att Vd:n har större makt eftersom denne i många fall har tillgång till mer information för beslutsfattande. Vd:n blir inte begränsad vilket leder till att denne kan ta en högre risk och bli belönad med en högre ersättning.

2.3.1 Svensk kod för bolagsstyrning

Svenska företag, noterade på någon aktiebörs, skall tillämpa normen ”svensk kod för bolagsstyrning”. Den senaste versionen av svensk kod för bolagsstyrning trädde i kraft den 1 februari år 2010. Syftet med normen är att skapa ett förtroende för de noterade bolagen samt att utgöra ett alternativ till lagstiftningen. Normen är inte tvingande men när avsteg görs måste särskilda upplysningar lämnas.

Den svenska ägarrollen skiljer sig från den brittiska och den amerikanska, främst genom att den karaktäriseras av ett fåtal stora ägare som ofta är aktiva i styrelsen. VD och styrelseordförande får inte vara samma person. I allmänhet är synen på stora och ansvarsfulla ägare positiv i Sverige. Gällande ersättning till ledande befattningshavare skall styrelsen upprätta ett särskilt utskott som; ser över ersättningsprinciper, ersättningsnivåer och ersättningsstrukturer samt följer och utvärderar rörliga ersättningar som utgår under året. Regler för ersättning som måste följas är att den rörliga lönen måste vara sammankopplad till mätbara kriterier samt begränsas till storlek. Den aktierelaterade ersättningen skall främja ett enande av gemensam nyttomaximering mellan Vd:n och aktieägare.

(Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2010)

2.4 Kritik mot ersättning till VD och incitamentssystem

En VD fokuserar oftast på att uppfylla det mål som genererar störst bonus till honom i förhållande till arbetsinsatsen. Därför är det av väsentlig vikt att Vd:ns ersättning är utformad på ett sätt som leder till att uppfyllda mål, vilka leder till belöning, är förenade med ägarnas mål (Crystal & Hurwich, 1986). Kritik mot incitamentsprogrammen har riktats mot att de leder till kortsiktighet som gjort att Vd:ar maximerar nuvarande vinster istället för att se vad som långsiktigt är bäst för företaget. Exempelvis kan tillfälliga kostnader skjutas upp för att öka periodens resultat eller investeringar vidtas för att öka företagets storlek. Konsekvenserna på lång sikt kan dock vara negativa för företagets fortlöpande.

Enligt Bergström (2012) har kritik också riktats mot att compensationen som betalas ut är för hög. Det är dyrare att betala ut rörlig lön än fast lön på grund av de agentkostnader som uppstår när ersättning sätts i förhållande till prestation. På grund av bristande transparens, eller bristande kunskap hos aktieägare, så kan de verkliga kostnaderna med incitamentsprogrammet döljas. En studie i USA visade att den kraftigt ökande VD ersättningen var en viktig faktor bakom den senaste ekonomiska krisen som ledde fram till en lag i USA där aktieägare har rätt att rösta om ersättning till VD (Huang, 2010). Vanligt är också att företagsförvärv ses som en framgångsfaktor oavsett påverkan på aktieägarvärdet. Detta följs ofta av höga bonusar vilket ytterligare stärker bilden av att en VD drivs av storlek och att storleken på företaget i sin tur är den viktigaste variabeln bakom storleken på ersättningen (McConaughy, 2000; Huang, 2010).

Kritik riktats också mot att korrelationen mellan prestation och ersättning är svag. I en artikel av Bertrand och Mullainathan (2001) undersöker de en VDs benägenhet att få belöning för faktorer denne inte kan kontrollera, som exempelvis högkonjunktur och växelkursförändringar. Detta leder till högre agentkostnader än nödvändigt på grund av att agenten endast motiveras av faktorer denne kan kontrollera (Merchant & Van der Stede, 2012). För att minska agentkostnaderna måste principalen reducera risken att tur belönas. Bång och Waldenström (2009) har framkommit med förslag om att göra relativa utvärderingar av Vd:ns prestation gentemot Vd:ar från andra bolag inom samma bransch. En relativ jämförelse ämnar till att utvärdera vilken VD som presterat bäst i de rådande omständigheterna. Vidare påvisas det att företag med bra bolagsstyrning har mindre benägenhet att belöna sin VD för icke-kontrollerbara faktorer än företag med dålig bolagsstyrning. Med bra bolagsstyrning menas det att styrelsen representerar aktieägarnas intressen på ett bra sätt. Incitamentssystemen tenderar också att vara påkostade vilket har fått kritiker att mena att samma motivation hade kunnat uppnås till betydligt lägre kostnad och till och med utan prestationsbaserad ersättning (Bergström, 2012).

3. Metod

I detta avsnitt presenteras tillvägagångssättet för forskningsprocessen. Avsnittet behandlar angrepp av forskningsfrågan, urvalet, datainsamling, analys av data och slutligen källkritik.

3.1 Vetenskaplig ansats

Det finns tre vanliga metoder att angripa ett forskningsområde, explorativ-, deskriptiv- och hypotesprövande metod. I den här uppsatsen används en deskriptiv metod som är en förklarande undersökning av ett smalt forskningsområde det redan finns information om (Patel & Davidson, 2011). Uppsatsen ämnar sig till att belysa ett möjligt samband mellan tre olika områden: ägarstruktur, ersättning till VD och utvärdering av relativ prestation baserat på finansiella nyckeltal.

Uppsatsen är mer av den kvalitativa karaktären av forskning. Detta därför att den utgör en tolkande analys av statistiskt material som är hämtat ur redan befintliga källor (Patel & Davidson, 2011). Då forskningsfrågan i uppsatsen svarar på frågorna ”hur” och ”vilket samband” är statistisk data lämpligast att använda enligt Patel och Davidson (2011). Eftersom statistisk data delvis används i den här uppsatsen finns inslag av kvantitativ studie, men urvalet om fem stycken företag i en sektor är för litet för att studien ska kunna anses vara av kvantitativ karaktär. Uppsatsen ämnar sig inte till att besvara samband mellan ägarstruktur, incitamentssystem och relativ prestation för alla företag utan forskningsbidraget kommer vara centrerat kring investmentbolagen i urvalet.

Angrepp av den vetenskapliga metoden kan ske med tre olika förhållningssätt mellan teori och empiri; deduktion, induktion och abduktion. En forskare arbetar deduktivt när denne vill bevisa om något stämmer. Forskaren har då någon typ av teori som denne använder som en grund för empirin. Att arbeta induktivt innebär att forskaren testar sig fram empiriskt utan att på förväg ha någon förankring i teorin. Utefter den empiriska undersökningen formulerar forskaren en teori. Ett abduktivt angreppssätt av vetenskaplig forskning innebär en kombination av deduktion och induktion (Patel & Davidson, 2011). Uppsatsen har en väl utarbetad teori som ligger till grund för datainsamlingen inom ägarstruktur och ersättning till VD samtidigt som datainsamlingen gällande prestationen har styrt vilken teori som valts vilket gör att ett abduktivt arbetssätt stämmer bäst in på denna studie.

Det finns två olika typer av data, primär- och sekundärdata. Primärdata är information som kommer direkt från källan och rapporteras för första gången som t.ex. intervjuer och enkätundersökningar. Sekundärdata utgör övrig data och kan exempelvis bestå av data i form av artiklar, böcker och årsredovisningar (Patel & Davidson, 2011). Den här studien kommer uteslutande i både teori och empiri att använda sig utav sekundärdata. I teorin utav böcker och artiklar och i empirin främst i form av årsredovisningar som hämtats från företagets hemsidor. Årsredovisningar är bra informationskällor därför att de innehåller redovisningens kvalitativa egenskaper; jämförbarhet, tillförlitlighet och relevans (Smith, 2006). Informationen som tillhandahålls i årsredovisningar regleras dessutom i lagar, regler och normer vilket bör anses stärka objektivitet och jämförbarhet.

3.2 Urval

Utgångspunkten för de företag som inkluderats i studien är att dessa skall utgöra en homogen grupp av investmentbolag med liknande verksamhet, för att stärka möjligheten till att genomföra en jämförande analys. Urvalskriterierna som definierats i urvalsprocessen är att investmentbolagen skall vara noterade på Stockholmsbörsens Large Cap lista samt att deras innehav huvudsakligen skall utgöras av noterade bolag. Detta medför att studien får ett urval om fem, av totalt åtta investmentbolag på Large Cap listan. Urvalet utgörs av: Industrivärden, Investor, Kinnevik, L E Lundbergföretagen och Melker Schörling AB. Hakon Invest, Latour och Ratos har exkluderats från studien. Hakon Invest och Ratos har uteslutits då huvuddelen av innehaven i dessa investmentbolag inte är noterade. Dessutom är Ratos ett private equity bolag som bygger på en affärsidé om att portföljbolag förvärvas och förädlas för att sedan avyttras inom en tidsperiod av vanligtvis fyra till sju år. Vidare har Latour uteslutits från studien med motiveringen att företaget har två verksamhetsgrenar, en helägd industrirörelse och en börsportfölj. Efter att ha uteslutit dessa företag klargörs att de fem företagen i urvalet är de som bäst uppfyller urvalskriterierna.

Vidare har verksamhetsåren 2008-2011 valts som period för studien av de fem investmentbolagen. Detta därför att studien skall innehålla så aktuell data som möjligt. Valet att utgå från år 2008 gjordes med utgångspunkt i att det är då den finansiella krisen inleds med kraftiga börsfall världen över. År 2012 tas inte med då årsredovisningarna för 2012 inte fanns tillgängliga vid uppsatsens början. Anledningen till valet av period är för att undersöka hur investmentbolagens prestation och ersättning till VD varierat under en period som präglats av stor volatilitet på världens aktiemarknader. Perioden blir således intressant då investmentbolagens uppgift är att förvalta värdepapper men att syftet med förvaltningen kan vara både makt och eller vinstmaximering. Därmed är det intressant att analysera eventuella avvikelser mellan företagen i en period av ekonomisk osäkerhet.

3.3 Årsredovisningar

Den huvudsakliga datakällan för den empiriska studien utgörs av årsredovisningar för tidsperioden mellan 2008-2011. Årsredovisningarna har hämtats från investmentbolagen i urvalets respektive hemsidor. I årsredovisningar har fokusering riktats mot data rörande: ägarstruktur, ersättning till VD samt finansiella nyckeltal.

Studien fokuserar på de fem största ägarna för respektive bolag och år. Anledningen till att de fem största ägarna har valts är att studien ämnar belysa hur stor andel av rösterna som ägs och kontrolleras inom denna grupp. Detta ger signaler på om den övergripande beslutsrätten är kopplat till en liten grupp eller om ägandet är mer fragmenterat med flera små ägare. Vidare undersöks också vilka typer av ägare som finns, om det huvudsakligen är institutionella ägare och stiftelser eller om det är privatpersoner som direkt eller via bolag kontrollerar rösterna. Det insamlade empiriska materialet från denna del syftar till att besvara frågorna rörande hur ägarstrukturen ser ut samt vilka ägarna är.

Företagen i urvalet för studien utgörs av publika bolag handlade på Stockholmsbörsen och skall därför enligt ÅRL 5:20 lämna tilläggsupplysningar om ersättningar till styrelse och ledningsgrupp i not. Information från detta avsnitt syftar till att besvara frågorna rörande

”utformningen” men också om ”omfattningen” av ersättningen till VD i företagen. Information rörande antal aktier och värdet på Vd:ns aktieinnehav i företag har också inhämtats.

Slutligen inhämtas data angående hur de finansiella nyckeltalen har utvecklats under mätperioden. I årsredovisningarna är det vanligt att dessa specificeras under rubrikerna nyckeltal eller aktierelaterad information. De nyckeltalen som identifierats som väsentliga i investmentbolag och som återkommande ligger till grund för målformuleringen i investmentbolag är; substansvärde (Mkr), substansrabatt (%), totalavkastning (%) samt förvaltningskostnad (%). För att kunna mäta substansvärdets utveckling relativt de andra investmentbolagen har ett substansvärdesindex med bas 1/1 år 2008 utvecklats för respektive bolag. Nyckeltalen sammanställas och analyseras för att utvärdera den relativa prestationen företagen emellan under perioden. För definitioner avseende nyckeltalen hänvisas till uppsatsens appendix.

