

Södertörns högskola
Institutionen för ekonomi och företagande
Företagsekonomi C
C-uppsats 15 poäng
Handledare: Ogi Chun
Vårterminen 2010



Svensk kod för bolagsstyrning

Förklaras det mer än vad den följs?

Författare:
Rozhan Tofiq
Veronica Widell

Förord

Författarna vill först och främst tacka vår handledare Ogi Chun för den värdefulla hjälpen under uppsatsens gång. Han har kommit med intressanta och värdefulla idéer, tankar och tips som varit till stor hjälp för oss. Vi vill även tacka våra opponenter som kommit med konstruktiv kritik och tips under oppositionsseminarierna. Dessutom vill vi tacka de nära och kära som har ställt upp för oss i vått och torrt i skrivandet och som också stöttat oss och dragit upp oss i oändliga skrivkramper. Utan er alla hade uppsatsen aldrig blivit av.

Veronica Widell och Rozhan Tofiq

Stockholm 2010-05-31

Sammanfattning

Titel: Svensk kod för bolagsstyrning – förklaras det mer än vad den följs?

Datum: 2010-06-04

Kurs: Företagsekonomi C, Examensarbete kandidatnivå, 15hp

Författare: Veronica Widell, Rozhan Tofiq

Handledare: Ogi Chun

Nyckelord: Svensk kod för bolagsstyrning, bolagsstyrning, agentteorin, informationsasymmetri, följ eller förklara

Bakgrund: Sverige fick som ett av de sista länderna i Västeuropa en uppförandekod för bolagsstyrning efter uppdagade skandaler. 2004 presenterades den Svenska koden för bolagsstyrning, vilket är grunden för den moderna svenska bolagsstyrningen och som alla bolag som är listade på OMX Nordic Exchange Stockholm måste följa. Koden går efter principen följa eller förklara och det positiva med den anses vara den flexibilitet den skapar i att ta hänsyn till de olika bolagens struktur. Koden har varit implementerad i snart fem år och vi är intresserade av att studera hur väl de olika punkterna följs och om alla bolag avviker från samma punkter. Behövs flexibiliteten i koden verkligen fortfarande?

Syfte: Syftet med vår uppsats är att ta reda på vilka avvikelser som görs från de punkter som finns inom ramen för svensk kod för bolagsstyrning i de börsnoterade bolagen.

Metod: En kvantitativ studie kommer att genomföras med en deskriptiv ansats, bolagsrapporter för samtliga bolag på OMX Nordic Exchange Stockholm kommer studeras.

Teori: För att hjälpa oss att analysera den insamlade empirin kommer vi ta hjälp av agentteorin och tidigare forskning som gjorts inom området för bolagsstyrning.

Resultat: Vi kom fram till att ungefär hälften av alla börsnoterade bolag avviker från koden. Minst avvikande är bolagen i Large-Cap och vi ser en tendens att de flesta bolagen inom samma segment avviker från samma punkter. Flexibiliteten i koden behövs således fortfarande och en faktor som påverkar avvikandet är storleken.

Abstract

Title: Swedish Code of Corporate Governance – does it explain more than follows?

Date: 2010-06-04

Course: Business Administration C, Degree project bachelor level, 15hp

Writers: Veronica Widell, Rozhan Tofiq

Mentor: Ogi Chun

Key words: Swedish Code of Corporate Governance, Corporate Governance, agent theory, information asymmetry, comply or explain

Background: Sweden was one of the last countries in Western Europe to get a code for corporate governance after scandals revealed.

2004 the Swedish Code of Corporate Governance was presented, which is the foundation of the modern Swedish corporate governance and that all companies listed on the OMX Nordic Exchange Stockholm must follow. The code goes on the principle comply or explain, and the great thing about it is considered to be the flexibility it provides in order to take account of the different corporate structure. The code has been implemented in nearly five years and we are interested in studying how well the different points are followed and if all companies deviate from the same directives. Is the flexibility in the code still really necessary?

Purpose: The purpose of our study is to find out which deviations made from the directives that are within the Swedish code of corporate governance in listed companies.

Method: A quantitative study will be carried out with a descriptive approach, corporate governance reports for all companies on OMX Nordic Exchange Stockholm will be studied.

Theory: In order to help us analyze the collected empirical data, we will get help from the agent theory and previous research in the field of corporate governance.

Results: We found that about half of all listed companies deviate from the code. Smallest amounts of companies to deviate are the companies in Large-Cap and we see a trend that most companies in the same segment deviate from the same directives. The flexibility in the code is therefore necessary and one factor affecting the deviations is the size of the company.

Innehåll

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion.....	3
1.3 Syfte.....	4
1.4 Avgränsningar	4
2. Metod.....	5
2.1 Vetenskapligt angreppssätt	5
2.2 Metod för genomförandet av studien.....	6
2.3 Urval	6
2.4 Motivering till urvalet.....	7
2.5 Datainsamlingsmetod	7
2.6 Metodens validitet och reliabilitet	8
2.7 Trovärdighet & källkritik.....	8
3. Teoretisk referensram.....	9
3.1 Agentteorin	9
3.1.1 Informationsasymmetri	10
3.2 Bolagsstyrning	11
3.2.1 Svensk bolagsstyrning	12
3.3 Svensk kod för bolagsstyrning	14
3.3.1 Följa eller förklara.....	15
3.3.2 Den reviderade koden	16
3.3.3 Sammanfattning av punkterna i koden.....	16

4. Empiri.....	21
4.1 Large Cap	21
4.2 Mid Cap	24
4.3 Small Cap	27
4.4 Alla Cap.....	30
5. Analys	34
6. Slutsats.....	37
6.1 Förslag till vidare forskning	39
Källförteckning.....	40

1. Inledning

I detta kapitel presenteras en inledande bakgrund av uppsatsen. Sedan följer en problemdiskussion som leder till uppsatsens problemformulering, syfte och avgränsning.

1.1 Bakgrund

Bolagsstyrning har funnits så länge det har funnits företag och handlar i princip om att minimera principal-agent problemet. Ändå är studierna över detta fenomen inte ens ett sekel gamla. Faktiskt är det så att begreppet bolagsstyrning, eller snarare corporate governance användes först på 80-talet.

Den moderna bolagsstyrningen har sitt ursprung i USA där det i början på 1980-talet fanns ett antal styrelser som hade handlat på ett sätt som hade stridit mot ägarnas intresse, i synnerhet den aktie- och pensionssparande allmänhetens intresse. Detta gjorde så att särskilda riktlinjer bildades, så kallade corporate governance guidelines, för hur bolagen skulle styras.¹

I Europa uppkom den så kallade Cadburyrapporten 1992 efter företagsskandaler i Storbritannien. I denna rapport som var en rekommendation innehöll riktlinjer för hur företagen skulle styras så att så få meningsskiljaktigheter som möjligt skulle uppstå mellan bolagens ledning och aktieägare. 1993 gjorde the London Stock Exchange det obligatoriskt att följa rekommendationerna för de bolag som var listade där².

Idag kallas den rekommendationen för the Combined Code, vilket är sammanställt av Cadbury-rapporten tillsammans med andra rapporter som uppkom i samma veva. Den infördes för brittiska börsbolag 1996 och reviderades senast 2008.

Eftersom det enbart är rekommendationer går koden alltså efter följa eller förklara principen och har använts som modell för många andra länders koder.

Ingen har väl undgått att höra om WorldCom, Tyco, Xerox och alla andra företagsskandaler som uppdagats de senaste åren i USA. Om det ändå skulle finnas någon som inte hört talas om just de här företagen så finns det säkert ingen som missat att höra någon om Enron vilket är den mer omtalade skandalen, så pass omtalad att det till och med gjorts en hollywoodfilm om händelsen. Enron-skandalen berodde på en finansiell manipulation, där skulder undanhölls och vinster förstörades.

¹ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, webbplats 2010-04-19

² Percy, 1995, s. 24

Dessa händelser ledde till att man började tänka ut nya metoder som bidrar till bättre och effektivare system för bolagens internkontroll och en tillförlitigare och klarare rapportering av bolagens ekonomiska ställning till omgivningen och dess intressenter. Därför uppkom ”the Sarbanes Oxley Act”, vilket är ett omfattande regelverk där ett antal frågor som berör bolagsstyrning reglerats genom lag, i och med det ökar kraven på de börsnoterade företagens bokföringsetik.

Sverige fick som ett av de sista länderna i Västeuropa efter också en uppförandekod för bolagsstyrning efter uppdagade skandaler, med Skandia-affären som den mest uppmärksammade vilket handlade om att de delat ut jättebonusar på bekostnad av pensionsspararna.

2002 blev förtroendekommissionen tillsatta av regeringen för att föreslå åtgärder som skulle göra så att det skadade förtroendet för näringslivet återgick till det normala³. De i sin tur bildade Kodgruppen som 2004 presenterade den Svenska koden för bolagsstyrning, vilket är grunden för den moderna svenska bolagsstyrningen och som alla bolag som är listade på OMX Nordic Exchange Stockholm måste följa.⁴

Restriktionen följer Cadburymodellen genom att verka som en norm för god bolagsstyrning. Man behöver alltså inte följa varje punkt i koden utan man kan välja andra lösningar som bedöms passa bättre. Detta förutsätter dock att bolaget redovisar varje avvikelse, motiverar varför och beskriver vilken alternativ lösning som valts istället.⁵ Den svenska koden infördes den första juli 2005 för alla bolag som hade ett marknadsvärde över tre miljarder kronor och blev mycket omdebatterat huruvida lagstiftning och införandet av en kod skulle kunna minska risken för framtida företagsskandaler.⁶ Det som dock anses vara positivt med principen ”följ eller förklara” är den flexibilitet den skapar i att ta hänsyn till de olika bolagens struktur.

³ Sevenius, 2007, s. 46

⁴ Ibid., s. 48

⁵ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2010

⁶ Skog, 2005

1.2 Problemdiskussion

I samband med kodens införande tillsattes Kollegiet för svensk bolagsstyrning som fick uppgiften att ansvara för att följa upp och analysera tillämpningen av koden och utefter det göra eventuella förändringar i koden som anses lämpliga. Efter tre år gjordes en större inspektion av koden med målet att alla bolag med aktier noterade på börsen skulle kunna tillämpa restriktionerna. Den första juli 2008 infördes den reviderade koden och började gälla samtliga svenska börsnoterade bolag, vilket innebär en ökning på cirka 230 bolag. En andra revidering trädde i kraft den första februari 2010.⁷

Alla bolag är som fingeravtryck, inget är det andra likt. Antalet aktieägare varierar, branschen är inte den samma, de har inte samma ägarstruktur och så vidare. Då ter det sig också ganska självklart att de tillämpar koden på olika sätt eftersom den är flexibel.

Kollegiets årsrapport för 2009 som är den första efter att den reviderade koden infördes och började gälla alla börsnoterade bolag har Kollegiet skrivit att med anledning av de många tillkommande kodbolag kan finnas anledning till att förvänta sig en högre frekvens av avvikelser än tidigare år. Så har emellertid inte varit fallet⁸, utan antalet bolag som följt koden fullt ut har ökat från 41 procent 2007 till 54 procent 2008. Men de understryker samtidigt att de inte ser som mål att alla bolag ska följa koden fullt ut, utan de ser det viktigt att koden tillämpas med den flexibilitet som ges utrymme för. I annat fall blir det en tvingande reglering och flexibiliteten försvinner och koden förlorar sitt syfte⁹.

