

# Ägarstrukturens påverkan på tillämpningen av Svensk kod för bolagsstyrning

*- En studie av bolagsstyrningsrapporter*

---

## Abstract

In the light of some company scandals the Swedish Code of Corporate Governance, the Code, was introduced in the year of 2004 to reinforce confidence in how Swedish listed companies are managed. As many of the other European codes of corporate governance, the Swedish Code is based on the principle of “comply or explain”. The need for corporate governance regulation arises from the inherent conflict of interest between owners and managers. This conflict is limited in companies controlled by a family in contrast to companies that lack a strong owner. From an agency theory perspective we postulate that the ownership structure influences the application of the Code. Our hypothesis is that the companies controlled by a family diverge more from the Code than companies that lack a strong ownership structure. To test our hypothesis we investigated corporate governance reports from twentyone Swedish listed companies, of which eight lacked an owner with a strong influence and thirteen that were controlled by a family. The study results confirmed that the companies controlled by a family diverge from the Code to a greater extent than the companies that lack an owner of great influence and by applying a non-parametric test we were able to accept our hypothesis. The limited need of monitoring in the companies controlled by a family was judged to be the main reason for the differences in the application of the Code.

**Keywords:** agency theory, corporate governance, ownership role, ownership structure, the Swedish Code of Corporate Governance

---

**Författare:** Johanna Lindén Lindsö och Maria Nilsson

**Handledare:** Niclas Hellman

**Opponent:** Helena Bengtson och Helena Bengtsson

**Framläggning:** 2007-12-17, kl. 10-12 i sal 342

## Förord

I ljuset av våra dataskärmar sitter vi här en mörk novemberkväll och kan inte motstå att låta vår uppsats äntligen börja anta sin slutgiltiga form. Till vår handledare Niclas Hellman vill vi rikta ett stort tack för stöd och vägledning under uppsatsarbetets gång. Vi vill även tacka Per-Olov Edlund för all hjälp.

Slutligen vill vi tacka nära och kära som har stöttat oss under hela arbetets gång.

*”När man är en björn med en mycket liten hjärna och tänker ut saker, upptäcker man att den idé som verkade vara riktigt idéaktig inne i hjärnan, är annorlunda när den kommer ut i det fria och andra människor ser på.”*

*Nalle Puh*

Stockholm, 27 november, 2007

*Johanna Lindén Lindsö*

*Maria Nilsson*

# Innehållsförteckning

|                                                                  |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. INLEDNING</b>                                              | <b>4</b>  |
| 1.1. DISPOSITION .....                                           | 5         |
| <b>2. TEORI</b>                                                  | <b>6</b>  |
| 2.1. BOLAGSSTYRNING.....                                         | 6         |
| 2.1.1. BEGREPPET BOLAGSSTYRNING .....                            | 6         |
| 2.1.2. DEN SVENSKA MODELLEN FÖR BOLAGSSTYRNING.....              | 7         |
| 2.1.3. UTÖKAD REGLERING PÅ BOLAGSSTYRNINGSSOMRÅDET .....         | 8         |
| 2.2. UTÖVANDE AV ÄGARROLLEN .....                                | 10        |
| 2.2.1. UTÖVANDE AV ÄGARROLLEN I HERRELÖSA BOLAG .....            | 10        |
| 2.2.2. UTÖVANDE AV ÄGARROLLEN I FAMILJEKONTROLLERADE BOLAG ..... | 11        |
| 2.3. AGENTTEORI .....                                            | 12        |
| <b>3. SVENSK KOD FÖR BOLAGSSTYRNING</b>                          | <b>16</b> |
| 3.1. TILLKOMST.....                                              | 16        |
| 3.2. SYFTE .....                                                 | 17        |
| 3.3. MÅLGRUPP.....                                               | 18        |
| 3.4. FÖLJ ELLER FÖRKLARA.....                                    | 18        |
| 3.5. KODENS INNEHÅLL.....                                        | 19        |
| 3.5.1. BOLAGSSTÄMMAN.....                                        | 19        |
| 3.5.2. VALBEREDNING .....                                        | 20        |
| 3.5.3. STYRELSEN .....                                           | 20        |
| 3.5.4. REDOVISNING OCH REVISION.....                             | 21        |
| 3.5.5. ERSÄTTNINGAR TILL BOLAGSLEDNINGEN .....                   | 22        |
| 3.5.6. BOLAGSSTYRNINGSRAPPORT.....                               | 22        |
| 3.6. KOLLEGIET FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING.....                    | 22        |
| <b>4. TIDIGARE STUDIER</b>                                       | <b>23</b> |
| <b>5. SYFTE &amp; FRÅGESTÄLLNING</b>                             | <b>24</b> |
| 5.1. SYFTE .....                                                 | 24        |
| 5.2. FRÅGESTÄLLNING .....                                        | 24        |
| 5.3. AVGRÄNSNINGAR .....                                         | 25        |
| <b>6. METOD</b>                                                  | <b>26</b> |
| 6.1. FORSKNINGSANSATS .....                                      | 26        |
| 6.1.1. KVANTITATIV & KVALITATIV ANSATS .....                     | 26        |
| 6.1.2. DEDUKTIV ANSATS .....                                     | 26        |
| 6.1.3. TEORETISK REFERENSRAM .....                               | 27        |
| 6.2. EMPIRISK METOD .....                                        | 27        |
| 6.2.1. URVAL .....                                               | 27        |
| 6.2.2. OPERATIONALISERING .....                                  | 28        |