3.4 Analys av data

I empirin presenteras ägarstruktur, ersättning till VD och prestation baserat på finansiella nyckeltal enskilt för respektive bolag. I den teoretiska referensramen finns stöd från artiklar och litteratur för det undersökta området. I analysen kopplas teori och empiri samman för att analysera ägarstruktur, ersättning till VD och den relativa prestationen.

Vi har utvecklat en egen modell som ligger till grund för analysen av frågeställningarna i problemformuleringen. Den är baserad på en studie av Jensen och Meckling (1976) som belyser att ersättning till VD, ägarstruktur samt firmans natur, vad gäller kassaflöde, storlek och tillgångar är beroende av varandra.



Figur 2 – Analysmodell. Beskriver sambanden mellan ägarstruktur, ersättning till VD och prestation.

Ägarstrukturens koppling till ersättning har analyserats bolag för bolag utifrån den teoretiska referensramen och tabellerna som presenterats i empirin för respektive bolag. Därefter analyseras sambandet mellan ersättning till VD och företagets relativa prestation sinsemellan baserat på de för investmentbolagen väsentliga finansiella nyckeltalen som presenterats i empirin. Analysen bygger på ett poängsystem där investmentbolagen tilldelats poäng utefter hur bra de presterat i respektive nyckeltalskategori. Bolagen får poäng mellan 1-5 inom varje nyckeltalskategori; substansrabatt, totalavkastning, substansvärdesindex samt förvaltningskostnad. 1 poäng till det bolag som presterar det minst önskvärda resultatet och 5 poäng till det bolag som presterar det mest önskvärda resultatet. I diagram 1 presenteras summan av poängen investmentbolagen tilldelats för hela perioden under respektive nyckeltalskategori. För specifikation av poängen hänvisas till appendix.

Avslutningsvis sammanfattas analysen av en jämförelse mellan bolagen där den relativa prestationen utvärderas tillsammans med ersättningen till VD i diagram 2. Den relativa

prestationen bygger på samma poängsystem som för diagram 1, med skillnaden att poängen summeras för varje år för samtliga nyckeltal. I diagram 2 presenteras prestationen längs y-axeln och ersättningen till VD längs x-axeln. Målet för företagen är att erhålla en så hög y-koordinat som möjligt eftersom alla bolagen antagits vilja maximera prestationen. Positionen på x-axeln är tänkt att aktualisera principal-agent konflikten som förtydligas baserat på skillnader i ägarstruktur. Detta med bakgrund i teori om ägarstrukturens påverkan på storleken av ersättningen till VD för att uppnå önskvärd prestation.

3.5 Källkritik

Tillförlitligheten i studien kan värderas genom att uppskatta studiens reliabilitet och validitet (Patel & Davidson, 2011). Reliabilitet anger hur väl det uppmätta värdet stämmer överens med det ”sanna värdet”. Validitet är ett centralt begrepp i en kvalitativ studie som omfattar hela forskningsprocessen och anger att rätt saker mäts (Patel & Davidson, 2011). Validitet i vår studie kan ifrågasättas eftersom varje forskningsprocess är unik och tidigare studier inte har identifierats inom det valda forskningsområdet. Utmaningen vad gäller reliabiliteten förekommer främst i analysen och slutsatsen där det teoretiska och empiriska materialet är avgörande för vilka slutsatser som kan dras av studien. Analysmodellen är egenutvecklad och syftar till att beskriva hur analysen genomförts. Då analysen är kvalitativ och bygger på tolkningar kan kritik framhåvas mot tolkningar och antaganden som gjorts av författarna för att komma fram till resultat. Hänsyn måste också tas till att poängsystemet som tagits fram för analysen bygger på en ranking av nyckeltal som kan ha blivit oproportionerliga vilket lett till att de vinklat studiens resultat.

Vid framtagandet av det teoretiska materialet har källorna valts ut efter relevans för studien. Granskning av innehåll i artiklar och böcker har gjorts på grunder av författarnas erkännande samt popularitet baserat på att fler forskare tidigare refererat till källan. Vidare är tolkningen av det teoretiska materialet även det kritiskt, på grund av att källorna inte är tillräckligt kritiskt granskade eller att uppfattningar av modeller redovisats på fel sätt. Några av källorna som tagits med i studien är baserade på studier av amerikanska företag. Detta medför att den teoretiska ansatsen i dessa källor inte i samma utsträckning bör anses vara tillämpbar i Sverige på grund av kulturella och traditionella skillnader mellan Sverige och USA. Studiens empiri är huvudsakligen baserad på årsredovisningar, en källa som kommer direkt från företaget. Tolkningen av årsredovisningen är en kritisk ståndpunkt i studien, värdena må vara riktiga men reservering måste göras för att de kan ha uppfattats på fel sätt.

4. Empiri

I detta avsnitt redovisas det empiriska materialet gällande ägarstruktur, ersättning till VD samt finansiella nyckeltal för de fem investmentbolagen under verksamhetsåren 2008-2011. Data är hämtat och sammanställt utifrån företagens årsredovisningar.

4.1 AB Industrivärden

AB Industrivärden (Industrivärden) bildades år 1944 och börsnoterades år 1945. Bolaget har sedan bildandet ingått i sfären kring Handelsbanken. Bakgrunden till bildandet av Industrivärden var ett förbud som ålades de svenska affärsbankerna under 1930-talet att äga aktier. Handelsbanken hade vid tidpunkten betydande innehav i svenska industriföretag till följd av den industrikras som drabbat landet under 1920-talet och Kreugerkraschen under 1930-talet (Lindgren & Körberg, 2013).

4.1.1 Ägarstruktur

Bland Industrivärdens fem storägare under perioden 2008-2011 återfinns pensionsstiftelser med koppling till bolag inom Handelsbankssfären, Handelsbanken och SCA. Vidare påträffas stiftelsen för de tidigare Handelsbankdirektörerna Jan Wallander och Tom Hedelius i ägarförteckningen. Enskilt störste ägare under perioden var investmentbolaget L E Lundbergföretagen som kontrolleras av finansmannen Fredrik Lundberg.

Industrivärden									
Ägare	31/12 2008		31/12 2009		31/12 2010		31/12 2011		
	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	
L E Lundbergföretagen	15,0	10,9	15,5	11,2	16,7	12,1	17,8	12,9	
Handelsbankens Pensionsstiftelse	9,9	7,2	9,9	7,2	10,6	7,7	10,6	7,7	
Handelsbankens Pensionskassa	9,8	7,1	9,8	7,1	10,5	7,6	10,5	7,6	
Jan Wallanders & Tom Hedelius Stiftelse	8,5	6,2	8,5	6,2	9,2	6,7	9,2	6,7	
SCA Pensionsstiftelse	6,1	4,4	6,1	4,4	6,7	4,9	6,7	4,9	
Summa:	49,3	35,8	49,8	36,1	53,7	39,0	54,8	39,8	

Tabell 1. Beskriver ägarförhållandena i Industrivärden för verksamhetsåren 2008-2011. Ägarna är sorterade efter röstandel per den 31/12 2011.

Den procentuella andelen av röster och kapital har varit relativt oförändrad för de fem största ägarna under perioden. Tillsammans har denna grupp kontrollerat mellan 49-55 procent av rösterna och mellan 35-40 procent av kapitalet. Skillnaden i röstandel och kapitalandel möjliggörs av att Industrivärden har två olika aktiestammar. A-aktier berättigar ägaren till en röst medan en C-aktie berättigar ägaren till 1/10 röst.

4.1.2 Ersättning till VD

VD i Industrivärden under perioden var Anders Nyrén, född år 1954.

Ersättning till VD (Mkr)	2008	2009	2010	2011	Totalt
Fast lön	6,1	6,1	7,2	9,2	28,6
Rörlig lön	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Pensionskostnader	5,5	6,2	12,4	12,8	36,9
Subvention av optionsköp	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9
Övriga förmåner	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5
	11,7	12,4	19,7	23,1	66,9

Tabell 2. Beskriver ersättningen till VD för Industrivärden under verksamhetsåren 2008-2011, ersättningen är uppdelad på samtliga av dess ingående komponenter.

Aktieinnehav VD	31/12 2008	31/12 2009	31/12 2010	31/12 2011
Antal Aktier	61 550	61 550	61 550	61 550
Värde på aktier (Mkr)	3,1	5,1	7,3	5,1

Tabell 3. Beskriver Vd:ns aktieinnehav i Industrivärden samt värdet på innehavet per den 31/12 för respektive år.

Ersättning och incitamentsprogram till VD föreslås av ett ersättningsutskott, bestående av styrelseordförande och en styrelseledamot. Industrivärdens mål är att ersättningen till VD skall vara marknadsmässig, konkurrenskraftig och stå i relation till ansvar och befogenheter. Ersättningen utgörs av fast lön, rörlig lön, övriga förmåner samt pension. Den rörliga delen skall utgöras av en kortsiktig och en långsiktig del. Den kortsiktiga rörliga lönen beräknas årligen utifrån uppfyllelse av uppställda mål och individuella prestationer. Den långsiktiga rörliga lönen baseras på utvecklingen av bolagets aktiekurs. Den rörliga lönen får inte överstiga den fasta lönen och skall inte vara pensionsgrundande. Pensionsförmånerna är antingen förmåns- eller avgiftsbestämda eller en kombination. VD har rätt att erhålla pension mellan 60-65 års ålder med 70 procent av den genomsnittliga fasta lönen tre år före 60 års ålder och 60 procent av den genomsnittliga fasta lönen tre år före pensioneringen efter 65 års ålder.

Årsstämman 2008 beslutade att samtliga anställda inklusive VD har rätt att förvärva köpoptioner i Industrivärden. Optionerna kan nyttjas mellan 1 juli 2008 till 31 maj 2013. Om den anställde är kvar i Industrivärden tre år efter optionsköpet kommer bolaget subventionera optionsköpet med 75 procent av den erlagda optionspremien.

4.1.3 Nyckeltal

Samtliga beräkningar av nyckeltalen har gjorts på Industrivärdens C-aktie.

Nyckeltal	31/12 2008	31/12 2009	31/12 2010	31/12 2011
Substansvärde (Mkr)	23 931	42 872	57 691	40 123
Substansrabatt (%)	19,4	25,9	20,8	21,1
Totalavkastning, C-aktie (%)	-50	76	48	-28
Substansvärdesindex (Bas 1/1 2008)	43,60	78,10	105,10	73,09
Förvaltningskostnad (%)	0,23	0,16	0,13	0,18

Tabell 4. *Beskriver utvecklingen för ett urval av finansiella nyckeltal för Industrivärden under verksamhetsåren 2008-2011.*

Under perioden har det skett relativt stora förändringar i utvecklingen av de finansiella nyckeltalen. Störst variationer kan identifieras i substansvärdet och totalavkastningen. Substansrabatten har legat stadigt på en nivå runt 20 procent förutom under år 2009 då den uppgick till ca 26 procent. Substansvärdesindex har varierat kraftigt under perioden och motsvarade år 2011 endast 73 procent av ingångsvärdet för perioden. Förvaltningskostnaden har totalt sett sjunkit under perioden.

(Industrivärden AB, 2008, 2009, 2010, 2011)

4.2 Investor AB

Investor AB (Investor) är Sveriges äldsta investmentbolag, det bildades år 1916 och börsnoterades år 1917. Investor var en avknoppning från Stockholms Enskilda Bank med syftet att sköta den långsiktiga förvaltningen och tillvarata ägarintressen relaterat till familjen Wallenberg och Stockholms Enskilda Bank (Investor AB, 2013). Ägandet av Investor har därmed historiskt varit tätt förknippat med familjen Wallenberg och Stockholms Enskilda Bank, numera SEB.