Svensk kod för bolagsstyrning har varit implementerad i snart fem år och vi vill studera hur väl de olika punkterna följs, om det gjorts några avvikelser överhuvudtaget under 2009 och om det är samma punkter som avviks från om det görs avvikelser. Det vi är mest intresserade av att undersöka är dock om flexibiliteten i koden fortfarande ser ut att behövas. Om det bara är en och samma punkt som avviks från har tanken med flexibiliteten försvunnit lite och som sagt förlorar koden sitt syfte och man skulle lika gärna göra om koden till en lag utan den enda avvikande punkten istället.

Det finns inget rätt eller fel sätt att motivera avvikelser på, utan det är aktieägarna som avgör om motiveringen accepteras. Genom att studera bolagens motiveringar och försöka hitta ett mönster i de olika förklaringarna kan det ge en klarare bild om avvikelserna görs på grund av att de behöver flexibiliteten eftersom de har olika strukturer, eller om det är av andra orsaker.

⁷ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, webbplats 2010-04-19

⁸ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Årsrapport 2009, s. 20

⁹ Ibid. s. 22

1.3 Syfte

Syftet med vår uppsats är att ta reda på vilka avvikelser som görs från de punkter som finns inom ramen för svensk kod för bolagsstyrning i de börsnoterade bolagen.

Vi ska fokusera på att få svar på vissa frågor som ska ge oss en djupare uppfattning om varför koden finns och varför bolag avviker från koden. Utifrån ovan nämnda problemdiskussion blir våra frågeställningar följande:

- 1- Vad är det för punkter i den svenska koden för bolagsstyrning som de olika bolagen väljer att avvika från?
- 2- Vad är det för motiveringar som de olika bolagen har när de avviker från de olika punkterna i koden?
- 3- Har de bolag som avviker från samma punkter i koden någonting gemensamt?

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att undersöka svenska bolag som tillämpar den svenska koden i sin bolagsstyrning. Därför har vi valt att undersöka de bolag som är börsnoterade på OMX Nordic Exchange Stockholm, vilket innebär att vi kommer att undersöka alla de bolag som är noterade på samtliga segment, Large- Mid- och Small-Cap.

Vi har också valt att titta på de avvikelser som gjorts under 2009.

2. Metod

I detta kapitel beskrivs och motiveras det metodiska arbetssättet. Avsnittet inleds med en redogörelse av metoden för genomförande av studien för att vidare behandla studiens analysmodell.

2.1 Vetenskapligt angreppssätt

Det finns två vetenskapliga ansatser som är vanliga vid en undersökning, vilka är den deduktiva och den induktiva metoden.

Vid den induktiva metoden utgår man från den insamlade empirin och försöker dra slutsatser utifrån det insamlade materialet och utvecklar en ny teori¹⁰. Det positiva med denna ansats är att insamlingen av empirin görs utan förutfattade meningar eller förväntningar, vilket gör så att man inte begränsar sig själv¹¹. Den deduktiva ansatsen handlar istället om att gå från teori till empiri, alltså att man först bildar sig en uppfattning om det man ska studera för att sedan se om studien stämmer överens med verkligheten. I det stora hela kan man säga att deduktion handlar om att man med hjälp av teorier härleder en frågeställning¹². Det som kan ses negativt med den här ansatsen är att man endast söker efter den information som anses vara relevant, vilket kan leda till att viktig information utesluts¹³.

När man arbetar med den ena av de här ansatserna kan man också välja att arbeta deskriptivt eller normativt också. Om man väljer den normativa metoden försöker man finna förklaringar eller lösningar till olika problem. Den deskriptiva metoden innebär istället att man utgår från ett teoretiskt ramverk och beskriver ett område utifrån det¹⁴.

Med utgångspunkt från den här uppsatsens frågeställning kommer vi att arbeta utefter den deduktiva ansatsen på ett deskriptivt synsätt.

¹⁰ Bryman & Bell, 2005, s.25

¹¹ Jacobsen, 2007

¹² Bryman & Bell, 2005, s. 23

¹³ Jacobsen, 2007

¹⁴ Wallén, 1993, s. 44

2.2 Metod för genomförandet av studien

Det finns två vanliga vetenskapliga metoder som man kan välja mellan när man ska göra en undersökning, den kvalitativa och den kvantitativa metoden. Kvalitativ forskning lägger tyngdpunkten på ord och tolkningar, den handlar om att informationssamling och analys sker samtidigt. Forskaren söker efter svar genom att till exempel gå ut och intervjua relevanta personer som berörs av dennes forskning¹⁵. Kritiken som riktas mot den här metoden är att studien bygger på personliga tolkningar och risken för att forskaren påverkar studien är mycket större¹⁶. Kvantitativ metod utgår däremot från insamlad empirisk data som man sammanställer i en statistisk form så att man utifrån det kan analysera och dra slutsatser¹⁷

Studien som vi ska göra grundar sig på stora mängder empiri anser vi att en kvantitativ metod är lämpligast. Vi kommer att studera bolagens bolagsrapporter och utefter det sammanställa resultatet i tabell- och diagramform. Utifrån resultatet som uppstår kommer vi sedan att analysera och dra slutsatser.

Vi hade kunnat fokusera på den kvalitativa metoden om vi hade haft mer tid, undersökningen skulle kunna bli djupare om vi hade haft resurser för intervjuer. En bild över hur bolagen själva ser på bolagsstyrning och avvikelserna hade kunnat ges.

Genom att använda den här metoden borde vi på lämpligast sätt kunna studera om det finns något samband mellan de olika bolagens avvikelser.

2.3 Urval

I vår studie har vi valt att inrikta oss på alla de bolag som är noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm. Det finns bolag som inte är hemmahörande i Sverige och därför tillämpar en annan kod, detta kommer vi inte att ta hänsyn till utan vi fokuserar på de bolag som avviker från svensk kod för bolagsstyrning.

Dessa bolag är kategoriserade efter storleken på deras marknadsvärde i tre olika segment som är följande:

Large-Cap, 56 stycken bolag

Mid-Cap, 75 stycken bolag

Small-Cap, 125 stycken bolag

¹⁵ Bryman & Bell 2005, s. 322

¹⁶ Andersen 1998, s. 207

¹⁷ Bryman & Bell 2005, s. 322

2.4 Motivering till urvalet

Varför vi har valt OMX Nordic Exchange Stockholm är för att det är på den börsen som den absolut största majoriteten av bolagen följer den svenska koden för bolagsstyrning .

Vad gäller val av året 2009, så har inga tidigare studier gjorts om bolagens avvikelser under just det året utan de gamla studierna handlar om avvikelser från den svenska koden för bolagsstyrning för år 2008 och tidigare

2.5 Datainsamlingsmetod

För att kunna studera om det finns något samband mellan avvikande punkter och olika börsnoterade bolag har vi som sagt valt att använda oss av den kvantitativa metoden för datainsamling genom att använda oss av de utvalda företagens bolagsstyrningsrapporter. De rapporterna finns i tillgängliga på respektive bolags hemsida antingen under information om bolagets bolagsstyrning eller i den publicerade årsredovisningen. Dessa rapporter anses som sekundärdata då informationen i dem har skapats av någon annan än oss själva¹⁸.

Avvikelserna tillsammans med motiveringarna kan antingen redovisas tydligt i början eller slutet av bolagsstyrningsrapporten, men de kan också vara ”gömda” och redovisas löpande under relevant avsnitt i rapporten.

När vi väl har samlat in all relevant information om alla berörda bolag kommer vi att sammanställa datan i form av tabeller och diagram. För varje segment kommer vi att göra diagram där ska det framgå hur många bolag som har avvikit från koden, följt koden fullt ut och har följt en annan kod än den svenska koden. För att få en så överskådlig bild som möjligt kommer vi också redovisa vilka punkter och hur många avvikelser som gjorts av respektive segment.

Som avslut tänker vi upprätthålla ett diagram över samtliga bolag, vad det är för punkter de har avvikit ifrån och hur stort är deras avvikande är sammanlagt. Detta för att ge läsaren en så klar bild som möjligt om vilka avvikelser som är vanligast och hur många bolag som valt att avvika från koden.

¹⁸ Andersen 1998, s. 47

2.6 Metodens validitet och reliabilitet

Vi tycker att den kvantitativa metoden är både reliabel och valid. Metodens validitet ligger i att vi känner oss säkra på att vi mäter det vi är ute efter att mäta. Utgångspunkten är att de data vi har tillgängliga är i form av bolagsstyrningsrapporter och tidigare forskning och att dessa ligger som grund för vår diskussion och analys.

Samtidigt finns här en hög grad av reliabilitet då resultaten skulle bli detsamma om vi gjorde om undersökningen vid ett senare tillfälle. Anledningen till den höga graden av reliabilitet i vår uppsats är att den i stort grundar sig på information direkt tagen ur bolagsstyrningsrapporter och att våra mätningar bygger på data som redan finns publicerade.

2.7 Trovärdighet & källkritik

Vår studie bygger främst på data i form av bolagsstyrningsrapporter som företagen själva sammanställer årligen i anslutning till årsredovisningen. Bolagsrapporterna till skillnad från årsredovisningen behöver däremot inte granskas av revisorer vilket kan innebära att rapporterna är felaktiga och missvisande. Data kan ha utelämnats, fel kan dessutom göras både av misstag och avsiktligt. Vi tycker dock att bolagsstyrningsrapporterna i det stora hela bör vara korrekta och tillförlitliga.

Den litteratur vi har använt oss mest av är Kollegiets olika publikationer där det finns mycket fakta, vi har i den största mån försökt att komplettera och jämföra med annan litteratur för att säkerhetsställa att Kollegiets fakta inte är allt för partisk. Vi anser dock att Kollegiets material endast är till för att klargöra och på sådant opartiskt och informativt sätt som möjligt förklara vad bolagsstyrning och koden handlar om.

3. Teoretisk referensram

I detta kapitel redovisas relevanta teorier för bolagsstyrning följt av en belysning av svensk kod för bolagsstyrning som ska användas som referensram i senare avsnitt.

3.1 Agentteorin

Agentteorin är en viktig del som påverkat debatten om bolagsstyrning och beskriver relationen mellan styrelse och aktieägare. Upphovet till teorin anses vara Bearles och Means som skrev boken *The modern corporation and private property* 1932, där de analyserade problemet med den separation mellan ägande och kontroll som ägt rum i publika företag. Men det var inte förrän 1976 när Jensen och Meckling publicerade artikeln *The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership* som teorin började växa fram. Artikeln fokuserade i grunden på relationer och överenskommelse mellan två parter. De båda parterna, principaler som här är aktieägarna och agenter som här är företagsledningen, förmodas försöka maximera sin egen nytta, såvida deras beteende inte hindras av lagar, kontrakt eller normer.¹⁹ Detta uppfattar en organisations styrnings- och kontrollproblem utifrån ägarnas, investerarnas och externa intressenters perspektiv.

Problemet som teorin grundar sig på är det så kallade agentproblemet, det vill säga problematiken kring risken att agenten handlar för sina egna intressen snarare än för principalernas. Agentteorin är därför inriktad på metoder att kontrollera agenternas egenlystiga intressen för att säkerställa skydd för principalerna och för att hålla de båda parterna på samma bana²⁰. Dessa metoder ger upphov till tre olika typer av kostnader:

- Övervakningskostnader, exempelvis revisionskostnader, för att kontrollera att agenten agerar efter principalens målsättningar.
- Samordningskostnader, som exempelvis är kostnaderna för incitamentsprogram, vilket gör så att agenten har en ekonomisk vinning på att agera efter principalernas intresse.
- Residualkostnader, vilket är förluster som uppkommer på grund av att agenten trots övervakning och incitament ändå inte tillvaratar principalens intressen.²¹

¹⁹ Sevenius, 2007, s. 79-82

²⁰ Hatch, 2002, s. 108

²¹ Sevenius, 2007, s. 81

Aktieägarna har alltså som mål att generera så mycket vinst som möjligt och de har allt som oftast också ett långsiktigt mål och vill således generera vinsten över en längre period. Under tiden sitter företagsledningen bara på uppdrag några enstaka år i taget och vill följaktligen nå stora resultat på kort sikt, därutöver anser ledningen att de borde få en del i vinsten då det är deras förtjänst att den uppkommit.