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| 6.2.3. INSAMLING AV DATA .....          | 30        |
| 6.2.4. ANALYS AV DATA .....             | 30        |
| <b>6.3. METOD- OCH KÄLLKRITIK .....</b> | <b>31</b> |
| 6.3.1. METODKRITIK .....                | 31        |
| 6.3.2. KÄLLKRITIK .....                 | 32        |

## **7. RESULTAT** **32**

---

|                                                             |           |
|-------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>7.1. ANTALET AVVIKELSER .....</b>                        | <b>32</b> |
| 7.1.1. HERRELÖSA BOLAG .....                                | 33        |
| 7.1.2. FAMILJEKONTROLLERADE BOLAG .....                     | 33        |
| 7.1.3. SKILLNADER I ANTALET AVVIKELSER .....                | 34        |
| <b>7.2. AVVIKELSER FRÅN SPECIFIKA PUNKTER.....</b>          | <b>35</b> |
| 7.2.1. HERRELÖSA BOLAG .....                                | 35        |
| 7.2.2. FAMILJEKONTROLLERADE BOLAG .....                     | 36        |
| 7.2.3. SKILLNADER I AVVIKELSER FRÅN SPECIFIKA PUNKTER ..... | 37        |

## **8. ANALYS** **38**

---

|                                                                           |           |
|---------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>8.1. SKILLNADER I ANTALET AVVIKELSER .....</b>                         | <b>38</b> |
| <b>8.2. SKILLNADER I AVVIKELSER FRÅN SPECIFIKA PUNKTER .....</b>          | <b>39</b> |
| 8.2.1. VALBEREDNING .....                                                 | 39        |
| 8.2.2. STYRELSEN .....                                                    | 41        |
| 8.2.3. REDOVISNING OCH REVISION.....                                      | 42        |
| 8.2.4. ERSÄTTNINGAR TILL BOLAGSLEDNINGEN .....                            | 42        |
| 8.2.5. SAMMANFATTNING SKILLNADER I AVVIKELSER FRÅN SPECIFIKA PUNKTER..... | 44        |

## **9. STUDIENS TROVÄRDIGHET** **45**

---

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>9.1. RELIABILITET .....</b> | <b>45</b> |
| <b>9.2. VALIDITET .....</b>    | <b>45</b> |

## **10. SLUTSATSER** **46**

---

## **KÄLLFÖRTECKNING**

---

## **BILAGOR**

---

## 1. Inledning

---

*Detta inledande kapitel syftar till att ge en bakgrund till studiens problemområde. Därefter beskrivs hur resterande del av uppsatsen är disponerad.*

---

Bolagsstyrningsdebatten startade i USA till följd av en utveckling av ägarstrukturen i det amerikanska näringslivet. Den amerikanska industrin, som växte fram under 1800-talets slut och 1900-talets början, resulterade i ett stort behov av riskkapital som anskaffades från en bredare ägarkrets. Spridd ägarstruktur och separation av ägare och bolagsledning blev resultatet av de stora bolagens börsintroduktion. Detta är grunden till det agentproblem som handlar om risken att bolagsledningen agerar på ett sätt som inte är i linje med aktieägarnas intressen. Bolagsstyrningsdebatten handlar mycket om hur detta problem ska minimeras.<sup>1</sup>