4.2.1 Ägarstruktur

I ägarförteckningen under perioden mellan åren 2008-2011 återfinns stiftelserna Knut och Alice Wallenbergs Stiftelse och Marianne och Marcus Wallenbergs Stiftelse. Stiftelserna förvaltas av Foundation Asset Management (FAM) som är Wallenbergstiftelsernas förvaltningsbolag (FAM, 2013). Övriga storägare är SEB-stiftelsen och andra institutionella ägare.

Investor									
Ägare	31/12 2008		31/12 2009		31/12 2010		31/12 2011		
	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	
Knut och Alice Wallenbergs Stiftelse	40,0	18,6	40,0	18,6	40,0	18,6	40,2	18,7	
Marianne och Marcus Wallenbergs Stiftelse	4,9	2,3	4,9	2,3	4,9	2,3	4,9	2,3	
SEB-Stiftelsen	4,9	2,3	4,9	2,3	4,9	2,3	4,7	2,3	
Third Avenue Management LLC	4,4	2,2	4,4	2,0	4,3	2,0	3,5	1,6	
Skandia Liv	4,1	2,3	4,2	2,3	4,1	2,1	3,1	1,5	
Summa:	58,3	27,7	58,4	27,5	58,2	27,3	56,4	26,4	

Tabell 5. Beskriver ägarförhållandena i Investor för verksamhetsåren 2008-2011. Ägarna är sorterade efter röstandel per den 31/12 2011.

Det har inte skett någon nämnvärd förändring i ägarstrukturen av kapital och röster för de fem största ägarna under perioden år 2008-2011. Tillsammans har denna grupp kontrollerat mellan 55-60 procent av röster och ca 27 procent av kapitalet. Den större andelen av rösterna och kapitalet för denna grupp tillhör stiftelser kopplade till familjen Wallenberg. Likt många andra börsnoterade bolag har Investor två olika aktiestammar som skiljer sig åt i röstberättigande. En A-aktie berättigar en röst medan en B-aktie berättigar 1/10 röst, båda aktiestammarna är noterade på Stockholmsbörsen.

4.2.2 Ersättning till VD

VD i Investor under perioden var Börje Ekholm, född år 1963.

Ersättning till VD (Mkr)	2008	2009	2010	2011	Totalt
Fast lön	8,3	8,0	7,5	7,2	31,0
Rörlig Lön	2,7	1,4	0,0	0,6	4,7
Pensionskostnader	2,6	2,7	2,5	1,9	9,7
Aktierelaterad lön	4,4	5,4	5,0	8,4	23,2
Övriga förmåner	0,8	0,8	1,1	1,1	3,8
Totalt	18,8	18,3	16,1	19,2	72,4

Tabell 6. Beskriver ersättningen till VD för Investor under verksamhetsåren 2008-2011, ersättningen är uppdelad på samtliga av dess ingående komponenter.

Aktieinnehav VD	2008	2009	2010	2011
Antal Aktier	296 591	329 178	356 418	413 095
Värde på aktier (Mkr)	34,7	43,7	51,2	53,0

Tabell 7. Beskriver Vd:ns aktieinnehav i Investor samt värdet på innehavet per den 31/12 för respektive år.

Ersättningen till VD har föreslagits av ett ersättningsutskott. Målet är att lönen ska vara marknadsmässig och skapa möjligheter för att rekrytera och behålla rätt person som VD. Ersättningen ska bestå av; fast lön, rörlig lön, långsiktig aktierelaterad lön, pension samt

övriga ersättningar och förmåner. Den fasta lönen prövas årligen och utgör basen för beräkning av den rörliga lönen. År 2010 angavs det att Vd:ns rörliga lön maximalt får utgöra tio procent av den fasta kontantlönen. Den rörliga lönen baseras på uppfyllelse av de årligen fast uppsatta målen som kan vara både finansiella och icke-finansiella och har samband med företagets långsiktiga strategi. Vid en exceptionellt bra prestation kan VD undantagsvis med ersättningsutskottets godkännande få ut en rörlig lön som överstiger 100 procent av den fasta lönen.

Den långsiktigt aktierelaterade lönen bygger på att medarbetare inklusive VD investerar egna pengar för att delta. Programmet består av två delar: en aktiesparplan som är tillgänglig för alla och ett prestationsbaserat aktieprogram för de högre befattningshavarna. Aktiesparplanen gör det möjligt för medarbetare att förvärva aktier till marknadspris under en angiven period. VD har en skyldighet att investera minst 5 procent av sin fasta lön i Investoraktier under aktiesparplanen och för att få ut maximalt värde av aktiesparplanen krävs det att Vd:n investerar cirka 43 procent av sin fasta lön i Investoraktier. Det prestationsbaserade aktieprogrammet ger deltagaren rätt att, efter en treårig kvalifikationsperiod, under fyra år förvärva ytterligare Investoraktier ("prestationsaktier") för ett pris per aktie motsvarande samma pris som befattningshavaren betalat per deltagaraktie ("förvärvspriset"). Detta gäller enbart om Investoraktien överträffar totalavkastningsmålen under kvalifikationsperioden. Programmet är utdelningsneutralt. Vd:n kan utnyttja sina prestationsaktier under 12 månader från det tidigaste av 7 år från respektive tilldelningstillfälle och 2 månader efter utgången då han lämnat sin anställning.

Pensionsförmåner består av en förmånsbestämd pensionsplan på lönedelar upp till 30 inkomstbasbelopp och en avgiftsbestämd pensionsplan på lönedelar upp till 20 inkomstbasbelopp. Den förmånsbestämda pensionsplanen är baserad på lön vid pensionering och antalet tjänsteår. Den avgiftsbestämda pensionsplanen är begränsad till att omfatta de avgifter företaget enligt avtal måste betala. Avsättningarnas andel av fast lön beror på ålder. Pensionsåldern är 60 år. De övriga ersättningarna och förmånerna är marknadsmässiga och skall underlätta Vd:ns arbetsuppgifter.

4.2.3 Nyckeltal

Samtliga beräkningar av nyckeltalen har gjorts på Investors B-aktie.

Nyckeltal	31/12 2008	31/12 2009	31/12 2010	31/12 2011
Substansvärde (Mkr)	115 340	142 673	169 947	156 070
Substansrabatt (%)	22,0	28,9	35,8	37,4
Totalavkastning, B-aktie (%)	-18,0	18,1	11,4	-7,7
Substansvärdesindex (Bas 1/1 2008)	74,32	91,93	109,50	100,56
Förvaltningskostnad (%)	0,48	0,42	0,32	0,30

Tabell 8. *Beskriver utvecklingen för ett urval av finansiella nyckeltal för Investor under verksamhetsåren 2008-2011.*

Framträdande i utvecklingen avseende de finansiella nyckeltalen för Investor är substansrabattens utveckling, substansrabatten har vuxit från en nivå runt 22 procent vid mätperiodens början till ca 37 procent vid periodens slut. Både substansvärdet och totalavkastningen har varierat mellan åren. Substansvärdesindex har fram till slutet av

perioden varit oförändrat även om variationer under året förekommit. Förvaltningskostnaden mätt som andel av totala tillgångar har succesivt sjunkit under perioden.

(Investor AB, 2008, 2009, 2010, 2011)

4.3 Investment AB Kinnevik

Investment AB Kinnevik (Kinnevik) grundades år 1936 av Robert von Horn, Wilhelm Klingspor och Hugo Stenbeck (Investment AB Kinnevik, 2013).

4.3.1 Ägarstruktur

Representanter från grundarfamiljerna återfinns i ägarförteckningen bland de största ägarna av andelen röster och kapital mellan åren 2008-2011. Familjen Stenbeck har varit den största ägaren via stiftelser och juridiska personer; Verdere S.á.r.l, Sapere Aude Trust, Anima Regni LP, Emesco AB samt Jan H Stenbeck dödsbo (Direkt/E24, 2010) (Investment AB Kinnevik, 2009). Förutom grundarfamiljerna återfinns även institutionella placerare i form av pensionsbolaget Alecta och den amerikanska banken J.P Morgan Bank bland de fem största ägarna under perioden.

Kinnevik								
Ägare	31/12 2008		31/12 2009		31/12 2010		31/12 2011	
	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital
Verdere S.á.r.l	----	----	----	----	35,1	9,0	35,1	9,1
Familjen Klingspor	8,1	2,8	7,9	2,6	7,9	2,6	9,4	3,1
J.P Morgan Bank	----	----	----	----	4,8	3,1	8,4	5,4
Sapere Aude Trust	3,2	0,9	31,2	12,1	7,7	6,1	4,2	3,1
Familjen von Horn	----	----	----	----	----	----	2,5	0,8
Emesco AB	32,8	8,8	----	----	----	----	----	----
Jan H Stenbeck Dödsbo	12,5	3,7	8,0	3,2	----	----	----	----
Alecta	3,7	6,9	3,9	7,4	3,7	7,1	----	----
Anima Regni LP	----	----	9,1	2,3	----	----	----	----
Summa:	60,3	23,1	60,1	27,6	59,2	27,9	59,6	21,5

Tabell 9. Beskriver ägarförhållandena i Kinnevik för verksamhetsåren 2008-2011. Ägarna är sorterade efter röstandel per den 31/12 2011.

De fem största ägarna i Kinnevik har i termer av rösträtt för respektive år kontrollerat ca 60 procent av rösterna och mellan 20-30 procent av kapitalet. Denna ägarstruktur möjliggörs av att Kinnevik har tre aktiestammar med olika rösträtt. Aktiestammarna utgörs av en A-, B- och C-stam, där A och B är noterade på Stockholmsbörsen. En A-aktie berättigar tio röster medan en B- och C-aktie vardera berättigar en röst.

Familjen Stenbecks ägande av rösterna och kapitalet i stiftelserna har varierat till följd av arvskiftet efter Jan H Stenbecks dödsbo samt försäljningen av Emesco till Kinnevik (Direkt/E24, 2010). Emesco kontrollerades tidigare av Sapere Aude Trust, Jan Hugo Stenbecks dödsbo och Hugo Stenbecks Stiftelse. En förändring i ägarförhållandena skedde under 2009 då stiftelserna sålde Emesco till Kinnevik i utbyte mot aktier (Investment AB Kinnevik, 2009). Således har succesivt en konsolidering av familjens ägande skett under

perioden och enligt ägarförteckningen per den 31 december 2011 utgörs familjens ägande i Kinnevik av stiftelserna Verdere S.å.r.l och Sapere Aude Trust.

4.3.2 Ersättning till VD

VD i Kinnevik under perioden var Mia Brunell Livfors, född år 1965.

Ersättning till VD (Mkr)	2008	2009	2010	2011	Totalt
Fast lön	5,9	6,0	6,1	6,4	24,4
Rörlig lön	0,0	2,4	2,8	2,5	7,7
Pensionskostnader	1,2	1,2	1,2	1,3	4,9
Aktierelaterad lön	0,0	1,3	2,2	2,6	6,1
Övriga förmåner	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4
Totalt	7,2	11,0	12,4	12,9	43,5

Tabell 10. Beskriver ersättningen till VD för Kinnevik under verksamhetsåren 2008-2011, ersättningen är uppdelad på samtliga av dess ingående komponenter.

Aktieinnehav VD	31/12 2008	31/12 2009	31/12 2010	31/12 2011
Antal Aktier	10 000	10 000	14 000	20 125
Värde på aktier (Mkr)	0,6	1,1	1,9	2,7

Tabell 11. Beskriver Vd:ns aktieinnehav i Kinnevik samt värdet på innehavet per den 31/12 för respektive år.

Ersättning till VD har föreslagits av ett ersättningsutskott. Ersättningen ska innehålla fast lön, rörlig lön, möjligheter att delta i det långsiktiga incitamentsprogrammet, pensioner och övriga ersättningar och förmåner. Ersättningen skall vara marknadsmässig, konkurrenskraftig och återspegla de individuella prestationer som gjorts. Den fasta lönen prövas årligen och baseras på kompetens och ansvarsområde. Den rörliga lönen får maximalt utgöra 50 procent av fast lön och baseras på uppfyllelse av de uppsatta målen och övriga individuella prestationer. Övriga förmåner ska motsvara vad som är normalt förekommande på marknaden och skall utgöra ett begränsat värde i förhållande till total ersättning. Pension är avgiftsbestämd och betalas in till ett pensionsförsäkringsbolag och utgör maximalt 20 procent av den fasta lönen.