3.1.1 Informationsasymmetri

En viktig del i agentteorin är utbytet av information, huruvida ett bolag går med vinst, hur ledningens förvaltning går till, uppgifter om styrelsearbetet och så vidare. Teorin om asymmetrisk information fördjupar förståelsen i problemen med informationsflödet.

Aktieägarna, alltså principalerna anställer en ledning, agenter, som får i uppdrag att utföra särskilda uppgifter bättre än vad aktieägarna själva skulle kunna göra. Principalernas insikt om olika aktiviteter och prestationer i företaget försämrars genom delegeringen av kontroll till agenterna²².

Agenterna kan utnyttja det faktum att de är mer insatta i bolaget än principalerna och får på så sätt ett övertag och informationsasymmetri har skapats. Principalerna skulle kunna övervaka varje litet steg och beslut som agenterna tar för att få fullständig information, men detta är varken tidseffektivt eller resursmotiverat. Dessutom inskränker en sådan övervakning på agenternas fria handlande och skulle med största sannolikhet att leda till missnöje. Om man utgår från agentteorin så skulle det också kunna vara så att agenten inte vill ge ut information till principalen eftersom detta går emot intresset²³.

George A. Akerlof fick tillsammans med två andra forskare nobelpriset i ekonomi 2001 för deras analys av marknader med asymmetrisk information. Akerlof analyserade i sin artikel *The market for Lemons* 1970 bland annat marknaden för gamla bilar, även så kallade lemons (som är engelsk slang för dåliga bilar). Han menade att begagnade bilars pris påverkas negativt eftersom det finns lemons ute på marknaden, vilket gör så att köpare kräver rabatt även om bilen är av hög kvalitet.²⁴

I det sammanhang vi ska undersöka i kan man säga att misslyckanden inom bolagsstyrning, som Skandia, påverkar alla aktieköparens förtroende för aktier vilket leder till att aktiekurserna går nedåt.

²² Rapp, 1994

²³ Sevenius, 2007, s. 92-94

²⁴ http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/public-sv.html 2010-05-11

3.2 Bolagsstyrning

”Bolagsstyrning syftar till att säkerhetsställa att bolag som inte leds av sina ägare drivs med ägarnas intresse för ögonen”. Så lyder Kollegiet för svensk bolagsstyrnings definition på vad bolagsstyrning är²⁵.

Som citatet i säger och som man hör från begreppet handlar bolagsstyrning om hur bolag ska skötas på, ett för aktieägarnas synsätt, så effektivt som möjligt. Som nämnts tidigare har olika former av regler och riktlinjer för bolagsstyrning tagits fram som komplement till lagstiftningen för att minska principal-agent problemen. En grundläggande fråga är om sådana bestämmelser ska ta sin form i lagstiftning eller vägledande restriktioner, även kallat självreglering.

I bolagsstyrningens begynnelse fanns framför allt en mekanism för att få styrelse och ägare att sträva mot samma mål: straffpåföljder. Detta har varit svårt att tillämpa och det anses inte vara lämpligt att göra upp problemen i domstolar, även om man gör en annan bedömning i USA. Nu för tiden finns det två utgångspunkter för styrningsprincipen: röstning och utträde. Det som anses vara den viktigaste mekanismen är röstning och deltagande på bolagsstämman, som har den egentliga makten över bolaget. Aktieägarna kan också rösta i val av styrelse, vilket i det stora hela innebär att man har möjlighet att välja egna representanter till styrelseledamöter.

För att kunna rösta och få inflytande måste man först och främst träda in i aktiebolagskretsen, detta gör man genom att köpa aktier. Om man sedan säljer aktierna för att man är missnöjd innebär det att företagsledningen måste ta hänsyn till en förändrad maktstruktur.²⁶

Ett bolags styrelse har en naturlig och central roll inom bolagsstyrning, även bolagsstämman och revisionsutskottet är också en viktig del. Dock är bolagsstyrning i betydande utsträckning anpassad för stora bolag, små företag som leds av aktieägarna beaktas inte alls eftersom det inte har samma problem med spritt ägande och relationen mellan ledning och ägare. Det är i stora bolag som problem med bolagsstyrningen har uppmärksamats och det faller sig naturligt att det är utifrån det som lösningar har utformats utifrån. Små företag blir hänvisade att styras utifrån rekommendationerna för bolagsstyrningen i stora bolag, men många av problemen är annorlunda för små företag. Många regler har man inte resurser till att följa eller

²⁵ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, webbplats

²⁶ Sevenius, 2007, s. 249-255

är inte ekonomiskt försvarbart.²⁷ En annan svaghet bolagsstyrningen har är att det ligger mycket fokus kring aktieägarna. Andra intressenter, exempelvis de anställda, som kan ha gott inflytande på bolagsstyrningen tas inte i beaktande.

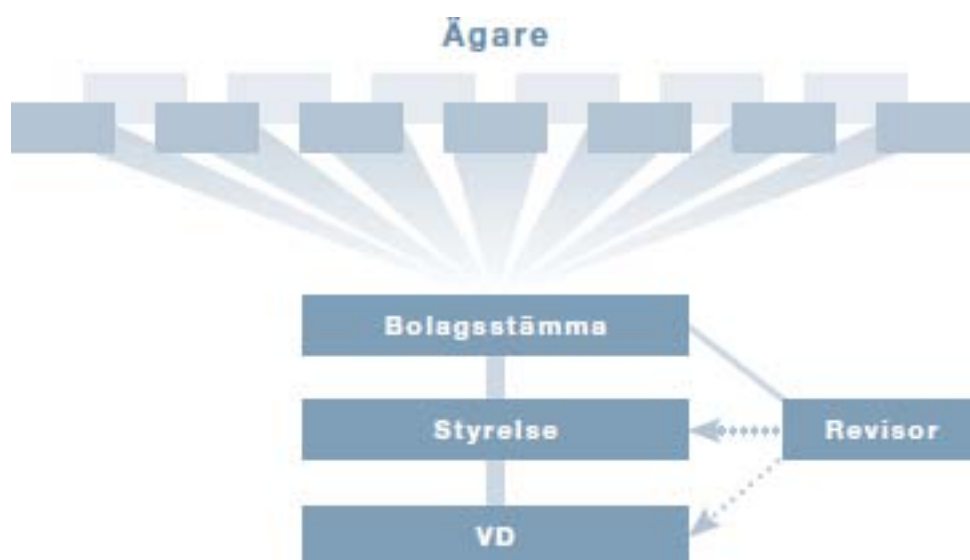
Ytterligare en svag punkt är att bolagsstyrning egentligen inte diskuteras i de perioder det går bra för bolagen och samhällsekonomin i övrigt, vilket gör så att utvecklingen nästan står helt still.

3.2.1 Svensk bolagsstyrning

Den svenska bolagsstyrningen regleras av en kombination av skrivna regler och normer på olika nivåer. Aktiebolagslagen är det som lagt grunden för bolagsstyrningen och reglerar bland annat vilka organ som ska finnas i bolaget, dess funktioner och aktierättigheter. Dock präglas bolagsstyrningen mycket av självreglering genom den svenska koden för bolagsstyrning, vilket kompletterar lagen genom att ställa högre krav på de börsnoterade företagen. Om det skulle leda till bättre bolagsstyrning får man avvika från koden.

Det är inte bara dessa två regelverk som har haft en inverkan på den svenska bolagsstyrningen utan också, som nämnts, flera internationella regelverk.²⁸

Enligt aktiebolagen måste det finnas tre beslutsorgan, bolagsstämman, styrelse och verkställande direktör. En revisor måste också finnas som ett kontrollorgan, vilket utses av bolagsstämman.



²⁷ Ibid, s. 69-71

²⁸ Ibid, s. 123

Figur 1. Den svenska ägarmodellen enligt Kollegiet²⁹

Bolagsstämma

Aktiebolagens högsta beslutande organ är bolagsstämman, den består av aktieägarna i bolaget och det är där aktieägarna kan få sin röst hörd. Dess huvudsakliga uppgift är just att fatta beslut och har som huvudsaklig uppgift att utse styrelse, revisor och även arvoden till dessa.³⁰

Styrelse

Det är styrelsen som är det styrande organet i bolaget och svarar för att organisera och förvalta i bolaget. Dess funktionär att vara den främsta som företräder företaget, vilket behövs eftersom de yttersta beslutsfattarna bara sammanträder en gång per år. Styrelsen utser den verkställande direktören och förvaltar även de förfogande aktieägarmedlen och därför är det styrelsens uppgift att se till så att bokföringen blir kontrollerad. Styrelsen ska alltså vara som en bro mellan aktieägare och bolaget.³¹

Verkställande direktör

Det verkställande organet är det den verkställande direktören som är och ska sköta den löpande förvaltningen. Den verkställande direktören är alltså underordnad styrelsen och även om direktören har en central position har denne bara det egentliga uppdraget att följa styrelsens anvisningar på hur den löpande förvaltningen ska ske.³²

Revisor

Det kontrollerande organet är revisorn och har i uppgift att dels kontrollera och granska styrelsens och den verkställande direktörens förvaltning, dels att granska bokföringen och årsredovisningen. På årsstämman rapporteras revisionsberättelsen som anger om årsredovisningen har upprättats i enlighet med årsredovisningslagen. Revisorn rapporterar också in om någon styrelseledamot eller den verkställande direktören har misskött sina åtaganden och stridit mot relevanta lagar eller bolagsordningen. Enligt revisorlagen ska revisorn vara opartisk och självständig.³³

²⁹ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, webbplats

³⁰ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2010, s. 9

³¹ Sevenius, 2007, s. 132-136

³² Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2010, s. 11

³³ Sevenius, 2007, s.132-136

3.3 Svensk kod för bolagsstyrning

Som tidigare har nämnts var det Kodgruppen som är utarbetade den ursprungliga koden som infördes 2005. Från att gälla börsföretag som var noterade på dåvarande A och O-listan med ett marknadsvärde över 3 miljarder kronor kom det den första juli att gälla alla börsnoterade bolag.

Kodgruppens förhoppningar vid framställandet av koden, var att denna skulle verka som en förebild för övriga företag i landet och på så sätt förbättra och utveckla näringslivet.

De har utformat tre huvudsakliga syften med bolagskoden i Sverige:

- Förbättra svensk bolagsstyrning och därigenom bidra till ett effektivare och mer energiskt näringsliv, vilket i sin tur stärker samhällsekonomins effektivitet och växtkraft.
- Främja förtroendet för näringslivet i det svenska samhället.
- Stärka det svenska näringslivets förmåga att långsiktigt attrahera svenskt och internationellt riskkapital, genom en ökad kunskap och förståelse kring den svenska koden för bolagsstyrning³⁴.

Koden behandlar de beslutssystem genom vilket ägarna direkt eller indirekt styr bolaget. Den är alltså en del av näringslivets självreglering och anger normer och regler för god bolagsstyrning på en högre nivå än aktiebolagslagen och andra reglers minimikrav³⁵.

Målgruppen för det svenska regelverket är fokuserat till företag med ägarspridning. Detta ska uppfattas som aktiemarknadsbolag, alltså bolag som är noterade på börsen eller annan auktoriserad marknadsplats³⁶. För att konkretisera ytterligare talar vi närmare bestämt om bolag som är noterade på NASDAQ OMX Nordic Exchange Stockholm och NGM Equity. Tanken är att den koden ska kunna tillämpas av samtliga av dessa bolag, alla med skilda förutsättningar³⁷.