Svag bolagsstyrning, i form av bland annat svagt utövande av ägarrollen, brister i styrelsefunktionen och felaktig finansiell information, har utgjort en betydande bakomliggande orsak till det stora antalet bolagsskandaler som vi har kunnat skåda under senare år. Detta har resulterat i ett skadat förtroende för de stora börsbolagen.<sup>2</sup>

Som en reaktion på antalet bolagsskandaler och det försvagade förtroendet för börsbolagen har ökad reglering på bolagsstyrningsområdet vuxit fram. I USA har det införts nya lagar för att återupprätta allmänhetens förtroende medan många europeiska länder har valt att införa koder för bolagsstyrning som bygger på principen följ eller förklara.<sup>3</sup>

Även i Sverige har ett antal uppmärksammade bolagsskandaler skakat om näringslivet, där Skandia-skandalen anses vara den skandal som har påverkat förtroendet för svenskt näringsliv mest. År 2004 presenterades en svensk kod för bolagsstyrning i syfte att höja kvaliteten i svensk bolagsstyrning och därigenom förstärka förtroendet för svenskt näringsliv. Svensk kod för bolagsstyrning, hädanefter benämnd Koden, är en del av den svenska självregleringen och likt många europeiska koder bygger den på principen följ eller förklara.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Skog (2005)

<sup>2</sup> SOU 2004:47

<sup>3</sup> Hammarskiöld & Hein (2004-05)

<sup>4</sup> Ibid.

Behovet av utökad reglering på bolagsstyrningsområdet i Sverige grundar sig till stor del i den ökande andelen passiva ägare, ofta i form av institutioner. Trots ökningen av passivt ägande har de stora familjesfärerna fortfarande kontrollen i flertalet av de svenska börsbolagen. Då agentproblematiken är mindre i dessa bolag är behovet av bolagsstyrningsreglering inte lika stort som i bolag präglade av passivt ägande. Två familjekontrollerade bolag påpekade detta i sina remissvar till Kodgruppens förslag på Svensk kod för bolagsstyrning, där de redogjorde sin ståndpunkt att bolag med tydliga och aktiva privatägare bör undantas från att behöva tillämpa Koden<sup>5</sup>.

Med denna utgångspunkt finner vi det intressant att undersöka om tillämpningen av Koden skiljer sig mellan familjekontrollerade och herrelösa bolag.

### ***1.1. Disposition***

Uppsatsen inleds med ett teoretiskt ramverk, uppdelat i tre kapitel. I det första av dessa kapitel, kapitel två, behandlas begreppet bolagsstyrning, utökning av reglering på bolagsstyrningsområdet, ägarnas roll samt agentteorin. Därefter följer ett kapitel som beskriver Kodens bakgrund, syfte och innehåll. I det sista av teoriavsnitten, kapitel fyra, tar vi upp tidigare studier av relevans för vår uppsats.

Utifrån det teoretiska ramverket formuleras syfte och frågeställning i kapitel fem. Därefter följer ett metodavsnitt som ger en beskrivning av hur vi ska gå tillväga för att besvara vår frågeställning.

Resultatet, som presenteras i kapitel sju, ligger sedan tillsammans med teorin till grund för analys och slutsatser som följer i kapitel åtta till och med tio. I de avslutande kapitlen behandlas även studiens tillförlitlighet.

---

<sup>5</sup> SOU 2004:130

## 2. Teori

---

*I detta kapitel presenteras den första delen av vårt teoretiska ramverk. Först kommer begreppet bolagsstyrning att introduceras, vilket följs av en beskrivning av den svenska bolagsstyrningsmodellen och den utökade regleringen på bolagsstyrningsområdet. Vidare följer en skildring av ägarrollen i familjekontrollerade respektive herrelösa bolag. Kapitlet avslutas med en genomgång av agentteorin som kopplas tillbaka till den svenska bolagsstyrningsmodellen.*

---

### 2.1. Bolagsstyrning

#### 2.1.1. Begreppet bolagsstyrning<sup>6</sup>

Bolagsstyrning, som är ett centralt begrepp i denna uppsats, handlar främst om att styra bolag på ett sådant sätt att de uppfyller ägarnas krav på avkastning på det investerade kapitalet. Begreppet handlar även om hur bolagen ska styras och kontrolleras för att bidra till den samhällsekonomiska effektiviteten och tillväxten.<sup>7</sup> Det finns ännu inte någon etablerad innebörd av begreppet bolagsstyrning, som skiljer sig utifrån de juridiska system och ägarstrukturer som råder i olika länder, utan begreppet utvecklas ständigt.<sup>8</sup>