Det aktierelaterade incitamentsprogrammet infördes från och med den 1 april år 2008 och ger nyckelpersoner som äger Kinnevikaktier rätten att tilldelas målbaserade och prestationsbaserade aktierätter. Deltagaren måste vara fortsatt anställd i företaget och behålla de innehavda aktierna. Då erhålls vederlagsfritt en B-aktie för varje aktierätt.

4.3.3 Nyckeltal

Samtliga beräkningar av nyckeltal har gjorts på Kinneviks B-aktie.

Nyckeltal	31/12 2008	31/12 2009	31/12 2010	31/12 2011
Substansvärde (Mkr)	24 325	44 829	57 513	61 839
Substansrabatt (%)	32,3	34,0	34,1	40,0
Totalavkastning, B-aktie (%)	-56,0	73,0	31,0	1,0
Substansvärdesindex (Bas 1/1 2008)	44,27	81,59	104,68	112,56
Förvaltningskostnad (%)	1,15	0,72	0,59	0,71

Tabell 12. *Beskriver utvecklingen för ett urval av finansiella nyckeltal för Kinnevik under verksamhetsåren 2008-2011.*

I Kinnevik kan utläsas att substansrabatten har utvecklats från en nivå kring 32 procent till 40 procent vid periodens slut. Totalavkastningen för B-aktien har präglats av stor volatilitet under perioden med en nedgång 2008 på närmare 56 procent följt av en uppgång på 73 procent under 2009. Substansvärdesindex sjönk under år 2008 men ökade sedan år för år fram till år 2011. Förvaltningskostnaden har varierat under mätperioden från att inledningsvis sjunka till att stiga mot periodens slut.

(Investment AB Kinnevik, 2008, 2009, 2010, 2011)

4.4 Melker Schörling AB

Melker Schörling AB (MSAB) grundades år 1999 som ett förvaltningsbolag för Melker Schörlings tillgångar. Melker Schörling har tidigare arbetat som VD och koncernchef för Securitas AB, år 1987-1992 samt Skanska AB, år 1993-1997. År 2006 börsintroducerades MSAB på nuvarande First North listan för att senare under året flyttas till Large Cap listan (MSAB, 2013). Bolaget fick i samband med börsintroduktionen cirka 1200 nya aktieägare.

4.4.1 Ägarstruktur

Makten i MSAB är tätt förknippad med Melker Schörling som privat och via bolag äger majoriteten av bolaget. Andra svenska näringslivsprofiler som känns igen i ägarförteckningen bland de fem största ägarna är Stefan Persson, huvudägare i H&M samt tidigare Vd:n för Ericsson Carl-Henric Svanberg.

MSAB									
Ägare	31/12 2008		31/12 2009		31/12 2010		31/12 2011		
	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	
Melker Schörling	85,4	85,4	85,9	85,9	86,1	86,1	86,0	86,0	
Stefan Persson	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	
Carl-Henric Svanberg	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	
SEB-stiftelse, SE-bankens pensionsstiftelse	0,9	0,9	0,9	0,9	0,5	0,5	----	----	
Familjen Tham	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	
Handelsbanken Svenska Småbolagsfond	----	----	----	----	----	----	0,8	0,8	
Summa:	93,6	93,6	94,1	94,1	93,9	93,9	94,1	94,1	

Tabell 13. Beskriver ägarförhållandena i MSAB för verksamhetsåren 2008-2011. Ägarna är sorterade efter röstandel per den 31/12 2011.

De fem största ägarna i MSAB kontrollerade under perioden mellan åren 2008-2011 cirka 94 procent av rösterna och kapitalet. MSAB har ingen uppdelning i olika aktiestammar och därmed inte någon särskiljning i ägarandel mellan röster och kapital.

4.4.2 Ersättning till VD

VD i MSAB under perioden var Ulrik Svensson, född år 1961.

Ersättning till VD (Mkr)	2008	2009	2010	2011	Totalt
Fast lön	3,8	4,3	4,5	4,8	17,4
Rörlig lön	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionskostnader	1,0	1,0	1,0	1,0	4,0
Övriga förmåner	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4
Totalt	4,9	5,4	5,6	5,9	21,8

Tabell 14. Beskriver ersättningen till VD för MSAB under verksamhetsåren 2008-2011, ersättningen är uppdelad på samtliga av dess ingående komponenter.

Aktieinnehav VD	31/12 2008	31/12 2009	31/12 2010	31/12 2011
Antal Aktier	44 316	44 316	68 616	125 286
Värde på aktier (Mkr)	2,1	5,0	11,8	18,0

Tabell 15. Beskriver Vd:ns aktieinnehav i MSAB samt värdet på innehavet per den 31/12 för respektive år.

Ersättning till VD har föreslagits av styrelsen på årsstämman. Något ersättningsutskott har således inte tillsatts. Lönen till VD skall vara konkurrenskraftig och marknadsmässig. Den ska bestå av fast lön, övriga förmåner samt pension. Pensionsförmånerna kan vara antingen förmånsbestämda eller avgiftsbestämda eller en kombination av dem. Rörlig ersättning skall inte betalas ut och incitamentsprogram finns inte. Pensionsåldern är individuell men måste överstiga 60 år.

4.4.3 Nyckeltal

Nyckeltal	31/12 2008	31/12 2009	31/12 2010	31/12 2011
Substansvärde (Mkr)	5 827	13 431	20 281	16 636
Substansrabatt (%)	6,0	1,1	0,3	-1,1
Totalavkastning, (%)	-60,0	141,0	54,0	-17,0
Substansvärdesindex (Bas 1/1 2008)	41,10	94,73	143,05	117,34
Förvaltningskostnad (%)	0,20	0,10	0,06	0,07

Tabell 16. *Beskriver utvecklingen för ett urval av finansiella nyckeltal för MSAB under verksamhetsåren 2008-2011.*

MSAB har under mätperioden upplevt en stor volatilitet på totalavkastningen från år till år. Substansrabatten har succesivt minskat och förbyttes till en substanspremie vid mätperiodens slut. Substansvärdesindex sjönk under år 2008 men ökade sedan kraftigt fram till år 2010 och för att sedan falla tillbaka under år 2011. Förvaltningskostnaden har succesivt sjunkit.

(Melker Schörling AB, 2008, 2009, 2010, 2011)

4.5 L E Lundbergföretagen AB

L E Lundbergföretagen (Lundbergs) grundades 1944 av Lars Erik Lundberg. Företaget var från början ett byggföretag som började ägna sig åt fastighetsförvaltning och under 1980-talet började företag aktivt investera i börsnoterade bolag. Lundbergs var fram tills börsintroduktionen år 1983 ett helägt familjeföretag men familjen har bibehållit ett betydande inflytande även efter börsintroduktionen (L E Lundbergföretagen AB, 2013).

4.5.1 Ägarstruktur

I ägarförteckningen för verksamhetsåren 2008-2011 återfinns representanter från ägarfamiljen bland de fem största ägarna. Den klart störste ägaren är Fredrik Lundberg, son till grundaren, som kontrollerar närmare 90 procent av rösterna. Med på listan finns också Fredrik Lundbergs döttrar, Louise Lindh och Katarina Martinsson som också har stora aktieposter i bolaget. Utöver personer knutna till ägarfamiljen finns institutionella ägare bland de fem största ägarna under perioden.

Lundbergföretagen									
Ägare	17/2 2009		19/2 2010		21/2 2011		21/2 2012		
	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	% av röster	% av kapital	
Fredrik Lundberg	89,5	52,7	89,5	53,0	89,5	53,0	89,6	53,4	
Louise Lindh	1,7	7,5	1,7	7,5	1,7	7,5	1,7	7,5	
Katarina Martinsson	1,7	7,5	1,7	7,5	1,7	7,5	1,7	7,5	
SEB fonder	----	----	0,3	1,3	0,3	1,4	0,5	2,3	
Carnegie fonder	----	----	----	----	----	----	0,5	2,3	
Alecta	----	----	----	----	0,3	1,4	----	----	
PRI	----	----	0,4	1,9	----	----	----	----	
Robur fonder	0,8	3,8	----	----	----	----	----	----	
Andra AP-fonden	0,4	2,0	----	----	----	----	----	----	
Summa:	94,1	73,5	93,6	71,2	93,5	70,8	94,0	73,0	

Tabell 17. Beskriver ägarförhållandena i Lundbergs för verksamhetsåren 2008-2011. Ägarna är sorterade efter röstandel per den 31/12 2011.

Det har skett en relativt liten förändring i ägarstruktur för Lundbergs under perioden 2008-2011. De fem största ägarna kontrollerade ca 94 procent av rösterna och mellan 70-75 procent av kapitalet. Ägarstrukturen möjliggörs genom två olika aktiestammar, A- och B-stam som skiljer sig åt i rösträtt. En A-aktie berättigar tio röster medan en B-aktie berättigar en röst. Det är enbart B-aktierna som är noterade på Stockholmsbörsen.

4.5.2. Ersättning till VD

VD i Lundbergs under perioden var Fredrik Lundberg, född år 1951.

Ersättning till VD (Mkr)	2008	2009	2010	2011	Totalt
Fast lön	2,4	2,4	2,4	2,5	9,7
Rörlig lön	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionskostnader	0,2	0,2	0,4	0,4	1,2
Övriga förmåner	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totalt	2,6	2,6	2,8	2,9	10,9

Tabell 18. Beskriver ersättningen till VD för Lundbergs under verksamhetsåren 2008-2011, ersättningen är uppdelad på samtliga av dess ingående komponenter.

Aktieinnehav VD	31/12 2008	31/12 2009	31/12 2010	31/12 2011
Antal Aktier	32 760 000	32 948 000	32 940 000	66 158 000
Värde på aktier (Mkr)	4 979,5	5 980,1	8 235,0	13 430,1

Tabell 19. Beskriver Fredrik Lundbergs aktieinnehav i Lundbergs samt värdet på innehavet per den 31/12 för respektive år.

I årsredovisningen för Lundbergs specificeras inte uppdelningen mellan A- och B-aktier för Fredrik Lundbergs aktieinnehav. A-aktierna är inte noterade och har därmed inget verifierat marknadsvärde. Därför baseras beräkningarna i tabell 19 på B-aktiens stängningskurs per den

31/12 multiplicerat med innehavet. Detta innebär att det beräknade värdet kan skilja sig ifrån det faktiska värdet på aktieinnehavet.

Ersättningen till VD föreslås av styrelsen på årsstämman, ersättningsutskott tillsätts inte. Ersättningen ska vara marknadsmässig, konkurrenskraftig och stå i förhållande till ansvar och befogenheter. Ersättningen skall utgöras av fast lön, rörlig lön i form av bonus, pension samt övriga förmåner. Bonus är baserad på uppfyllelse av resultat- och lönsamhetsmål och får maximalt uppgå till tre månadslöner. Aktierelaterad ersättning skall inte betalas ut. Pensionsrätt gäller från och med 65 års ålder med förmåner inom ITP-planen.

4.5.3. Nyckeltal

Samtliga beräkningar av nyckeltalen har gjorts på Lundbergs B-aktie.

Nyckeltal	31/12 2008	31/12 2009	31/12 2010	31/12 2011
Substansvärde (Mkr)	22 073	28 046	37 214	33 048
Substansrabatt (%)	14,6	19,7	16,7	24,0
Totalavkastning, B-aktie (%)	-15,3	22,2	40,1	-17,6
Substansvärdesindex (Bas 1/1 2008)	72,59	92,23	122,38	108,68
Förvaltningskostnad (%)	0,13	0,15	0,14	0,10

Tabell 20. *Beskriver utvecklingen för ett urval av finansiella nyckeltal för Lundbergs under verksamhetsåren 2008-2011.*

Sammantaget under perioden 2008 till 2011 har nyckeltalen i Lundbergs fluktuerat mycket från år till år även om den totala förändringen från periodens början till slut är liten. Substansrabattens minsta värde redovisas år 2008 på 14,6 procent och det största värdet redovisas år 2011 på 24,0 procent. Totalavkastningen ökar succesivt mellan år 2008 och år 2010 men minskar kraftigt år 2011. Substansvärdesindex har varit volatilt men ökade totalt sett under perioden. Förvaltningskostnaden har minskat under perioden.