Kodgruppen upplöstes i och med att koden infördes och Kollegiet för svensk bolagsstyrning bildades som fick i uppgift att förvalta koden. Detta innebär att det är Kollegiets uppgift att analysera tillämpningen i koden och skapa struktur i självregleringen. Det ingår alltså inte i Kollegiets uppgift att kontrollera huruvida enskilda bolag tillämpar koden, avgörandet

³⁴ Skog, 2005

³⁵ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2010, s. 3

³⁶ Sevenius, 2007, s. 145

³⁷ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2010, s.3

huruvida ett enskilt bolags avvikelser inger förtroende ligger istället hos kapitalmarknadens aktörer.³⁸

3.3.1 Följa eller förklara

Det viktigaste delen i koden är principen ”följ eller förklara”, vilket innebär att företag som tillämpar koden har möjlighet att avvika från enskilda regler under förutsättning att avvikelsen redovisas och en bra motivering ges till varför de aktuella reglerna inte bedöms vara tillämpbara eller av andra skäl vara olämplig att följa för företaget³⁹.

Ett företag kan på så sätt avvika från koden utan att bryta mot reglerna och det kan till och med vara så att det är ett måste att företag avviker från enskilda regler för att leva upp till en bättre bolagsstyrning⁴⁰. En viktig fråga är emellertid vilka krav som faktiskt skall ställas på motivering av avvikelse då det inte finns några restriktioner för detta, utan Kollegiet anser som sagt att detta är en fråga för högre beslutsfattare i det enskilda bolaget att ta ställning till och avgöra⁴¹. Vad som i varje enskilt fall kan anses vara godtagbart motiv för avvikelse blir alltså en fråga för den marknadsplats eller de ägare som kräver att företaget skall tillämpa koden att bestämma⁴².

Skälet till att koden har gjorts självreglerande är att kodgruppen följde den praxis som var etablerad för de brittiska reglerna och motiveras av att reglerna utgör en kodifiering av god sed. Enligt förespråkarna innebär principen att restriktionerna kan sättas hårdare än vad lagar gör, kodgruppen säger att ambitionsnivån har kunnat sättas högre eftersom tvingande regler måste ligga på en rimlig nivå så att alla företag ska kunna följa dem.

Principen gör det också möjligt för flexibilitet i bolagsstyrningen, eftersom alla företag är olika kan det finnas skäl till att avvika från vissa punkter. Självreglering har också många fördelar jämfört med lagstiftning. Ett skäl är att det är mer följsamt inom ett område som har en hög utvecklingstakt. Reglerna kan vara mer detaljerade inom de viktigaste områden och kostnaderna bedöms också bli lägre när bolagen tillåts anpassa sig. Kritiken som framförts är att principen kan göra aktieägare osäkra på hur viktigt det är att följa koden. Lagstiftning anses vara den största normprodukten i samhället. En lagreglering kan också vara mer effektiv genom statens sanktionsmöjligheter är bättre.⁴³

³⁸ Ibid, s.4

³⁹ Skog, 2005

⁴⁰ Sevenius, 2007

⁴¹ Svernlöv, 2005

⁴² Skog, 2005

⁴³ Sevenius, 2005, s. 185

3.3.2 Den reviderade koden

Första juli 2008 kom den reviderade koden i kraft och började omfatta alla börsnoterade företag i Sverige. Det var Kollegiet som under 2007 kommit fram till att Sverige var ett av få länder i EU som inte tillämpade restriktionerna på alla börsnoterade bolag. Dessutom hade Koden varit i kraft under tre år, Kollegiet tyckte att koden fungerade väl och ansåg att tiden var mogen för att tillämpa Koden på samtliga bolag, som hade varit Kodgruppens intention från början.

I den reviderade formen tog Kollegiet bort delar som ansetts oväsentliga, antal regler minskade från 69 till 42 och flera punkter förenklades. Detta gjordes för att det skulle bli lättare för mindre bolag att anpassa sig efter koden. De viktigaste förändringar som gjordes var att krav på valberedningsledamöter ska vara oberoende infördes. Revisions- och ersättningsutskott gjordes frivilliga, med kravet att styrelsen kan göra dess uppgifter istället. Bolagen blev också tvungna att inte bara motivera avvikelserna utan också redogöra för den lösning man valt istället.⁴⁴

Nu senast i februari trädde ännu en reviderad kod i kraft, nu gjordes ändringar med anledning av den rekommendation som EU-kommissionen utgav våren 2009. Det har också gjorts ändringar i den svenska lagstiftningen som gjorde det tvunget att ändra i koden⁴⁵.

3.3.3 Sammanfattning av punkterna i koden

Här nedan följer en sammanfattning av punkterna i koden. Vi har valt att sammanfatta den reviderade koden från 2008⁴⁶ och inte den som utkom senast eftersom det är efter de här punkterna som bolagen vi har undersökt har följt.

1. Bolagsstämman	
1.1 Tidpunkt för stämman	Uppgift om tid och ort för bolagsstämma ska publiceras på hemsidan senast i samband med Q3 rapporten. Information om hur en aktieägare ska få ett ärende behandlat ska också finnas.
1.2 Kallelse	Kallelse och övrigt underlag ska ha sådan utformning, utfärdas och tillhandahållas i sådan tid att aktieägare kan bilda sig en välgrundad uppfattning om de ärenden som ska behandlas.

⁴⁴ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, årsrapport 2008

⁴⁵ Ibid, webbplats, <http://www.bolagsstyrning.se/koden/reviderad-kod-2010> 2010-05-11

⁴⁶ Ibid, webbplats, <http://www.bolagsstyrning.se/media/12534/svensk-kod-for-bolagsstyrning-2008-07-01.pdf>, 2010-05-11

1.3 Styrelse, VD och närvaro	Vid bolagsstämma ska beslutsför styrelse med ordförande och VD närvara. Vid årsstämma ska minst en valberedningsledamot, minst en revisor och om möjligt alla styrelseledamöter också närvara .
1.4 Förslag till ordförande	Valberedningen ska föreslå ordförande vid årsstämma. Förslaget ska presenteras i kallelsen.
1.5 Språk på stämma	Ska hållas på svenska, om det är motiverat kan tolkning erbjudas.
1.6 Justeringsmän	Aktieägare eller ombud som inte ingår i styrelsen eller är anställd i bolaget kan utses.
1.7 Protokoll	Ska publiceras på hemsidan, om det är motiverat kan det också översättas.
2. Val och arvodering av styrelse och revisor	
2.1 Ordförande, ledamöter och revisor	Bolaget ska ha en valberedning som ska lämna förslag till ordförande, ledamöter, revisor och arvode.
2.2 Hur valberedning utses	Utses av bolagsstämman eller ange hur ledamöterna ska utses.
2.3 Sammansättning	Minst tre ledamöter varav en ordförande. Majoriteten ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. En ledamot ska vara oberoende i förhållande till den röstmässigt största aktieägaren.
2.4 Styrelseledamöter	Kan ingå i valberedningen, men får inte vara i majoritet. Styrelsens ordförande eller annan styrelseledamot ska inte vara valberedningens ordförande. Högst en av dem får vara beroende till större aktieägare.
2.5 Offentliggörande av valberedningens ledamöter	Ska publiceras på hemsidan minst sex månader innan årsstämman. Uppgift om hur aktieägare kan lämna förslag till valberedningen ska också lämnas.
2.6 Presentation och motivering	Ingående presentation och motiverad yttrande om styrelseförslaget i kallelse och på hemsidan. Speciell förklaring krävs om avgående VD föreslås som ordförande.
2.7 Valberedningens uppgifter	Valberedningen ska på bolagsstämma lämna en redogörelse för hur arbetet bedrivits och dessutom presentera och motivera sina förslag.

3. Styrelse	
3.1 Styrelsens uppgifter	Styrelsen ska fastställa bolagets mål, strategier, tillsättning/entledigande av VD. De ska också se till att uppföljning och kontroll av verksamhet finns, att bolaget följer gällande lagar och säkerhetsställa att informationsgivningen är öppen, korrekt och tillförlitlig.
3.2 Uppdrag utanför bolaget	VD:s externa uppdrag ska godkännas av styrelsen.
4. Styrelsens storlek och sammansättning	
4.1 Sammansättningen	Ska vara ändamålsenlig med hänsyn till ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. En jämn könsfördelning ska eftersträvas.
4.2 Suppleanter	Suppleanter till bolagsstämmovalda styrelseledamöter ska inte utses.
4.3 Styrelseledamot i bolagsledningen	Högst en stämموald styrelseledamot får arbeta i bolagets ledning eller i ledningen av bolagets dotterbolag.
4.4 Oberoende	Majoriteten av de stämموvalda ledamöterna ska vara oberoende. Den som nomineras till styrelseledamot ska förse valberedningen med underlag för bedömning av eventuell beroendeställning.
4.5 Mandatperiod	Ledamot ska inte utses för längre tid än till slutet av nästa årsstämma.
5. Styrelseledamots uppdrag	
5.1 Självständig bedömning	Styrelseledamot ska självständigt bedöma ärenden.
5.2 Kunskap	Styrelseledamot ska tillägna sig den kunskap som erfordras.
6. Styrelseordförande	
6.1 Val	Ordförande ska väljas av bolagsstämman.
6.2 arbetsfördelning	Arbetsfördelningen mellan ordföranden och VD ska klargöras.
6.3 Effektivt styrelsearbete	Ordförande ska leda styrelsearbetet igenom att bl.a. se till att ny ledamot utbildas, förmedla synpunkter från ägarna till styrelsen, fastställa förslag till dagordning för styrelsens sammanträden, kontrollera styrelsens arbete.

7. Styrelsens arbetsformer	
7.1 Instruktioner	Arbetsordningen, instruktion för VD och rapporteringsinstruktion ska en gång per år prövas.
7.2 Utskott	Om styrelsen inrättar utskott, ska det av styrelsens arbetsordning framgå vilka arbetsuppgifter och vilken beslutanderätt styrelsen har delegerat till utskott samt hur utskotten ska rapportera till styrelsen.
7.3 Protokollen	Ska vara tydliga och skickas till ledamöterna så snart som möjligt.
8. Utvärdering, av styrelse och VD	
8.1 Utvärdering	Av styrelsens arbete årligen. Relevanta delar redovisas för valberedningen.
8.2 Utvärdering av VD	Minst en gång per år ska styrelsen behandla denna fråga.
9. Ersättning till ledande befattningshavare	
9.1 Ersättningsutskott	Ersättningsutskott ska inrättas. Ledamöter ska vara oberoende.
9.2 Aktierelaterade ersättningar	Ska beslutas på stämma och innefatta väsentliga villkor. Styrelseledamöter ska inte delta i aktierelaterade incitamentsprogram riktade till ledningen. Aktieägarna ska i god tid före stämman kunna skaffa sig en uppfattning om programmet.
10. Revisionsutskott, finansiell rapportering och internkontroll	
10.1 Revisionsutskott	Inrättas av styrelsen
10.2 Arbete i revisionsutskott	Kvalitetssäkra rapportering, träffa revisor, fastställa riktlinjer för revisorernas övriga uppdrag, utvärdera, biträda valberedningen.
10.3 Möte med revisorerna	Styrelsen ska minst en gång per år, utan närvaro av VD eller annan person från bolagsledningen, träffa bolagets revisor.
10.4 Granskning	Styrelsen ska se till att bolagets halvårs- eller niomånadersrapport översiktligt granskas av bolagets revisor.
10.5 Intern kontroll	Styrelsen ska årligen lämna en beskrivning av bolagets system för intern kontroll och riskhantering avseende den finansiella rapporteringen.