Två centrala delar av bolagsstyrning är hur beslutsansvaret ska fördelas mellan de olika bolagsorganen samt hur aktieägarna ska kunna försäkra sig om att bolaget drivs utifrån deras intresse.<sup>9</sup> För att aktieägarnas intressen ska kunna tillgodoses är en välavvägd maktbalans mellan bolagsorganen av stor vikt. Hur makten fördelas mellan de olika bolagsorganen regleras främst genom aktiebolagslagen och beskrivs nedan. Behovet av att övervaka att bolaget drivs utifrån ägarnas intresse uppstår då ägare och bolagsledning är åtskilda. Detta är grunden till agentproblematiken som kommer att behandlas i ett senare teoriavsnitt.

---

<sup>6</sup> I denna uppsats kommer begreppet bolagsstyrning jämföras med den engelska termen corporate governance, i enlighet med SOU 2004:47.

<sup>7</sup> Svensk kod för bolagsstyrning (2004)

<sup>8</sup> SOU 2004:47

<sup>9</sup> Söderström et al. (2003)

### 2.1.2. Den svenska modellen för bolagsstyrning

Den svenska bolagsstyrningsmodellen bygger på lagar, självreglering och praxis. Lagarna utgörs främst av aktiebolagslagen, bokföringslagen och årsredovisningslagen.<sup>10</sup>

Enligt aktiebolagslagens är makten i svenska aktiebolag fördelad mellan fyra bolagsorgan; bolagsstämma<sup>11</sup>, styrelse, verkställande direktör (VD) och revisor, se bild 2.1.<sup>12</sup>

Bild 2.1 Det svenska modellen för bolagsstyrning

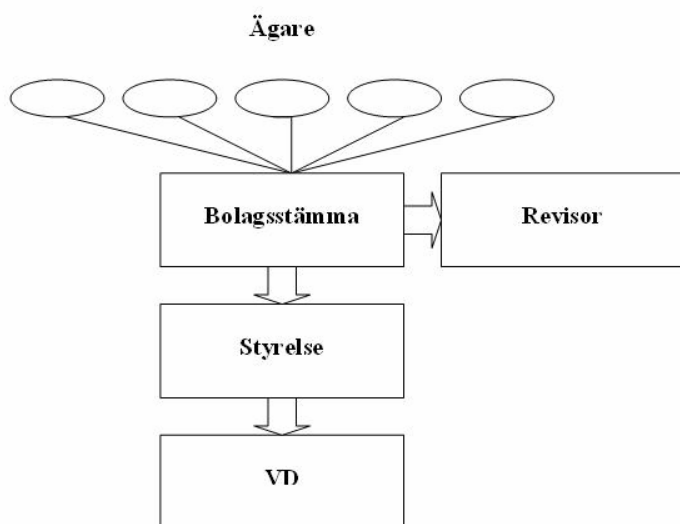


Bild konstruerad utifrån [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se)

Genom bolagsstämman, som är aktiebolagets högsta beslutande organ, har aktieägarna möjlighet att utöva sin makt. Bolagsstämman har till uppgift att utse bolagets styrelse och revisorer, fastställa bolagets balans- och resultaträkningar, besluta om disposition av resultatet av bolagets verksamhet samt bevilja ansvarsfrihet för styrelseledamöter och VD. Bolagsstämman har även rätten att göra ändringar i bolagsordningen. Som huvudregel fattas bolagsstämmans beslut med enkel majoritet, men till skydd för mindre aktieägare krävs kvalificerad majoritet för vissa beslut.<sup>13</sup>

<sup>10</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se), 2007-11-01

<sup>11</sup> I aktiebolagslagen benämns ordinarie bolagsstämma som årsstämma, men då teorin om bolagsstyrning använder benämningen bolagsstämma kommer vi även att göra så i denna uppsats.

<sup>12</sup> Svensson & Danelius (2005)

<sup>13</sup> Ibid.