(L E Lundbergföretagen, 2008, 2009, 2010, 2011)

5. Analys

I detta avsnitt redovisas analysen av ägarstruktur, ersättning till VD samt finansiella nyckeltal för de fem investmentbolagen under perioden 2008 till 2011. Analysen är uppdelad i tre delar; ägarstrukturens betydelse för ersättning till VD, samband mellan ersättning till VD och relativ prestation samt en sammanfattande analys.

5.1 Analys av ägarstrukturens betydelse för ersättning till VD

Denna del av analysen syftar till att belysa ägarstrukturen för respektive investmentbolag och dess påverkan på ersättning till VD.



Figur 3 – Analysmodell. Analys av sambanden mellan ägarstruktur och ersättning till VD för respektive bolag.

5.1.1 AB Industrivärden

Ägarstrukturen i Industrivärden karaktäriseras vid första anblick av ett spritt ägande. Detta eftersom ingen ensam ägare kontrollerar mer än 25 procent av rösterna och således inte uppfyller kriteriet för att klassas som ett kontrollägt bolag enligt Bergström och Samuelsson (2012). Vid närmare analys framkommer dock att förutom Lundbergs så har samtliga av de fyra övriga största ägarna direkta kopplingar till Handelsbankssfären. Det spridda ägandet torde därmed istället utgöras av ett kontrolläggande. Ett kontrolläggande som möjliggörs både av ett korsvist ägande, där bolag inom Handelsbankssfären har ägarintressen i varandra samt att bolaget tillämpar rösträttsdifferentiering. Detta gör det svårt för utomstående att skaffa sig inflytande i Industrivärden och syftet med bolaget torde förknippas mer med makt och inflytande än vinstmaximering. Trots att Industrivärden tillämpar rösträttsdifferentiering så är skillnaden mellan rösträttsandel och kapitalandel inte så framträdande i jämförelse med de andra investmentbolagen i urvalet som tillämpar rösträttsdifferentiering.

Effekterna av ägarnas koppling till Handelsbankssfären gör att det är troligt att de delar samma mål och således uppstår även konflikten mellan principalerna (Ali et al., 2007). Handelsbankssfären är dock en företagskonstellation där det korsvisa ägandet av stiftelser och institutioner gör det oklart vem förmånstagaren är. Detta torde skapa ett "ansiktslöst" ägande där det inte är uppenbart vems egennyttan som Industrivärden syftar till att maximera. Det anses leda till en konflikt mellan ägare och VD, där styrelsen kan vara mer benägen att belöna en VD eftersom styrelsen inte företräder någon fysisk persons intressen. Vidare torde detta skapa goda möjligheter för Vd:n att maximera sin egennyttan eftersom det är oklart om styrelsen företräder ägarnas egennyttan. Även om Industrivärden har ett kontrolläggande innebär det "ansiktslösa" ägandet att Vd:n får en större handlingsfrihet vilket beskrivs som ett

av karaktärsdragen vid det spridda ägandet som beskrivits enligt Söderström et al. (2003). Detta kan vidare leda till att Vd:n stöttar en tillväxtbaserad strategi där pengar behålls i företaget istället för att delas ut vilket ökar företagets storlek och därmed Vd:ns prestige och löneanspråk.

Ersättningsutskottet i Industrivärden har utformat en lön till Vd:n som består av komponenterna fast lön, rörlig lön, övriga förmåner, pension samt ett incitamentsystem som är tillgängligt för samtliga i företaget, baserat på köptioner. Enligt Jensen och Meckling (1976) är detta en effektiv löneutformning och ersättningskomponenterna möjliggör ett samband med prestationen. Under perioden har dock ingen kortsiktig lön betalats ut till Vd:n vilket tyder på att denne inte uppfyllt målen som den kortsiktiga lönen är baserad på. Vidare är det svårt att tolka den aktierelaterade lörens omfattning då programmet infördes under år 2008 och resultaten av detta uppkommer först i lönekostnaderna för år 2011. Vad som är framträdande när ersättningen till VD analyseras är att pensionskostnaderna fördubblas år 2010. Efter höjningen av pensionskostnaderna var Anders Nyrén den VD i urvalet som erhöll högst ersättning under år 2010-2011. Detta trots att bolagets storlek mätt i substansvärde är betydligt mindre än Investors, vars substansvärde är störst i urvalet. Anders Nyrén var 56 år gammal år 2010 när pensionskostnaderna höjdes vilket kan föräntas av att han enligt anställningsavtalet har rätt till pension mellan 60 till 65 års ålder som bygger på lönen tre år före 60 års ålder. Således kan ökningen av pensionskostnaderna ses som en konsekvens av Vd:ns ålder. Det som är intressant med höga pensionskostnader är att det har kritiserats för att vara ett sätt att dölja en stor ersättning till VD då pensionen kommer Vd:n tillhanda efter avslutad tjänst när den mediala uppmärksamheten har minskat (Huang, 2010). Som ovan nämnt finns det frågetecken gällande förmånstagaren i Industrivärden. Således finns det fog att misstänka att pensionen använts för att dölja en faktiskt högre ersättningsnivå till Vd:n under hans år som aktiv i bolaget.

5.1.2 Investor AB

Investor är sett till substansvärdet det klart största investmentbolaget i urvalet. Ägandet är koncentrerat till stiftelser tillhörande familjen Wallenberg. Den enskilt störste ägaren är Knut och Alice Wallenbergs stiftelse som kontrollerar ca 40 procent av rösterna. Investor präglas således av vad som kan antas vara ett kontrolläggande. Då ägandet utgörs av allmännyttiga stiftelser är det inte möjligt att familjen direkt kan tillgodogöra sig vinsten för egen vinning. Det torde reducera familjeägandets effekter på storleken och utformningen av ersättning till VD. Vd:n i bolaget, Börje Ekholm är att betrakta som en extern VD. Det medför att konflikter mellan VD och ägare kan uppkomma på grund av att de har olika mål. Med kontrollägandet och rösträttsdifferentieringen som Investor tillämpar kan även konflikter uppstå mellan principalerna eftersom rösträtt och utdelningsrätt är åtskilda (La Porta et al., 1999). Eftersom Börje Ekholm var den VD i urvalet som erhöll högst ersättning sett över perioden kan det tyda på att båda konflikterna är framträdande.

Gällande ersättningen utifrån principal-agent teorin innebär kontrollägandet att informationsasymmetrin mellan VD och ägare är mindre än vid spritt ägande som följd av bättre övervakning (Bergström & Samuelsson, 2012). Dock kan övervakningens effektivitet ifrågasättas när ägandet är centrerat kring en stiftelse eftersom den inte utgörs av en fysisk person. Detta leder till att samtliga konflikter mellan agent och principal som Bergström (2012) nämner kan antas aktualiseras i Investor. Vid analys av ersättningen till Börje Ekholm

uppenbaras att ersättningen utformats på ett sätt som skall vara effektivt och motivera agenten att vidta de åtgärder som är nyttomaximerande för principalen. Ersättningen innehåller både fasta och rörliga komponenter som baseras på både kortsiktig och långsiktig prestation. Att ersättningsutskottet valt en sådan utformning av ersättningen tyder på en medvetenhet om potentiella intressekonflikter i bolaget. Förutom dessa konflikter kan storleken på företaget vara en förklaring på lörens storlek precis som McConaughy (2000) identifierade. Gällande utformningen sker det en förändring av Vd:ns ersättning år 2010. Den rörliga delen får uppgå till maximalt 10 procent av den fasta lönen, vilket innebär att den maximalt kan uppgå till cirka 750 000 kr. Detta följs av en förändring i den aktierelaterade lönen som ökar markant under år 2011, vilket kan vara ett tecken på att ägarna vill uppmuntra Vd:n till att vidta åtgärder som skapar långsiktigt värde. Detta eftersom den aktierelaterade lönen tenderar att bättre korrelera med prestationen (Merchant & Van der Stede, 2012).

Samani (2008) visar i sin studie att kontantbaserad ersättning tenderar användas mer när det finns en konflikt mellan principalerna. I Investor syns en minskning av den kontantbaserade ersättningen trots att ägarstrukturen är relativt oförändrad. Ersättningsutskottet torde vara mer intresserat av att knyta ersättningen till VD till en komponent som reducerar konflikten mellan agent och principal mer än mellan principalerna. Möjliga förklaringar till detta kan vara att principal-agent konflikten anses vara av större betydelse i Investor, alternativt att ersättningsutskottet är mer intresserade av att ta tillvara kontrollägarens intresse. Ägarstrukturen med en stor skillnad i röstandel och kapitalandel för de största ägarna tyder på att inflytande och makt är centralt för kontrollägarna vilket således kan antas vara förklaringen till detta.

5.1.3 Investment AB Kinnevik

Kinnevik kan historiskt kopplas till familjerna Stenbeck, Klingspor och von Horn där Stenbeck varit den dominerande maktfaktorn av de tre. Kinnevik har därmed inslag av familjeäggande men också inslag av kontrolläggande då familjen Stenbecks röstandel via stiftelser överstigit 25 procent för samtliga år under perioden. Dock har ingen av ägarna i Kinnevik tillräckligt stort inflytande för att ha ensam majoritet. Med kontrolläggandet och användandet av rösträttsdifferentiering finns det en potentiell konflikt mellan principalerna om deras syften med investeringen är åtskilda vilket beskrivits av bland annat La Porta et al. (1999) och Ali et al. (1997). Stiftelser kopplade till familjen Stenbeck har haft mellan 40-45 procent röstandelar men endast cirka 15 procent av kapitalet. Detta torde syfta till att familjen Stenbeck huvudsakligen är intresserade av inflytande i bolaget och att utdelning är sekundärt, vilket dock är de röstsvaga aktieägarnas intresse. Som ett exempel på dessa kan Alecta nämnas. Alecta hade under perioden en större ägarandel av kapital i förhållande till röster vilket kan tyda på att Alecta i egenskap av pensionsbolag är mer intresserad av utdelning än inflytande. En konflikt torde således finnas mellan principalerna i Kinnevik. Tecken på detta kan ses i att Kinnevik använder sig utav mer kontantbaserad ersättning då den fasta lönen utgör huvuddelen av ersättningen vilket är i linje med resultatet från Samani (2008). Vidare skall dock belysas att det sker en förändring av utformningen av ersättning till VD under perioden då prestationsbaserad ersättning, både rörlig och aktierelaterad, får en större betydelse. Detta minskar således den kontanta andelen av ersättningen medan korrelationen mellan företagets resultat och ersättning till VD stärks (Merchant & Van der Stede, 2012). Detta torde vara tecken på att konflikten mellan principalerna minskar under perioden även om ägarstrukturen inte nämnvärt förändrats.