10.6 Internrevision	Om bolaget inte har en granskningsfunktion ska styrelsen årligen utvärdera behovet av ett sådant och motivera sitt ställningstagande.
11. Information om bolagsstyrning	
11.1 Rapport i årsredovisningen	Bolagsstyrningsrapport ska upprättas. Avvikelser ska redovisas och motiveras. Det ska framgå vilka delar som har granskats av revisor.
11.2 Uppgifter i bolagsstyrningsrapporten	Om det inte framgår i årsredovisningen, ska det finnas information i bolagsstyrningsrapporten om det som krävs enligt koden.
11.3 Information på webbplatsen	Det ska finnas ett speciellt avsnitt på hemsidan för bolagsstyrningsfrågor, där senaste bolagsstyrningsrapporten finns tillgänglig, samt information som i enlighet med koden ska lämnas eller finnas tillgänglig på hemsidan.

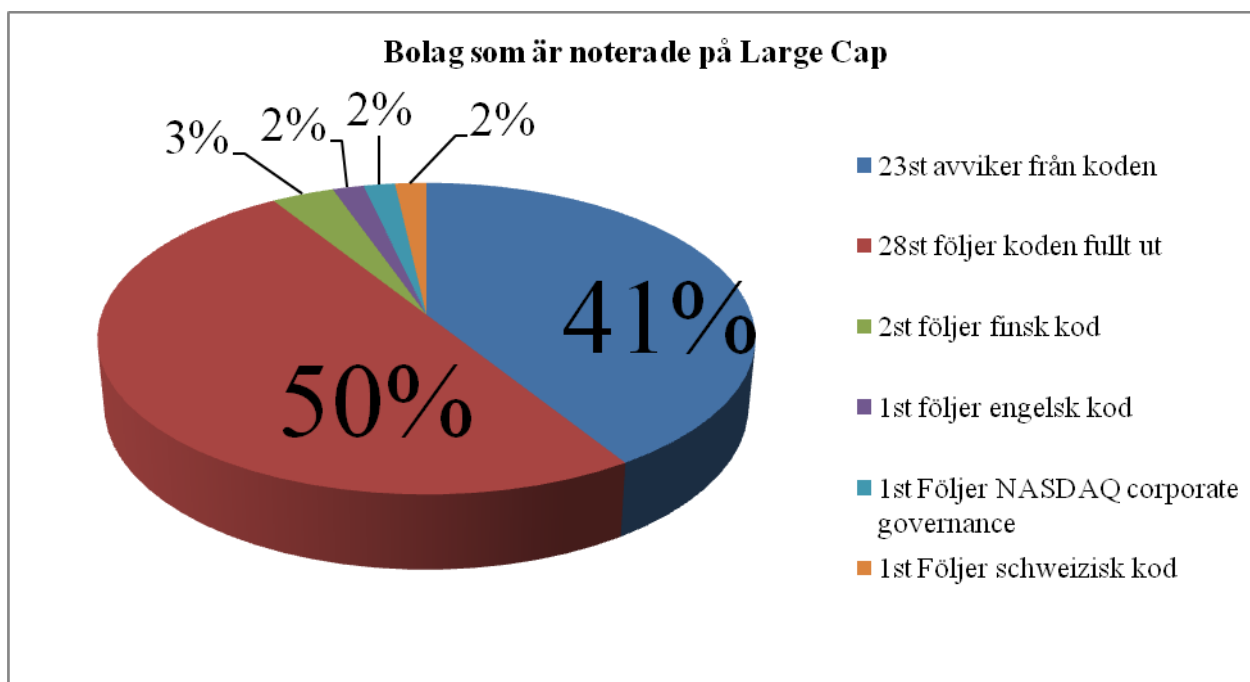
4. Empiri

I det här kapitlet presenteras kortfattat resultatet av de empiriska data som samlats, som vi sammanställt i tabeller.

Vi har nedan sammanställt de bolag vi har undersökt med hjälp av tabeller och diagram så man enkelt kan analysera. Syftet med detta är att ge läsaren en förståelse för avvikelserna.

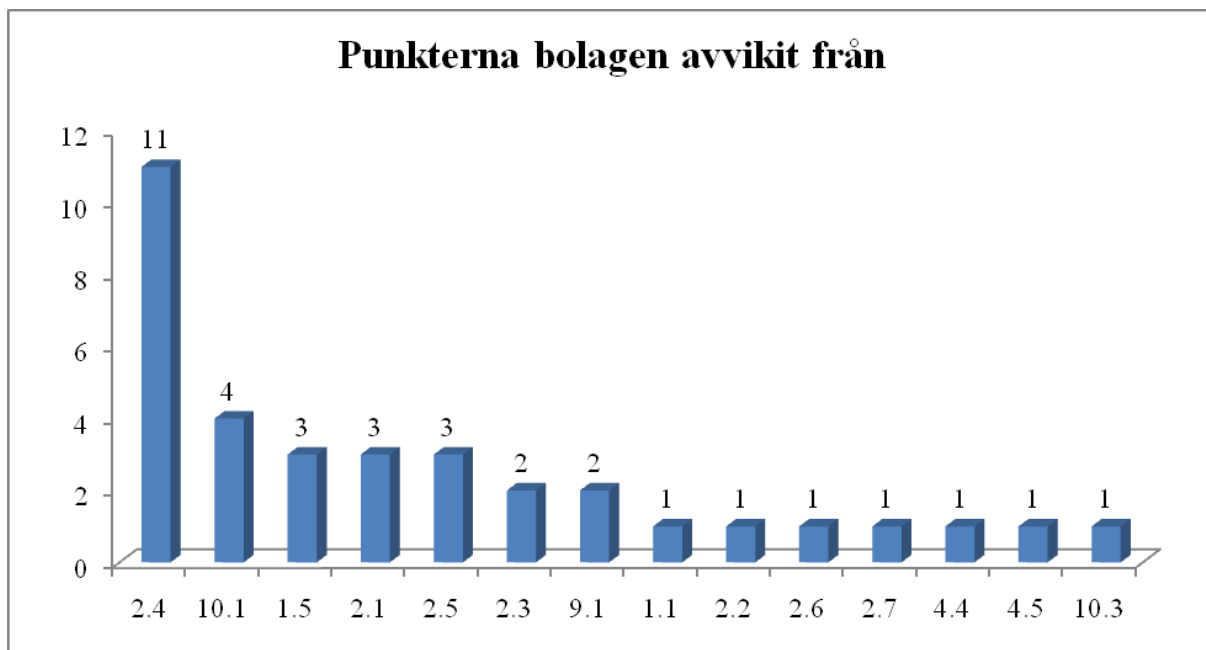
4.1 Large Cap

Det är OMX Nordic Exchange Stockholms lista för de 56 bolagen med stort marknadsvärde. Nordiska bolag med ett börsvärde över en miljard euro återfinns här.



Figur 1: Diagrammet visar bolag med stort marknadsvärde och huruvida de följer den svenska koden för bolagsstyrning, eller om de följer andra koder än den svenska.

Den största delen av bolagen (28 stycken) utgörs av de bolag som har följt koden fullt ut. Den näst största delen av bolagen (23 stycken) har avvikit från vissa punkter, 5 stycken bolag följer någon annan kod.



Figur 2: Diagrammet visar vilka punkter som bolagen avvikit från.

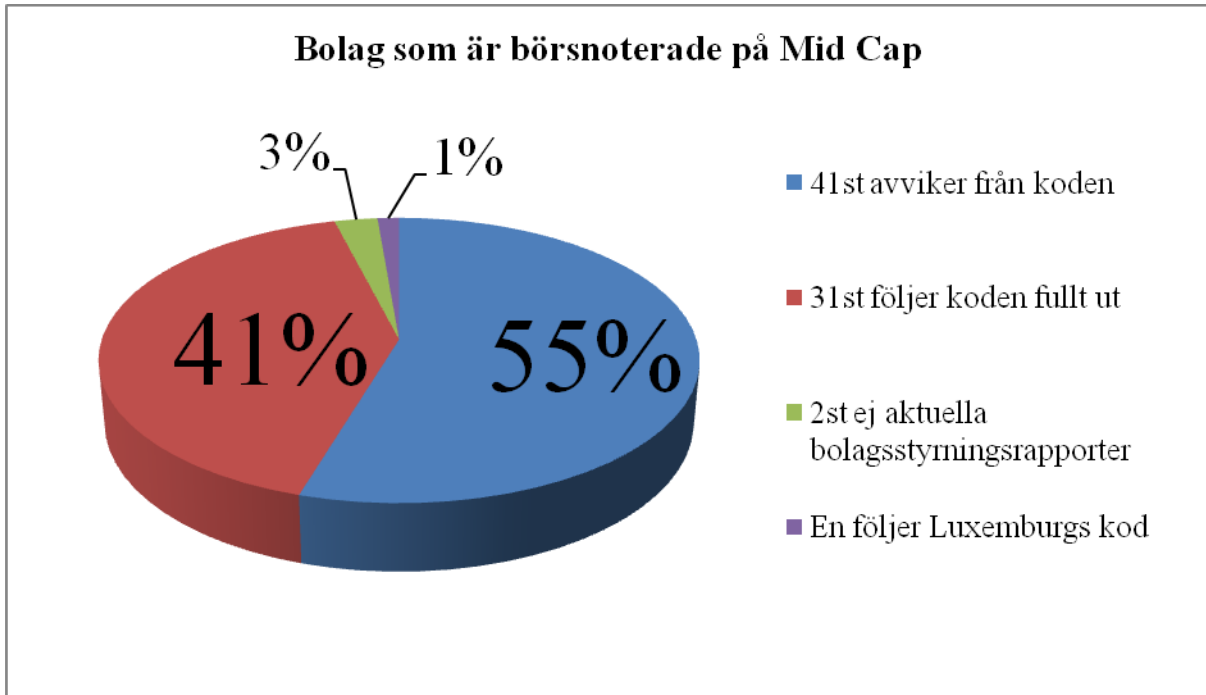
Nedan följer en tabell över vilka motiveringar som har gjorts för varje punkt:

Punkter i koden	Antal avvikelser	Motiveringar
2.4	10	<ul style="list-style-type: none"> • Valberedningen har bedömt att det naturligt att bolagens största ägare också ska vara ledare i valberedningen. • Personen är bäst lämpad.
10.1	4	<ul style="list-style-type: none"> • Två ledamöter anses vara tillräckligt. • Hela styrelsen har hand om revisionen, det är effektivast.
1.5	3	<ul style="list-style-type: none"> • Bolagen har haft stämman i ett annat land. • Ägarna kan inte svenska.
2.1	3	Denna typ av frågor behandlas inte på årsstämman enligt bolagens bolagsordning eftersom det inte är en fråga under lagen där bolagen har sitt säte.

2.5	3	Bolagen har haft en tidig stämma och har inte haft möjlighet att publicera valberedningen tidigare och årsstämman har ansett att fem månader är en tillräcklig tid för valberedningen att fullfölja sin uppgift.
2.3	2	Bolagen har valt VD:n som valberednings ordförande mot bakgrund av det stora aktieinnehavet i bolaget.
9.1	2	Ledamöternas erfarenhet är till nytta för bolaget och utövar sitt arbete som om de vore oberoende.
1.1	1	Det kommer att bestämmas senare.
2.2	1	Ett bolag har avvikit från hela kapitel två eftersom en valberedning inte ansetts behövlig på grund av aktiesammansättningen.
2.6	1	Samma som ovan.
2.7	1	Samma som ovan.
4.4	1	Styrelsen har ansett att det finns stora fördelar med att ha personer med lång erfarenhet av verksamheten och som ger kontinuitet i bolaget.
4.5	1	Styrelsen har ansett att det finns stora fördelar med att ha samma ledamot då denne har lång erfarenhet av bolagets verksamhet och ger en kontinuitet i bolaget.
10.3	1	Styrelsen inte har funnit något behov av ett årligt möte på grund av att revisorerna vid flera tillfällen avrapporterat till revisionsutskottet utan närvaro av verkställande direktören.