Styrelsen har till uppgift att för aktieägarnas räkning svara för bolagets förvaltning. Bland styrelsens uppgifter ingår att utse VD och att övervaka denne. I publika bolag ska styrelsen bestå av minst tre ledamöter, varav en ska utses till styrelseordförande. I Sverige, till skillnad från många andra länder, får styrelseordföranden inte samtidigt vara VD.<sup>14</sup> Styrelsen har långtgående befogenheter att sköta bolaget självständigt i förhållande till ägarna. Större ägare ingår dock ofta i styrelsen och har därigenom möjlighet att påverka hur bolaget sköts.<sup>15</sup>

I alla publika bolag ska det finnas en VD som ansvarar för bolagets löpande förvaltning i enlighet med styrelsens riktlinjer. Då både styrelse och VD har ansvar för förvaltningen av bolaget krävs en uppdelning av ansvaret. Denna ska fastställas av styrelsen i en skriftlig instruktion.<sup>16</sup>

I alla aktiebolag ska det även finnas en eller flera revisorer. De har till uppgift att granska bolagets årsredovisning och räkenskaper samt styrelsen och VD:s förvaltning.<sup>17</sup> Revisorerna utgör även ett stöd för styrelsen i sin kontrollerande roll.<sup>18</sup>

### 2.1.3. Utökad reglering på bolagsstyrningsområdet

Brister i bolagsorganens funktionalitet är grunden till det betydande antalet bolagsskandaler i form av höga ersättningar, felkonstruerade bonusprogram, missvisande information till marknaden och fokusering på kortsiktig aktiekursutveckling, som har skådats runtom i världen. Ägarna har inte tagit ansvar för bolagets långsiktiga utveckling samtidigt som styrelser inte har fullgjort sin funktion som en motkraft till bolagsledningen vilket har gett bolagsledningen möjlighet att agera utifrån sitt eget intresse framför aktieägarnas.<sup>19</sup>

Till följd av antalet uppmärksammade bolagsskandaler har det skett en snabb utveckling inom bolagsstyrningsområdet under de senaste decennierna. För att förbättra bolagsstyrningen har regelsamlingar i form av koder skapats i ett flertal länder.<sup>20</sup>

---

<sup>14</sup> Svensson & Danelius (2005)

<sup>15</sup> SOU 2004:47

<sup>16</sup> Bergström & Samuelsson (2001)

<sup>17</sup> Svensson & Danelius (2005)

<sup>18</sup> SOU 2004:47

<sup>19</sup> Ibid.

<sup>20</sup> Ibid.

För att undvika fler bolagsskandaler på grund av brister i styrelsens övervakning av bolagsledningen har New York-börsen infört allt fler regler för hur styrningen i bolag ska skötas.<sup>21</sup> Efter WorldCom-skandalen introducerades i USA Sarbanes-Oxley Act (SOX) år 2002. SOX är lagreglerad och syftar till att skydda investerarna genom att öka tillförlitligheten i informationen<sup>22</sup>.

I Europa startade bolagsstyrningsdebatten i Storbritannien som år 1992 presenterade den så kallade Cadbury-rapporten. Liksom i USA kom denna som en reaktion av ett antal bolagsskandaler i landet under slutet av 1980-talet. Rapporten gav förslag till förbättringar av det brittiska bolagsstyrningssystemet och lade grund till Cadbury-koden som blev ett komplement till den brittiska aktiebolagslagen och infördes 1993 av London-börsen. Cadbury-koden utgör grunden för den idag gällande brittiska bolagsstyrningsregleringen, som nu är samlad i the Combined Code.<sup>23</sup>

Till skillnad från den spridda ägarstrukturen i amerikanska och brittiska bolag är ägarstrukturen i kontinentaleuropeiska länder normalt mer koncentrerad och i många bolag finns det kontrollerande ägare. Trots detta har ett behov av förbättrad bolagsstyrning uppkommit även i dessa länder till följd av ökat institutionellt ägande och företagsskandaler i form av redovisningsfusk, ekonomisk brottslighet och tvivelaktiga ersättningar. Detta har på senare år lett till framtagande av koder för bolagsstyrning i många europeiska länder, såsom Tyskland, Frankrike, Spanien, Italien, Nederländerna, Finland, Danmark och Norge.<sup>24</sup>

I Sverige har bolagsstyrningsfrågorna länge varit under debatt och under slutet av 1980-talet genomförde Ägarutredningen en utredning av frågor inom bolagsstyrningsområdet.<sup>25</sup> År 1993 publicerade Aktiespararna den första så kallade ägarpolicy och sedan dess har många stora ägarinstitutioner utarbetat riktlinjer för utövandet av ägarrollen. Styrelseakademin presenterade år 2003 sin Vägledning till god styrelsesed. Först år 2004 presenterades en svensk kod för bolagsstyrning.<sup>26</sup> Koden utgör en del av den svenska självregleringen och innebär en ambitionshöjning i förhållande till lagarna.<sup>27</sup>