Att ersättningen nästan fördubblas under perioden kan tyda på att det förutom konflikten mellan principalerna dessutom finns en konflikt mellan agent och principal. En principal-agent konflikt som Bergström (2012) belyser är tillväxtmaximering kontra vinstmaximering. Enligt Bergström (2012) tenderar Vd:n att fokusera mer på tillväxtmaximering därför att det ses som statusfyllt att vara VD i ett stort företag samtidigt som en studie av McConaughy (2000) pekar på att ersättning till VD har ett starkt samband med företagets storlek. Substansvärdet i Kinnevik har totalt sett över perioden ökat med 12,5 procent samtidigt som ersättningen till Vd:n vuxit från 7,2 miljoner kronor till 12,9 miljoner kronor. Med bakgrund i detta resonemang är det intressant att notera att sammansättning av ersättningen till Mia Brunell Livfors (VD) förändrats under perioden. Från att huvudsakligen utgöras av fast lön till att även innefatta prestationsbaserad ersättning så som rörlig- och aktierelaterad lön vid periodens slut. Då hennes fasta lön prövas årligen efter ansvarsområde och kompetens har Vd:n förmodligen försökt stärka detta genom tillväxtmaximering vilket lett till att ersättningsutskottet utformat en ersättning baserad på fler komponenter som skapar incitament att nyttomaximera ägarnas intressen. Enligt Jensen och Meckling (1976) och Huang (2010) är en uppdelning av den totala ersättningen i olika komponenter med olika tidshorisont ett sätt att hantera konflikten mellan Vd:ns och ägarens egen nytta. En möjlig förklaring till förändringen av utformningen av ersättningen kan vara att Mia Brunell Livfors aktieinnehav varit relativt litet i förhållande till Vd:arna i de övriga investmentbolagen i studien. En ytterligare aspekt att belysa är att ersättningsökningen kan bero på att Vd:n presterat ett önskvärt resultat men det kan också vara följden av storleksökningen på bolaget. Om ersättningen följt storleksökningen kan det leda till ett beteende som gör att pengar används till förvärv istället för att delas ut vilket drabbar ägarna (Bergström, 2012). Den förhållandevis låga ökningen av den fasta lönen och pensionerna talar emellertid för att det är en önskvärd prestation som lett till ersättningsökningen.

5.1.4 Melker Schörling AB

MSAB är ett bolag kopplad till familjen Schörling. Företaget karaktäriseras av två tydliga drag gällande ägarstrukturen, kontrolläggande och familjeäggande. Båda typerna av äggande har betydelse för konflikten mellan agent och principal vilket också påverkar storleken och utformningen av ersättning till VD. Storleken på ersättningen till VD i familjeföretag är beroende av om Vd:n betraktas som intern eller extern. Gällande Ulrik Svensson, VD i MSAB under perioden, saknar han släktband med familjen Schörling. Dock har han ett stort innehav av aktier och det är rimligt att Melker Schörling med sin ägarandel har rekryterat någon han har ett stort förtroende för att förvalta bolagets tillgångar. Därmed är det otydligt huruvida Ulrik Svensson bör betraktas som en intern eller extern VD. Detta gör att det är svårt att identifiera någon av de potentiella intressekonflikter mellan agent och principal som Bergström (2012) nämner. Den konflikt som dock torde kunna uppstå avser planeringshorisonten. Även om Ulrik Svensson succesivt ökat sitt aktieinnehav under perioden och knutit en större andel av sin förmögenhet till företagets utveckling är det osäkert vilken syn han kommer ha på innehavet när han inte längre har möjlighet att påverka företags strategi i egenskap av VD. Det kan därmed finnas en exitstrategi gällande Vd:ns aktieinnehav som skiljer sig från principalens. Detta kan leda till att Vd:n avser att avyttra innehavet då denne pensioneras eller avgår medan kontrollägarens innehav bör antas vara mer långsiktigt då han kan påverka företagets strategi även vid byte av VD.

Enligt teorin så hanteras konflikten avseende planeringshorisonten genom att ersättningen till VD sammansätts av flera komponenter med olika tidshorisont (Huang, 2010; Jensen & Meckling, 1976). För perioden år 2008-2011 bestod den totala ersättningen till Ulrik Svensson nästan uteslutande av fast lön. Ersättningen saknade komponenterna rörlig lön och incitamentsprogram vilket medför att lönen inte korrelerar med företagets resultat vilket den borde göra för en extern VD (McConaughy, 2000). Detta leder enligt principal-agent teorin till att ifrågasättande kan göras av vad som motiverar Vd:n långsiktigt. Detta då dennes prestation inte belönas i form av rörliga ersättningar, det skall dock beläggas att Vd:n kan få sin fasta lön höjd (Merchant & Van der Stede, 2012). Även om ersättningen till Vd:n inte är effektivt utformad enligt teorin, då den saknar rörliga komponenter, finns det ändå incitament för Vd:n att agera på ett sätt som gynnar företaget långsiktigt. Detta kan återigen kopplas till att Vd:n succesivt under perioden ökat sitt innehav av aktier i MSAB från cirka 44 000 till 125 000 aktier från ett värde av 2,1 miljoner kr år 2008 till 18,0 miljoner kr år 2011. Detta talar för att han i större utsträckning än tidigare delar samma nyttomaximerande som kontrollägaren Melker Schörling. Därmed torde den konflikt som fanns mellan agent och principal vid början av perioden angående planeringshorisont ha minskat.

Gällande kontrollägandet är den fördel som lyfts fram att övervakningen av VD blir enklare vilket därmed bör minska agentkostnaderna (Jensen & Meckling, 1976). Då Melker Schörling utgör en stark kontrollägare antas det att informationsasymmetrin mellan ägare och VD reduceras. Detta därför att det är svårare för en VD att undanhålla information från majoritetsägaren (Bergström & Samuelsson, 2012). Ytterligare argument som talar för att informationsasymmetrin reducerats i MSAB är Melker Schörlings erfarenhet som VD i Securitas och Skanska. Melker Schörling torde på så vis vara insatt i Vd:ns arbetsuppgifter med att hantera den löpande förvaltningen samt kommunikation mellan styrelse och ägare. Detta tyder på att Vd:n inte har samma möjligheter som vid ett spritt ägande att påverka utvecklingen för bolaget vilket skapar de övriga konflikter mellan agent och principal som Bergström (2012) nämner. Således antas att kontrollägaren Melker Schörling har god möjlighet att utöva bevakning av Vd:n vilket minskar agentkostnaderna. Detta innebär att ett önskvärt beteende hos Vd:n kan uppnås till en lägre ersättningsnivå. Tecken på detta kan utläsas i ersättningen till Ulrik Svensson, då denne för perioden hade den näst lägsta ersättningen av Vd:arna bland investmentbolagen i urvalet. Den låga VD-ersättningen kan också vara hänförlig till att MSABs substansvärde är lägst bland företagen i urvalet eftersom lörens storlek har ett tydligt samband med företagets storlek (McConaughy, 2000).

5.1.5 L E Lundbergföretagen

Lundbergs är ett familjeägt företag som präglas av ett kontrolläggande. Fredrik Lundberg som är den största ägaren kontrollerar nära 90 procent av rösterna och tillsammans med sina döttrar närmare 93 procent. Fredrik Lundberg är också verksam som VD i bolaget under perioden. Att kontrollägaren är verksam som VD innebär att han klassas som en intern VD enligt teorin om familjeägda företag (McConaughy, 2000). Effekterna av detta är att det inte uppkommer någon konflikt mellan agent och principal vilket är en slutsats av Tosi jr & Gomez-Mejia (1989). Därmed är också agentkostnaderna i Lundbergs små eftersom övervakning och prestationsbaserad ersättning inte krävs för att hantera konflikten (Jensen & Meckling, 1976).

I Lundbergs tillämpas rösträttsdifferentiering vilket möjliggör bibehållande av makten trots ett ökat kapitalinflöde (Bebchuk et al., 2000; La Porta et al., 1999). Det leder till att en konflikt mellan olika ägare kan uppstå och som även leder till högre ersättning till VD (Ali et al., 2007; Samani, 2008). Det är möjligt att denna konflikt finns i Lundbergs men familjen Lundbergs innehav är så stort att möjligheten för andra ägare att påverka bör betraktas som minimal. På grund av kontrollägarens starka ställning torde konflikten mellan principalerna vara verkningslös när det gäller utformningen av ersättning till VD. Detta eftersom bolaget inte har något ersättningsutskott gällande ersättning till VD och att kontrollägaren Fredrik Lundberg ensam kan bestämma sin egen lön.

Ersättningen till VD utgjordes under perioden enbart av fast lön och pension, det fanns ingen rörlig lönedel eller incitamentsprogram. Enligt McConaughy (2000) har ett familjeföretag med en intern VD lägre ersättning än ett företag med en extern VD och dessutom är ersättningen till VD lägre ju fler aktier VD äger i företaget. Båda påståendena stämmer väl överens med situationen i Lundbergs. Storleken på Fredrik Lundbergs aktieinnehav i Lundbergs gör att ersättningen till jobbet som VD blir mindre relevant då en stor del av hans förmögenhet är exponerad till värdet på aktierna och kapitalinkomster. Detta leder till att Fredrik Lundberg bär en stor risk kopplad till företaget som därmed utgör incitament att prestera bra även vid avsaknad av rörliga lönekomponenter. En förklaring till den låga ersättningen kan också vara av skattemässig natur. Skattesatsen för inkomst av kapital i Sverige är 30 procent medan inkomst av tjänst på belopp över 591 600 kr i Sverige beskattas med en marginalskatt över 50 procent bestående av kommunal inkomstskatt cirka 32 procent plus statlig inkomstskatt om 25 procent för år 2013 (Skatteverket, 2013). Även om dessa belopp var annorlunda under perioden är det viktigt att belysa att de skattemässiga konsekvenserna får stor effekt för Fredrik Lundberg. Då konsekvenserna av att ta ut vinster från bolaget i form av inkomst av tjänst istället för inkomst av kapital leder till högre skatt för individen bör detta anses bryta mot maximerande av egennyttan.

5.2 Analys av förhållandet mellan ersättning till VD och prestation

Denna del av analysen syftar till att utvärdera ersättningen till Vd:n i relation till prestationen under perioden. Prestationen analyseras relativt jämfört med de andra investmentbolagen i urvalet. Detta därför att Bång och Waldenström (2009) föreslagit relativ prestationsmätning mellan Vd:ar inom samma bransch som ett sätt att utvärdera faktisk prestation. Anledningen till detta är därför att ersättning till VD tenderar att påverkas av icke kontrollerbara faktorer (Bertrand & Mullainathan, 2001). Icke kontrollerbara faktorer torde vara ett starkt inslag i investmentbolagen i urvalet då majoriteten av innehaven utgörs av bolag noterade på Stockholmsbörsen. Detta medför att investmentbolagen indirekt berörs av alla de faktorer vilka påverkar börsen.



Figur 4 – Analysmodell. Jämförande analys mellan investmentbolagen av sambanden mellan ersättning till VD och prestation.

Utifrån tabellerna i empirin där nyckeltalen presenterats har bolagen för varje år blivit tilldelade poäng. Poängen utdelas i skalan 1-5 där 5 poäng tilldelats det bästa utfallet i respektive kategori; substansrabatt, substansvärdesindex, totalavkastning och förvaltningskostnad. Önskvärt för samtliga investmentbolag i urvalet är således att erhålla så hög poäng som möjligt inom respektive kategori, där maximal poäng ett företag kan erhålla är 20 poäng per kategori. Poängen presenteras i detalj i appendix.