4.2 Mid Cap

Det är OMX Nordic Exchange Stockholms lista för de 75 bolag med medelstort marknadsvärde. Nordiska bolag med ett börsvärde över en 150 miljoner euro men under en miljard euro återfinns här.



Figur 3: Visar huruvida bolagen följer den svenska koden för bolagsstyrning, eller om de följer andra koder än den svenska. Dessutom finns det bolag som inte hunnit publicera sin bolagsstyrningsrapport.

Som diagrammet visar så kan vi se att den största delen av bolag (42 stycken) med medelstort kapital avviker från den svenska koden. Näst största delen av bolagen (31 stycken) är de som följer koden fullt ut utan några avvikelser. Det är bara två bolag som inte hunnit publicera sin bolagsstyrningsrapport och därför inte varit aktuella, ett bolag har följt Luxemburgs kod.



Figur 4: Diagrammet visar vilka punkter bolagen har avvikit från och med hur mycket.

Nedan följer en tabell över vilka motiveringar som har gjorts för varje punkt:

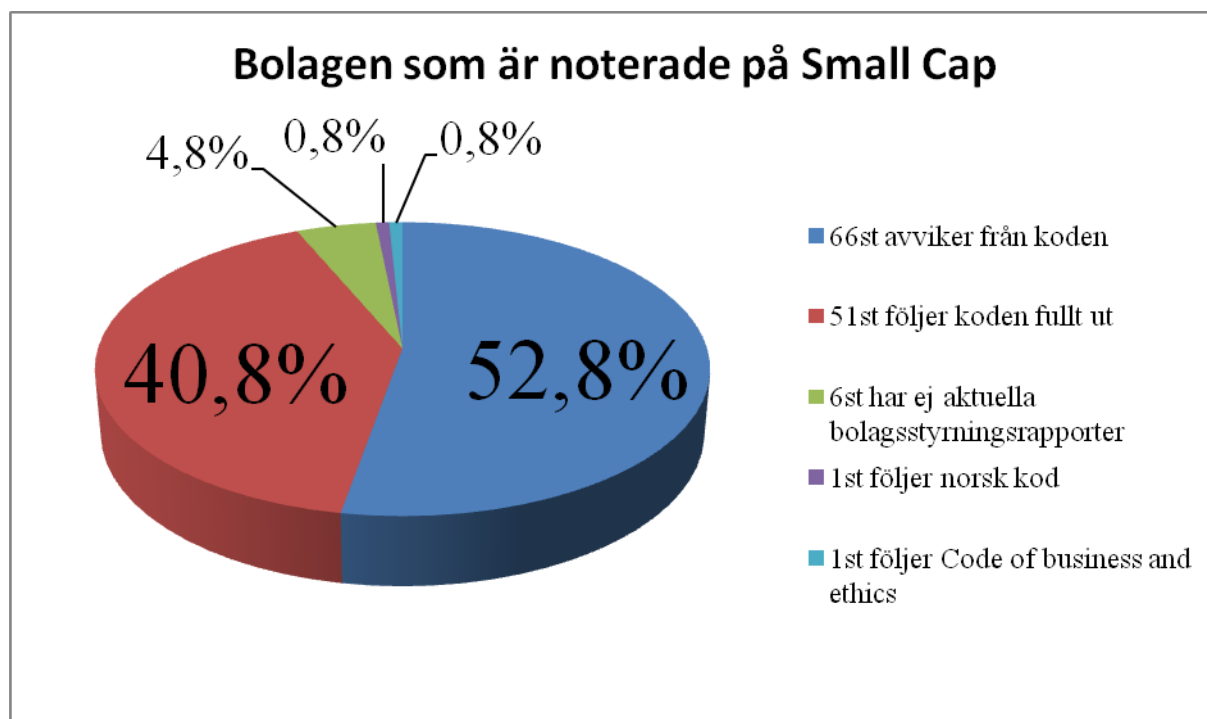
Punkter i koden	Antal avvikelser	Motiveringar
2.4	19	Åtta stycken av bolagen har inte någon valberedning alls på grund av att de har en aktieägarsammansättning som inte ger behov till upprätthållande av valberedning. Resten har angett att valberedningen bland annat har bedömt det naturligt att bolagens största ägare också ska vara ledare i valberedningen.
10.1	11	Ett bolag motiverar sin avvikelse med att de inte har något revisionsutskott eftersom bolagets storlek inte motiverar detta. Resten har angett att de inte har tillräckligt många ledamöter eller att de har överlåtit kontrollen till styrelsen.
9.1	6	Hälften har beroende ledamöter i utskottet eftersom dessa anses lämpligast. Resten av bolagen har angett att de inte behöver ha ett ersättningsutskott med tanke på deras verksamhets storlek.

2.3	5	Bolagen anser vara naturlig att de största aktieägarna ska delta i valberedningen.
4.2	3	Har ansetts bäst lämpade.
10.4	3	Bolagen kan inte motivera en sådan merkostnad.
1.5	2	<ul style="list-style-type: none"> • Stämman hållits i ett annat land. • Ägarna kan inte svenska.
2.1	2	<ul style="list-style-type: none"> • Bolaget har inte någon valberedning alls. • Frågor om val och arvodering av revisor samt förslag till styrelse och ledamöter kan behandlas av styrelsen.
2.5	2	Bolagen kunde inte publicera i tid.
2.6	2	Bolagen har haft tidsbrist.
1.4	1	Bolagets har inte haft någon valberedning alls.
1.7	1	Ägarnas kan inte svenska och därför har inget protokoll på svenska upprättats.
2.2	1	Bolaget har inte haft någon valberedning alls.
2.7	1	Samma som ovan.
3.1	1	Bolaget har börjat tillämpa koden sedan 1 juni 2008 och har inte hunnit ta fram etiska riktlinjer för bolagets uppträdande.
4.3	1	Bäst lämpad.
7.2	1	Bolaget har inte något utskott i styrelsen.
8.1	1	Den då sittande styrelsen vid den tidpunkt på året då nämnda utvärderingar normalt sker, på begäran av en aktieägare, fattat beslut om att kalla till extra bolagsstämma för val av ny styrelse.

8.2	1	Samma som ovan
10.6	1	Styrelsen tycker att det för närvarande inte finns något behov av någon granskningsfunktion i verksamheten.

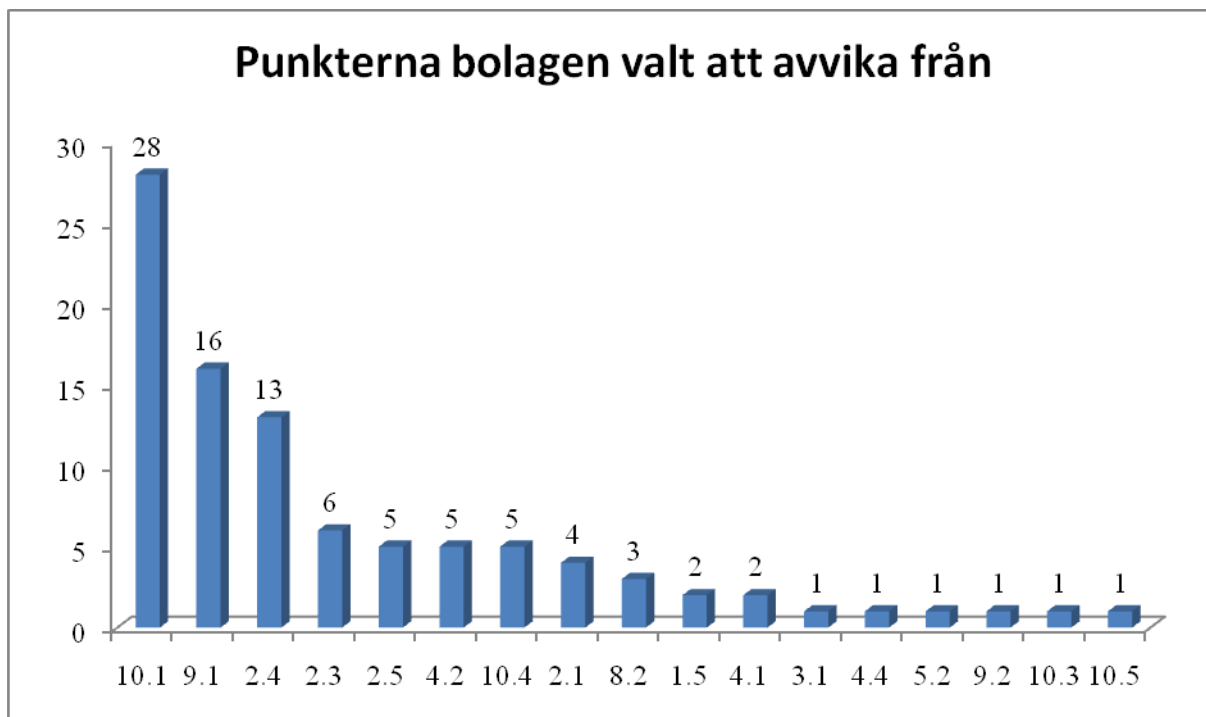
4.3 Small Cap

Det är OMX Nordic Exchange Stockholms lista för de 125 bolagen med medelstort marknadsvärde. Nordiska bolag med ett börsvärde under 150 miljoner euro återfinns här.



Figur 5: Visar huruvida bolagen följer den svenska koden för bolagsstyrning, eller om de följer andra koder än den svenska. Dessutom finns det bolag som inte hunnit publicera sin bolagsstyrningsrapport.

Som diagrammet visar så kan vi se att den största delen av bolagen (66 stycken) avviker från den svenska koden. Näst största delen av bolagen (51 stycken) är de som följer koden fullt ut utan några avvikelser. Det är 6 bolag som har följt den svenska koden 2008 men som inte hunnit rapportera huruvida de följt koden under 2009, ett bolag har följt den norska koden och ett bolag har följt code of business and ethics.



Figur 6: Diagrammet visar vilka punkter bolagen har avvikit från och med hur mycket.

Nedan följer en tabell över vilka motiveringar som har gjorts för varje punkt:

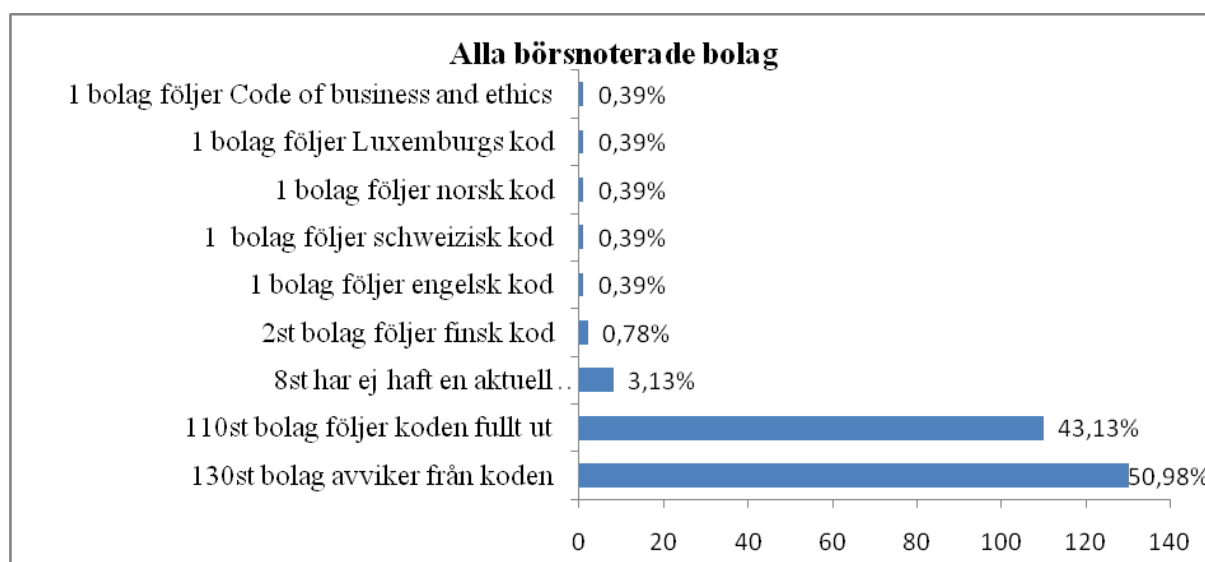
Punkter i koden	Antal avvikelser	Motiveringar
10.1	28	Styrelsen har gjort en bedömning och kommit fram till att bolagen inte behöver ha en formell internrevisionsavdelning med tanke på bolagens storlek och omfattning av transaktioner. Styrelserna har angett att de själva kan sköta om de uppgifter som ett revisionsutskott kan göra.
9.1	16	Bolagen anser att de inte behöver ha ett särskilt ersättningsutskott med tanke på bolagens storlek.
2.4	13	Elva stycken av bolagen har angett att valberedningen har bedömt det naturligt att bolagens största ägare också ska vara ordförande i valberedningen. Resten av bolagen har valberedningen ansett att det är viktigt att ordförandet ska ha god kunskap och förståelse för styrelsens arbete.

2.3	6	Bäst lämpade.
2.5	5	Arbetet med valberedningen har tagit längre tid än planerat.
4.2	5	Bäst lämpade.
10.4	5	Det är inte nödvändigt med en revisions utskott med tanke på bolagens storlek.
2.1	4	Hälften anser att det inte finns behov av att ha en valberedning i verksamheten. Resten tycker att valberedningen ska inte lämna förslag till val och arvodering av revisor då valberedningen inte har nödvändig detaljkännedom för att på ett rimligt sätt kunna bedöma revisorernas löpande arbete och offerter.
8.2	3	I två av bolagen har styrelsen funnit det motiverat att personer från ledningen ska delta i mötet för utvärdering av VD:n då dennes synpunkter ansågs värdefulla i utvärderingen. I ett bolag gjordes aldrig någon utvärdering.
1.5	2	<ul style="list-style-type: none"> • Företagets vd är fransman • Ingen motivering
4.1	2	Det grundläggande kravet vid sammansättningen av styrelsen har varit kompetens och inte kön.
3.1	1	Ingen motivering har angetts.
4.4	1	Bolaget har bedömt är att det finns stora fördelar med lång erfarenhet av verksamheten och kontinuitet i ett bolag som deras.
5.2	1	Ingen motivering har angetts.
9.2	1	Styrelsen finner det naturligt att huvudägaren är representerad i ersättningsutskottet.

10.3	1	Styrelsen har vid flertalet tillfällen under 2009 haft kontakt med revisorn och med hjälp av det tillräckliga utbytet av information vid dessa möten har styrelsen valt att inte ha ett möte bara mellan styrelsen och revisorn, utom den verkställande direktörn.
10.5	1	Styrelsen anser att kostnaderna för en sådan rapport inte är motiverade för ett sådant litet bolag.

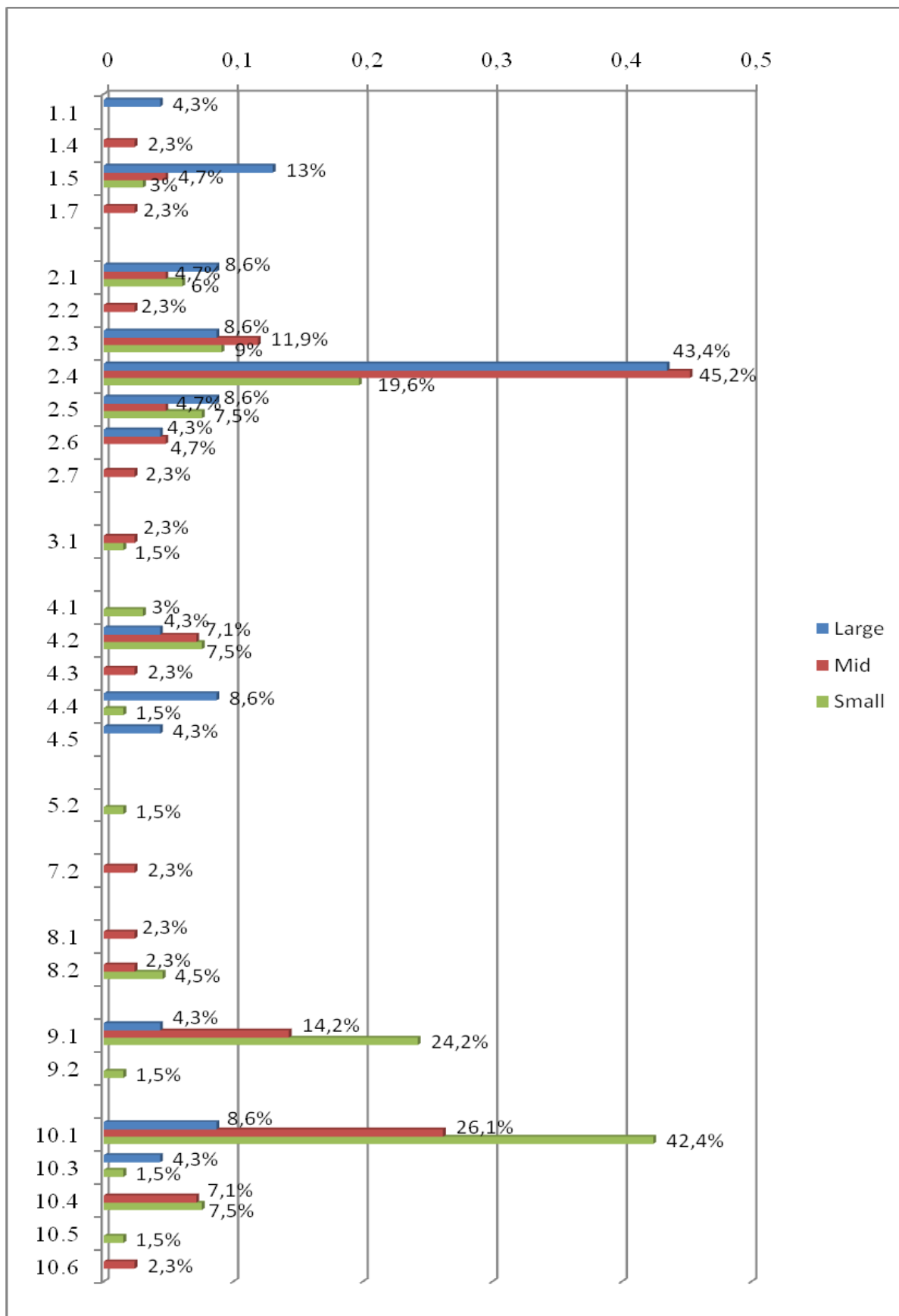
4.4 Alla Cap

Det här är en sammanställning av alla bolag som finns noterade på stockholmsbörsen.



Figur 7: Figuren visar huruvida bolagen från de alla tre segment har följt den svenska koden för bolagsstyrning.

Det som kan utläsas från diagrammet är att lite över hälften av de börsnoterade bolagen avviker från den svenska koden i något avseende.



Figur 8: visar procentuellt de avvikelser som bolagen gjort från olika punkter i den svenska koden för bolagsstyrning.

Det som kan utläsas från diagrammet är att bolagen i de olika segmenten har haft olika mängder avvikelser från de olika punkterna. Det finns vissa punkter som har avvikits av bara en typ av bolag medan vissa andra punkter har avvikits av alla bolag. Det finns också punkter i koden som inga bolag har avvikit ifrån och alla har följt det fullt ut.

De punkter som avvikits från mest i respektive segment är också de punkter som det är störst skillnad mellan segmenten.

Nedan följer en tabell som visar huruvida de olika bolagen har avvikit från de olika punkterna i den svenska koden för bolagsstyrning:

Punkter i koden	Antal avvikelser från bolag med stort kapital	Antal avvikelser från bolag med medelstort kapital	Antal avvikelser från bolag med litet kapital	Summa avvikelser
1.1	1			1
1.2				
1.3				
1.4		1		1
1.5	3	2	2	7
1.6				
1.7		1		1
2.1	3	2	4	9
2.2	1	1		2
2.3	2	5	6	13
2.4	11	19	13	43
2.5	3	2	5	10
2.6	1	2		3
2.7	1	1		2
3.1		1	1	2
3.2				
4.1			2	2
4.2		3		3

4.3		1		1
4.4	1		1	2
4.5	1			1
5.1				
5.2			1	1
6.1				
6.2				
6.3				
7.1				
7.2		1		1
7.3				
8.1		1		1
8.2		1	3	4
9.1	2	6	16	24
9.2			1	1
10.1	4	11	28	43
10.2				
10.3	1		1	2
10.4		3	5	8
10.5			1	1
10.6		1		1
11.1				
11.2				
11.3				
Summa	35	65	95	190

5. Analys

I detta avsnitt skall vi analysera viktiga aspekter avseende avvikandet från koden. Analysen sammanställs utifrån det empiriska materialet i förhållande till den teoretiska referensramen.

Vi har tittat på alla bolag som är börsnoterade på OMX Nordic Exchange Stockholm som vi nämnde i teorin är koden gjord för större bolag, vilket kan innebära att större bolag har en tendens att följa koden fullt ut i en större utsträckning än vad de små gör. Med större bolag menas då vad storleken på marknadsvärdet är.

Det som vi märker först i vår studie är att det är ungefär hälften av de bolag som är noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm som avviker från den svenska koden för bolagsstyrning.

Som vi också har kommit fram till är att det är procentuellt sett flest bolag inom Mid-Cap som har valt att avvika från någon punkt i koden än bolag i Small- och Large-Cap. Bolag noterade på Small-Cap var det 96 stycken bolag av totala 183 under 2008, vilket visas i figur 5 är 55 procent. Medans det i Small-Cap har varit ungefär 52,8 procent och 41 procent av Large-Cap bolagen som avvikit.

Detta tycker vi stämmer ganska överens med ena svagheten om att bolagsstyrningen främst är anpassad till stora företag som observerats. De kategorierna som bolagen är indelad i är som sagt beroende på bolagets marknadsvärde och inom kategorin Large-Cap ingår bolag som har marknadsvärdet en miljard euro och över. Har man ett marknadsvärde under 150 miljoner euro ingår man i Small-Cap, Mid-Cap är allt mellan. Det är heller inte så många procentenheter som skiljer Small- och Mid-Cap i delen avvikelser, vilket gör så att vi tycker att storleken på bolaget kan räknas till en faktor som påverkar hur pass bra man följer koden. Bolag i Mid- och Small-Cap har också angivit att de inte anser det ekonomiskt motiverat att implementera vissa punkter i koden. Det vi också har observerat är att enbart bolagen i Small-Cap anger att motivet till att avvika är bolagets ringa omfattning, vilket stärker tesen om att bolagets storlek påverkar huruvida väl man följer koden.