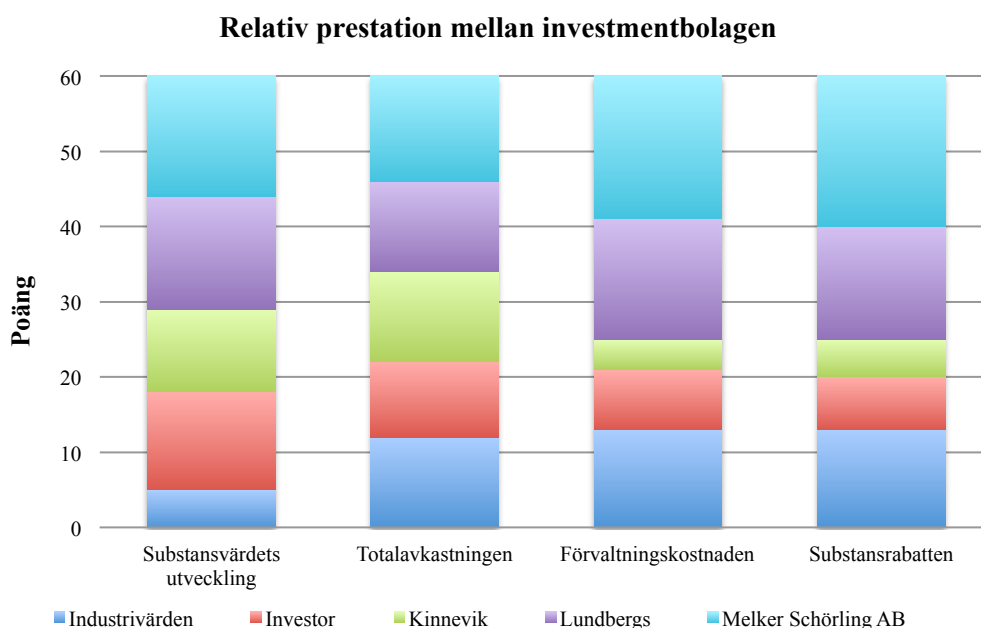


Diagram 1. *Beskriver summan av antal erhållna poäng för samtliga av verksamhetsåren 2008-2011 inom respektive nyckeltalskategori.*

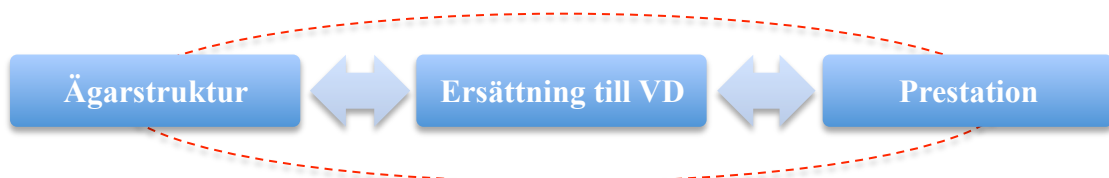
I diagrammet kan ses att de bolag som totalt sett under perioden presterat bäst är MSAB följt av Lundbergs. Detta är även de bolagen där ersättning till VD varit lägst och förändrats minst gällande utformning och storlek. För Industrivärden, Investor och Kinnevik har utvecklingen gällande de finansiella nyckeltalen relativt de andra investmentbolagen varit sämre. Här bör belysas att både Industrivärdens och Kinneviks VD har fått en kraftigt höjd ersättning under perioden trots att prestationen relativt sett uteblivit. Lägst antal poäng under perioden har Kinnevik haft. Detta beror till stor del på att de har haft den genomgående högsta förvaltningskostnaden och substansrabatten. Vd:n i Kinnevik har fått sin löneökning främst i form av prestationsbaserad ersättning. Det är möjligt att Vd:n uppnått de företagspecifika målen men relativt de andra bolagen har prestationen varit sämst vilket kan ifrågasätta om ersättningsökningen är motiverad. Industrivärden har för urvalet haft sämst värden på substansvärdesindex relativt de andra bolagen. Dock har totalavkastning, förvaltningskostnad och substansrabatt totalt sett varit lika bra eller bättre än för både Investor och Kinnevik. Detta medför att Industrivärden är det bolag som kommer på tredje plats i prestationsjämförelsen. Den ökade ersättningen i Industrivärden är hänförlig till ökade pensionskostnader vilket enligt Huang (2010) kan vara ett sätt att betala ut fast lön vilken tenderar att vara mindre prestationsrelaterad. Således är inte löneökningen i Industrivärden relaterad till något resultat som kan spåras under perioden. Det enda tecknet på samband

mellan ersättning och relativ prestation går att finna hos Investors VD. Ersättningen till VD sänktes under de år då företaget relativt sett de andra bolagen i urvalet presterade dåligt. Anmärkningsvärt är dessutom att lyfta fram att Investors VD är ensam om att se sin ersättning sänkt under perioden. Investors prestation hamnar totalt sett på fjärde plats i den relativa prestationsmätningen.

Utfallet av den relativa prestationsmätningen tyder på att det med undantag för Investor saknas ett samband mellan ersättning till VD och relativ prestation. Att ersättningen till VD inte tycks korrelera med den relativa prestationen trots att det enligt Bång och Waldenström (2009) kan vara ett bättre mått på faktisk prestation leder till ett ifrågasättande av de teorier som inledningsvis nämnts i texten. Bergström och Samuelssons (2012) utgångspunkt i att syftet för samtliga bolag är vinstmaximering och att prestationsbaserad ersättning enligt Garen (1994) skulle fungera som ett medel att uppnå detta kan ifrågasättas i investmentbolag. Detta därför att syftet med investmentbolag inte uteslutande bör anses vara vinstmaximering utan att makt och inflytande kan vara av central betydelse. Detta torde således också påverka hur den prestationsbaserade ersättningen utformats i Investmentbolag.

5.3 Sammanfattande analys

Denna del av analysen syftar till att sammanfatta alla de tre analyserade komponenterna; ägarstruktur, ersättning till VD och prestation. Den sammanfattande analysen presenteras med diagram och tolkande text. Poängsammansättningen i diagram 2 bygger på samma principer som för diagram 1, dock summeras poängen för nyckeltalen årligen.



Figur 5 – Analysmodell. Sammanfattande analys av förhållandet mellan ägarstruktur, ersättning till VD och prestation.

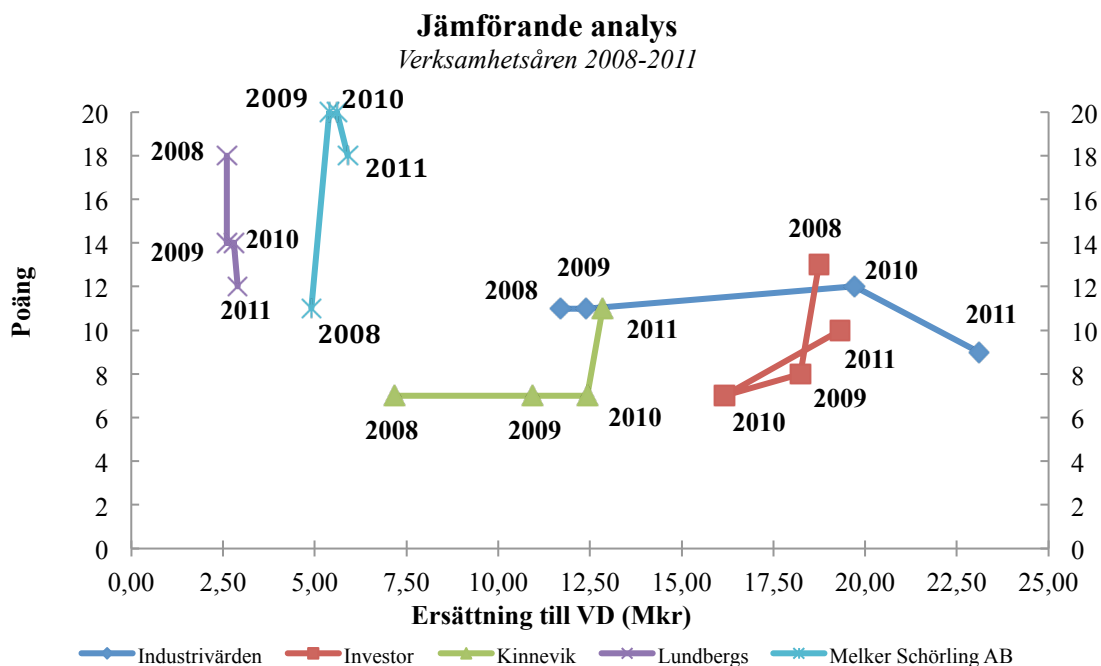


Diagram 2. Visar prestationen för de fem investmentbolagen i förhållande till ersättningen till VD under verksamhetsåren 2008-2011.

Det går att avläsa en tydlig effekt av ägarstrukturens betydelse för ersättningen till VD. I de kontrollägda bolagen där en fysisk persons förmögenhet, likt för Fredrik Lundberg i Lundbergs och Melker Schörling i MSAB är tätt förknippad med bolaget tenderar ersättningen att vara lägre än i de andra investmentbolagen i urvalet. Ägarstrukturen i MSAB och Lundbergs liknar varandra, närmare 90 procent av rösterna är knutna till en person. I Lundbergs torde en konflikt mellan principalerna uppstå till följd av rösträttsdifferentieringen medan det i MSAB torde finnas en principal-agent konflikt mellan VD och ägare. I Lundbergs bör det dock belysas att eftersom Fredrik Lundberg kontrollerar så stor del av rösterna antas att oavsett om det finns en konflikt torde de övriga ägarnas möjligheter att kunna påverka ersättningen vara minimal. MSAB måste däremot hantera sin principal-agent konflikt. Oavsett om Ulrik Svensson bör betraktas som en intern eller extern VD så visar diagrammet att det finns en effekt av att kontrollägare och VD inte är samma person, likt fallet i Lundbergs. Detta borde vara anledningen till att Vd:n har erhållit en högre ersättning för samtliga år under perioden trots att kontrollägarnas inflytande i Lundbergs och MSAB påminner om varandra. I ägarstrukturerna för Industrivärden, Investor och Kinnevik aktualiseras dock både principal-agent konflikten samt konflikten mellan principalerna vilket kan vara en möjlig förklaring till varför ersättningen till VD är större i dessa bolag gentemot MSAB och Lundbergs. Bortsett från den kraftiga ökningen i ersättning till VD i Industrivärden som inträffar mellan år 2009-2010 tycks det finnas ett samband mellan ersättning till VD och företagets storlek i dessa tre bolag.

Angående prestationen för de nyckeltalen som valts, har Lundbergs och MSAB presterat bäst trots att ersättningen till VD i dessa bolag varit minst. Dock bör belysas att även om Lundbergs ligger på en hög nivå gentemot övriga företag har prestationen varit vikande under perioden. MSAB är bortsett från år 2008 det företag som presterat bäst. Detta tyder på att det

finns incitament utöver ersättningen som motiverar Vd:arna i dessa företag att prestera bra. I Lundbergs fall torde detta vara relaterat till privatekonomiska intressen och i MSAB en nära relation mellan Vd:n och huvudägaren. Prestationen gällande Industrivärden, Investor och Kinnevik har varit mer varierande. Kinnevik präglades av en dålig prestation relativt de andra bolagen i urvalet vilket åskådliggörs då de år 2008-2010 erhåller lägst poäng av samtliga bolag. Under år 2011 sker emellertid en markant förbättring. Intressant att notera är att trots den relativt mediokra prestationen så har ersättningen till Vd:n nästan fördubblats under perioden. Även för Industrivärdens VD kan en fördubbling av ersättningen skönjas. Detta trots att prestationen legat på en relativt oförändrad nivå i jämförelse med de andra bolagen. Utmärkande för urvalet som helhet är att ersättningen till Investors VD korrelerar med den relativa prestationen både positivt och negativt. I Industrivärden, Investor och Kinnevik verkar det också krävas en högre ersättning för att Vd:n ska maximera ägarens egenintressen.

Slutligen kan nämnas att utformningen av samtliga löner inte skiljer sig nämnvärt åt gällande hur dess utformning definieras i årsredovisningarna. Samtliga löner ska enligt företagen vara marknadsmässiga och konkurrensmässiga. Det kan ha sin grund i att företagen regleras av svensk kod för bolagsstyrning. Dock skiljer sig den faktiska utformningen och storleken på ersättningen sig åt mellan företagen vilket framkommer i diagram 2. Ifrågasättande kan därför göras av om dessa ersättningar anses vara marknadsmässiga och konkurrenskraftiga utan att ta hänsyn till ägarstrukturen.

6. Slutsatser

I detta avsnitt presenteras slutsatserna av studien som ämnar besvara studiens syfte baserat på frågeställningarna i problemformuleringen som analyserats i analysen. Avslutningsvis presenteras förslag på vidare studier.