Det är punkt 2.4 som det har avvikits mot mest, närmre bestämt utav 42 stycken bolag, vilket nämnts handlar om styrelseledamöter i valberedningen. Large- och Mid-Cap bolag har avvikit mest från punkten och då med 43,4 respektive 45,2 procent, medans det är bara 19,6 procent

av bolagen i Small-Cap som har avvikit från punkten. Avvikelserna har varit på grund av att valberedningens majoritet har utgjorts av styrelseledamöter eller så har styrelsens ordförande varit ordförande även i valberedningen. De absolut allra flesta har haft motiveringen att personen varit bäst lämpad och att det föreföll sig naturligt.

Detta kan förklaras som att de flesta bolag vill att styrelsen ska ha ett betydande inflytande över valberedningen så att de bland annat kan påverka val av ledamöter och ordförande i bolagets styrelse. Som sagt så är avvikelserna väldigt jämt fördelade mellan bolagen i Mid- och Large-Cap vilket skulle kunna förklaras med att styrelsen i de små bolagen inte känner att det finns något behov av att ha större inflytande i valberedningen.

Det bolagen i Small-Cap däremot har avvikit mest från är punkt 10.1 med 42,4 procent. Jämfört med bolagen i Mid-Cap som avvikit med 26,1 procent och Large-Cap med enbart 8,6 procent. Det är också den punkt som bolagen avviker från mest efter 2.4, med totalt 41 stycken avvikelser. Avvikelsen har varit på grund av de flesta bolag inte har upprättat ett revisionsutskott, de som har ett utskott har inte innehållit tillräckligt många ledamöter. Att de bolag i Small-Cap är de som avvikit från punkten mest kan förklaras utav att det är kostsamt att upprätta ett revisionsutskott, vilket en sådan kostnad känner de mindre bolagen att de kunde vara utan om de fick slippa. Detta förklarar varför bolagen i Large-Cap avviker minst från punkten, eftersom de har störst kapital och således större utrymme för sådana utgifter.

Avvikelser från punkt 9.1 har varit 17 stycken i antalet. Avvikelsen har varit på grund av att de flesta bolagen inte har upprätthållit ett ersättningsutskott, de som har ett har inte haft tillräckligt med ledamöter, precis som motiveringarna för avvikelserna till 10.1. Vi har observerat att flertalet bolag som inte har haft ett revisionsutskott inte heller har haft ett ersättningsutskott och också här är det flest bolag från Small-Cap och minst från Large-Cap som avvikit. Detta med samma förklaring som för saknaden av ett revisionsutskott, det kostar att ha ett ersättningsutskott och om styrelsen tar över dess uppgift blir det billigare för bolagen.

Den punkt som har haft relativt många avvikelser är punkt 2.3 där antalet avvikelser varit 13 stycken. På grund av att majoriteten av bolagets valberedning har utgjorts av de största aktieägarna vilket i de här fallen har gjort att valberedningen innehåller personer som är beroende i förhållande till bolaget, har bolagen avvikit. Det är relativt procentuellt jämnt fördelat mellan de olika segmenten. Vi tror inte att det har något att göra med att bolagen har

något annat gemensamt än att den största aktieägaren är involverad i bolaget på något sätt, som de här avvikelserna har gjorts. Det låter fullt rimligt att en person ska sitta med i valberedningen i egenskap som den största aktieägaren oavsett koppling till bolaget. De övriga punkterna i koden har inte några märkbara värden och avviker endast i en mindre skala.

Av de undersökta bolagen har 8 stycken inte hunnit publicera sin bolagsstyrningsrapport för 2009, vilket är året vi undersökt. Det är knappt 5 procent från Small-Cap och 3procent från Mid-Cap som faller bort, detta blir lite mer än 3 procent för hela urvalet. Vi har gjort bedömningen att detta inte skulle påverka resultatet nämnvärt på något vis eftersom det är en så pass liten del.

6. Slutsats

I detta avslutande kapitel presenteras och redovisar vi de slutsatser vi har dragit samt en diskussion om bolagsstyrning och förslag till vidare forskning

Av undersökningen som gjorts kan man se att det är en hel del bolag på Stockholmsbörsen som avviker från den svenska koden för bolagsstyrning. Det är hela 130 stycken bolag av 255 som avviker, vilket är lite mindre än 51 procent.

Vad som kunde ses i analysen var att det är tre specifika punkter som bolagen avvikit från i större utsträckning, vilka är:

- 2.4- Styrelseledamöter i valberedningen
- 9.1- Ersättningsutskott ska finnas
- 10.1- Revisionsutskott ska finnas

Det som har framkommit i undersökningen är att storleken på bolag kan ses som en bidragande faktor till varför en del bolag inte anser att de har möjlighet att följa koden fullt ut. Vilket framgick i både motiveringarna och i att det inte alls är lika många bolag inom Large-Cap som avvikit från koden. Det som måste belysas är dock att de största bolagen, det vill säga bolagen inom Large-Cap har applicerat koden sedan den infördes 2005, de minsta bolagen är inne på sitt andra år med bolagskoden. Att de stora bolagen har haft längre tid till att vänja sig med koden skulle också kunna vara en faktor till varför det är mycket mindre Large-Cap bolag som avviker.

En väldigt intressant iakttagelse gjordes under undersökningen, vilket är att ytterst få bolagsstyrningsrapporter har granskats av en revisor vilket kan förklara att motiveringarna inte var så pass utförliga som vi hade hoppats på. Som vi har nämnt har inte Kollegiet fastslutit några riktlinjer för hur utförlig en motivering ska vara utan det är helt och hållet upp till aktieägarna som bestämmer om en motivering håller eller inte. Detta förutsätter att aktieägarna är insatta i vad koden innebär för att de ska kunna avgöra om en motivering är fullständig.

Vi tvivlar starkt på att alla aktieägare ens läser igenom bolagsstyrningsrapporten och vi tror att aktieägarna känner en trygghet i koden och egentligen inte bryr sig om ifall bolagen

avviker från koden så länge avkastningen är tillfredställande. Detta kan vara en förklaring till varför bolagsstyrningsfrågor dyker upp i mycket större grad i lågkonjunktur, eftersom det oftast ger en mycket mindre ekonomisk marginal.

Principen följa eller förklara är som sagt till för att ge bolagen en flexibilitet, en flexibilitet som ger bolagen utrymme att tillämpa koden utefter deras specifika sammansättning. Vi misstänker dock att många av avvikelserna skulle kunna ha gått att undvika och att många bolag utnyttjar principen, kanske till och med av ren lathet. Det kan tyckas vara godtagbart att man vill ha de bästa och mest lämpade personen i valberedningen, fastän det innebär att man gör en avvikelse. Men för avvikelserna som gjorts på grund av att man inte har haft det material som redovisats på bolagsstämman tillgängligt på svenska, eller att man publicerat information på hemsidan försent, kan man tycka skulle ha kunnat undvikas ganska lätt. På det här sättet lämnas utrymme att missbruka principen, men vi anser att detta hjälper de företag som behöver principen till att få en ännu bättre bolagsstyrning. Därmed är vår slutsats att flexibiliteten som koden medför fortfarande behövs ändå, det är ganska många bolag som avviker från koden och det är relativt ganska många olika punkter som bara avviks från av ett eller två bolag. De motiveringar som redovisats har nästan alla varit att just den punkten inte behövs eller kan följas på grund av bolagets sammansättning. Dessutom syns det ganska tydligt att koden främst är anpassad efter stora bolag då det är de som avviker minst, så för de mindre bolagen blir flexibiliteten en nödvändighet.

Man skulle kunna fråga sig vad den svenska koden för bolagsstyrning egentligen gör för nytta när hälften av bolagen avviker från den, samtidigt är det väldigt många bolag som har ”gömt” avvikelserna och motiveringarna i rapporten, man måste läsa igenom hela rapporten väldigt noggrant och grundligt dessutom måste man vara väl insatt för att få reda på om de överhuvudtaget avviker. Vi tror att koden skulle fungera bättre om det fanns mer kunskap om den och det dessutom skulle finnas ett krav som säger att man är tvungen att redovisa avvikelserna i ett särskilt avsnitt. Om aktieägarna ökade medvetandet om koden är vi övertygade om att vi skulle se fler protester.

Nu är dock en ny reviderad kod insatt sedan fyra månader tillbaka och vi tycker att det ska bli väldigt intressant att se om förändringarna har gjort någon nytta så att fler bolag kan följa koden fullt ut.

6.1 Förslag till vidare forskning

Ett av kodgruppens mål med koden var att stärka den svenska aktiemarknaden på den utländska marknaden. Ett intressant område att studera skulle därför vara att mäta hur mycket koden förändrat det svenska näringslivet. Har näringslivet verkligen stärkts och vilka är det i sådana fall som är intresserade av den svenska marknaden?

En annan intressant undersökning skulle vara i hur stor grad bolagsstyrningsrapporter blir granskade. Är det som vi misstänker, att aktieägare struntar i hur det går så länge de ser ett tillräckligt bra resultat? Vi tror att detta skulle öka kunskapen hos både aktieägare genom att de får insikt i hur de ska se på rapporten och bolagen skulle få bättre insikt i hur de ska förbättra utformningen av bolagsstyrningsrapporten, som såväl själva bolagsstyrningen.

Något som vi skulle finna väldigt intressant att undersöka är om det är någon skillnad i avvikanden i bolag som skiljer sig mer än i storleken. Påverkar till exempel antalet aktieägare i bolaget på något sätt hur väl koden följs? Antalet ledamöter i valberedningen eller i styrelsen? Fins det någon skillnad mellan dem? Är det en viss bransch som är mer benägen att avvika än en annan?

Källförteckning

Böcker

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

Bryman, Alan & Bell, Emma (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 1:1 Liber, Malmö

Hatch, Mary Jo (2002) *Organisationsteori*. Lund, Studentlitteratur

Jacobsen, I (2007) ”*Vad, hur och varför*” Författaren och studentlitteratur; Malmö.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2010) *Svensk kod för bolagsstyrning*. Stockholm: Hallvarsson & Halvarsson

Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2009) *Årsrapport 2009*. Stockholm: Hallvarsson & Halvarsson

Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2008) *Årsrapport 2008*. Stockholm: Hallvarsson & Halvarsson

Percy, J P (1995) *The Cadbury Report and Corporate Governance in U.K.* The CPA Journal May 1995;65, 5;ABI/INFORM Global.

Rapp, B. & Thorstenson, A. (1994) *Vem skall ta risken?* Lund.

Sevenius, Robert (2007) *Bolagsstyrning*, Studentlitteratur.

Svernöv, Carl (2005) *Bolagskoden : svensk kod för bolagsstyrning med kommentarer för praktisk tillämpning*, Stockholm : Norstedts juridik

Skog, R (2005) *En svensk kod för bolagsstyrning, - vad är det för något och vad innebär den?*, Stockholm center for Commercial law, IUSTUS förlag; Uppsala.

Wallén, Göran (1993) *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*. Studentlitteratur, Lund

Internetkällor

Kollegiet för svensk bolagsstyrning

<http://www.bolagsstyrning.se> (åtkomst 2010-04-19)

Koden i sin helhet

<http://www.bolagsstyrning.se/media/12534/svensk-kod-for-bolagsstyrning-2008-07-01.pdf>

(åtkomst 2010-04-19)

Om den senaste reviderade koden

<http://www.bolagsstyrning.se/koden/reviderad-kod-2010> (åtkomst 2010-05-11)

Officiella sidan om Nobelstiftelsen

http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/public-sv.html (åtkomst 2010-05-11)