6.1 Slutsatser av studien

Det resultat som framkommit i studien är att det finns starka belägg för att ägarstrukturen har effekt på storleken och utformningen av ersättningen till VD. Det som framkommer tydligast bland investmentbolagen i urvalet är att ersättningsnivån till VD tenderar att vara låg och huvudsakligen utgörs av fast lön då de största ägarna utgörs av fysiska personer medan den tenderar att vara högre och bestå av fler komponenter då stiftelser och andra juridiska personer är ägare. Anledningen till att agentkostnaderna har benägenhet till att öka med stiftelser och företag som ägare kan troligtvis kopplas till en tydligare konflikt mellan agent och principal men även på grund av konflikter mellan principalerna. I tre av de fem undersökta investmentbolagen fanns det både en konflikt mellan agenten och principalen då ägande och drift var särskilda men även en konflikt mellan principalerna till följd av rösträttsdifferentiering mellan aktiestammar. Det var även hos dessa investmentbolag som ersättningen till VD var som störst och byggde på flest komponenter under perioden. Detta kan tyda på att agentkostnaderna ökat på grund av att det finns två konflikter som måste hanteras när ersättningen till VD utformas. Dock bör nämnas att dessa tre investmentbolag också hade störst substansvärde vilket gör att sambandet mellan företags storlek och ersättningen till VD:n bör tas i beaktande. I de andra två företagen fanns enbart en konflikt att hantera, endera mellan agent och principal eller mellan principalerna. Dessa båda företag hade en lägre ersättning än de andra tre, således tyder antalet konflikter ha påverkat utformningen och ersättningen till VD. Lägst lön under perioden erhöles av företaget där agent och principal inte var åtskilda.

Gällande sambandet mellan ersättning till VD och investmentbolagens relativa prestation finns det enbart för ett företag i urvalet tecken som tyder på att dessa skulle korrelera med varandra.

Avslutningsvis förklarar studien att de investmentbolag som betalar högst ersättning inte nödvändigtvis är de som tenderar att prestera bäst. De två investmentbolagen som genomgående erhöles flest poäng i studien karaktäriserades av ett starkt kontrolläggande kopplat till en fysisk person samt att de betalade lägst ersättning till sin VD och ersättningen inte utgjordes av incitamentsystem. De tre investmentbolagen som erhöles lägst poäng i studien hade en ägarstruktur som utgjordes av ett kontrolläggande kopplat till stiftelser eller juridiska personer. Gemensamt för dessa var att de betalade en högre ersättning till VD samt att de tillämpade incitamentsystem. Incitamentsystemens effekt bör därför ifrågasättas för de tre investmentbolagen då studien inte tyder på att det finns någon korrelation mellan ersättning och relativ prestation. Dock bör hänsyn tas till att studien belyser hur det ser ut när incitamentsystemen tillämpas och effekterna av att ta bort incitamentsystemen inte hanteras. Därmed kan det inte med säkerhet sägas att de faktiskt saknar betydelse.

Identifierandet av ett tydligt kontrolläggande i samtliga bolag tyder på att makt torde vara viktigt i investmentbolagen och att detta kan åsidosätta vinstmaximerandet. Detta gör att ett starkare samband finns mellan ersättningen till VD och ägarstruktur än ersättning till VD och prestation. Slutsatsen blir således att det tenderar att inte vara den relativa prestationen utan ägarstrukturen som är avgörande för utformningen och storleken på ersättningen till VD i de fem investmentbolagen i urvalet.

6.2 Förslag på vidare studier

Studien har haft svårigheter i att identifiera sambandet mellan ersättning till VD och prestation i investmentbolag. I studien har en relativ jämförelse mellan prestation och ersättning skett bolagen sinsemellan. Förslag på vidare studier är att för en längre tidsperiod studera ersättningen till VD specifikt för respektive företag för att identifiera vilka mål som ligger till grund för ersättningen samt hur ersättningen beror på grad av måluppfyllelse.

Då uppsatsen avgränsats att inte innehålla styrelsens sammansättning, arvoden eller roll som representant för ägare gentemot VD kan det vara intressant att göra en studie baserad på styrelsens betydelse för ersättning till VD.

7. Referenser

7.1 Böcker

Bebchuk, L.A., Kraakman, R. & Triantis, G., (2000); Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights; I *Concentrated Corporate Ownership*; R.K. Morck; pp. 295-318. University of Chicago Press.

Bergström, C., (2012), *Företagsledarens lön*. Första upplagan. Stockholm: SNS Förlag.

Bergström, C. & Samuelsson, P., (2012), *Aktiebolagets grundproblem*. Fjärde upplagan. Visby: Norstedts juridik.

Merchant, K.A. & Van der Stede, W.A., (2012), *Management Control Systems: performance measurement, evaluation and incentives*. Tredje upplagan. Harlow, England: Pearson education.

Patel, R. & Davidson, B., (2011), *Forskningsmetodikens grunder*. Fjärde upplagan. Lund: Studentlitteratur AB.

Söderström, H.T (red.), Berglöf, E., Holmström, B., Högfeldt, P. & Meyersson Milgrom, E.M., (2003), *Ägarmakt och omvandling*. Första upplagan Kristianstad: SNS Förlag.

Smith, D., (2006), *Redovisningens språk*. Tredje upplagan. Lund: Studentlitteratur AB.

7.2 Artiklar

Ali, A., Chen, T.-Y. & Radhakrishnan, S., (2007), Corporate Disclosures by Family Firms. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44, Nr. 1, pp. 238-286.

Bång, J. & Waldenström, D., (2009), Rörlig ersättning till VD - Vad säger forskningen? *Institutet för näringslivsforskning*. Nr 27,

Bertrand, M. & Mullainathan, S., (2001), Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, Nr. 3, pp.901-932.

Core, J.E., Holthausen, R.W. & Larck, D.F., (1999), Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, Iss. 3, pp. 371-406.

Crystal, G.S. & Hurwicz, M.R., (1986), The case for divisional long term incentives. *California Management Review*, Vol. 29, Nr. 1, pp. 60-74.

Gama, A.P.M. & Galvão, J.M.M., (2012), Performance, valuation and capital structure: survey of family firms. *Corporate Governance*, Vol. 12, Iss. 2, pp. 199-214.

Garen, J.E., (1994), Executive compensation and principal-agent theory. *Journal of Political Economics*, Vol. 102, Nr. 6, pp. 1175-1199.

Huang, R., (2010), Because I'm worth it? CEO pay and corporate governance. *Business Review*, Q3, pp. 12-19.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H., (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nr. 4, pp. 305-360.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A., (1999), Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, Vol. 54, Nr. 2, pp. 471-517.

McConaughy, D.L., (2000), Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay to Performance. *Family Business Review*, Vol. 13, Nr. 2, pp. 121-131.

Mehran, H., (1995), Executive compensation structure, ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 38 Nr. 2, pp. 163-184.

Sapp, S. G. (2008), The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation. *European Financial Management*, Vol. 14, Nr. 4, pp. 710-746.

Tosi jr, H.L. & Gomez-Mejia, L.R., (1989), The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 34, Nr. 2, pp. 169-189.

7.3 Årsredovisningar

Industrivärden AB 2008, 2009, 2010 och 2011

Investor AB 2008, 2009, 2010 och 2011

Investment AB Kinnevik 2008, 2009, 2010 och 2011

Melker Schörling AB 2008, 2009, 2010 och 2011

L E Lundbergföretagen 2008, 2009, 2010 och 2011

7.4 Regelverk

Årsredovisningslagen (1995:1554)

2010, Svensk kod för bolagsstyrning. Stockholm: Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

7.5 Avhandlingar

Samani, N., (2008), *Executive Compensation - The role of largest owners and board of directors in Sweden*. Licentiatavhandling. Gothenburg: University of Gothenburg.

7.6 Övrigt material

Direkt/E24, (2010), *Stenbecks barn får 35 procent av rösterna*. [Internet] Tillgänglig: http://www.svd.se/naringsliv/branscher/bank-och-fastighet/stenbecks-barn-far-35-procent-av-rosterna_7018097.svd [Hämtad 4 Maj 2013].

FAM, (2013), *Hem*. [Internet] Tillgänglig: <http://www.fam.se/default.aspx> [Hämtad 17 Maj 2013].

Investment AB Kinnevik, (2009), *Förvärv av Emesco AB*. Information. Stockholm: Investment AB Kinnevik Investment AB Kinnevik.

Investment AB Kinnevik, (2013), *Historik 1930-1960*. [Internet] Tillgänglig: <http://www.kinnevik.se/sv/Om-kinnevik/Historik/1930-talet/> [Hämtad 4 Maj 2013].

Investor AB, (2013), *De tidiga åren*. [Internet] Tillgänglig: <http://www.investorab.se/om-investor/investors-historia/1916-1929/> [Hämtad 18 Maj 2013].

L E Lundbergföretagen AB, (2013), *Om oss - Vår historia*. [Internet] Tillgänglig: http://www.lundbergforetagen.se/om_l_e_lundbergforetagen/var_historia.aspx [Hämtad 19 Maj 2013].

Lindgren, H., (2013), *Investmentbolag*. [Internet] Tillgänglig: <http://www.ne.se.ezproxy.ub.gu.se/lang/investmentbolag> [Hämtad 25 April 2013].

Lindgren, H. & Körberg, I., (2013), *Handelsbanken*. [Internet] Tillgänglig: <http://www.ne.se.ezproxy.ub.gu.se/lang/handelsbanken> [Hämtad 18 Maj 2013].

MSAB, (2013), *Om MSAB - Historik*. [Internet] Tillgänglig: <http://www.melkerschorlingab.se/sv/om-msab/historik> [Hämtad 14 Maj 2013].

Skatteverket, (2013), *Belopp och procent - Inkomstår 2013*. [Internet] Tillgänglig: <http://www.skatteverket.se/foretagorganisationer/skatter/beloppprocent/2013.106.2b543913a42158acf800021171.html#h-Statliginkomstskattkapitalinkomster> [Hämtad 23 Maj 2013].

Appendix

	2008	2009	2010	2011	Summa
Substansrabatten					
Industrivärden	3	3	3	4	13
Investor	2	2	1	2	7
Kinnevik	1	1	2	1	5
Lundbergs	4	4	4	3	15
Melker Schörling AB	5	5	5	5	20
Förvaltningskostnad					
Industrivärden	3	3	4	3	13
Investor	2	2	2	2	8
Kinnevik	1	1	1	1	4
Lundbergs	5	4	3	4	16
Melker Schörling AB	4	5	5	5	19
Totalavkastning					
Industrivärden	3	4	4	1	12
Investor	4	1	1	4	10
Kinnevik	2	3	2	5	12
Lundbergs	5	2	3	2	12
Melker Schörling AB	1	5	5	3	14
Substansvärdesindex					
Industrivärden	2	1	1	1	5
Investor	5	3	3	2	13
Kinnevik	3	2	2	4	11
Lundbergs	4	4	4	3	15
Melker Schörling AB	1	5	5	5	16
Summa poäng					
Industrivärden	11	11	12	9	43
Investor	13	8	7	10	38
Kinnevik	7	7	7	11	32
Lundbergs	18	14	14	12	58
Melker Schörling AB	11	20	20	18	69

Tabell 21. Visar poängen som tilldelats respektive bolag för verksamhetsår 2008-2011.

Definitioner:

Nedan nämnda definitioner är hämtade från Investors årsredovisning 2009:

- Substansvärde: Marknadsvärde på totala tillgångar minskat med den räntebärande nettoskulden alternativt ökat med nettokassa
- Substansrabatt: Skillnaden mellan substansvärde per aktie och börskurs mätt som andel av substansvärdet
- Totalavkastning: Summan av kursförändring inklusive återinvesterad utdelning
- Förvaltningskostnad: Generella kostnader för att driva investeringsverksamheten

Egenkomponerat nyckeltal:

- Substansvärdesindex: Visar den årliga utvecklingen av substansvärdet i förhållande till basen den 1/1 2008.

Poängsystemet:

Förklaring till poängsystemet. Poäng erhålls i skalan 1-5 där 5 poäng tilldelas det värde som är bäst i respektive kategori.

- Substansvärdesindex: 5 poäng har tilldelats det bolag som har högst index för respektive år. 1 poäng har tilldelats det bolag med lägst index.
- Substansrabatt: 5 poäng har tilldelats det bolag som har lägst rabatt. 1 poäng har tilldelats det bolag med högst rabatt.
- Totalavkastning: 5 poäng har tilldelats det bolag som har haft högst totalavkastning för respektive år. 1 poäng har tilldelats till det bolag med lägst totalavkastning.
- Förvaltningskostnad: 5 poäng har tilldelats det bolag med lägst förvaltningskostnad. 1 poäng har tilldelats det bolag med högst förvaltningskostnad.