---

<sup>21</sup> Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning Årsrapport 2007

<sup>22</sup> SOU 2004:47

<sup>23</sup> Skog (2005)

<sup>24</sup> SOU 2004:47

<sup>25</sup> SOU 2004:46

<sup>26</sup> Svensk kod för bolagsstyrning (2004)

<sup>27</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se), 2007-11-01

## **2.2. Utövande av ägarrollen**

För 50 år sedan var i princip alla svenska börsföretag kontrollerade av kapitalstarka familjer, direkt eller indirekt genom bolag eller stiftelser.<sup>28</sup> På senare år har ägandet av börsföretagen i stor utsträckning förändrats. Det institutionella och utländska ägandet har kraftigt ökat och svarar numera för en dominerande del av det totala börsvärdet. I majoriteten av de svenska börsföretagen utgörs dock fortfarande den störste enskilde ägaren av en familj.<sup>29</sup>

Ägande kan definieras som dispositionsrätter. Dispositionsrätterna kan i sin tur delas in i ägande- och kontrollrätter. Med äganderätt menas rätten att uppbära inkomst för sitt innehav samt möjligheten att sälja innehavet. Kontrollrätten handlar om rätten att övervaka och teckna avtal med dem som bidrar med resurser till bolaget.<sup>30</sup>

Aktieägarna ska inte bara leverera kapital utan också bestämma hur det ska användas, de ska med andra ord utnyttja både ägande- och kontrollrätten. För att kapitalet i enskilda bolag ska utnyttjas på ett effektivt sätt är det viktigt att aktieägarna tar en aktiv roll. Hur ägarrollen ska utövas och hur den ska få genomslag i bolagsstyrningen är grunden i utvecklingen av bolagsstyrningsområdet.<sup>31</sup>

I teorin behandlas ofta bolagsstyrning utifrån två olika ägarstrukturer; styrning i bolag med spritt ägande, där herrelösa bolag ingår, och styrning i familjekontrollerade bolag.

### **2.2.1. Utövande av ägarrollen i herrelösa bolag<sup>32</sup>**

I herrelösa bolag saknas ofta någon som har förmåga eller intresse av att ta ansvar. För en liten enskild aktieägare är motivationen till att sätta sig in i bolagets verksamhet ofta begränsad. Att skaffa information om bolagets verksamhet och ledning innebär stora kostnader och måste ställas i relation till den effektivitetshöjning som tillgången till denna information skulle kunna

---

<sup>28</sup> SOU 2004:47

<sup>29</sup> LO-rapport (2001)

<sup>30</sup> SOU 1988:38

<sup>31</sup> SOU 2004:47

<sup>32</sup> Med herrelöst bolag avses bolag där ingen ägare innehar mer än tio procent av rösterna eller kapitalet. Begreppet behandlas närmare i metodavsnittet.

medföra. Därmed bevakas inte ägarnas intressen i företag med spritt ägande.<sup>33</sup> Aktieägarnas passiva ägarroll leder till att makten i större utsträckning hamnar hos bolagsledningen och då bolagsledningens intressen inte alltid överensstämmer med aktieägarnas kan detta skapa tendenser till överinvesteringar istället för att vinster kommer aktieägarna till del genom utdelning<sup>34</sup>.

Herrelösa bolag kan likställas med ägarlösa bolag.<sup>35</sup> I majoriteten av dessa bolag utgörs de största ägarna av institutioner eller utländska finansföretag, vilka satsar mycket kapital men ofta innehar röstsvaga aktier. Institutionerna har varken kompetens, erfarenhet eller vilja att vara aktiva ägare. En del institutioner omfattas även av restriktioner för att utöva sin röst på bolagsstämman. Målet med innehavet är kortsiktig avkastning och inte att utveckla företaget för att få en stabil långsiktig avkastning.<sup>36</sup> Institutionellt ägande kan beskrivas som att agera med "exit" och inte med "voice", vilket på svenska kallas för att "rösta med fötterna" istället för att ta ett aktivt ägarengagemang.<sup>37</sup> Detta passiva ägarutövande gör att institutionellt ägande ofta benämns för ansiktslöst kapital.<sup>38</sup>

### 2.2.2. Utövande av ägarrollen i familjekontrollerade bolag<sup>39</sup>

En familj<sup>40</sup> som innehar mer än 50 procent av rösterna i ett bolag har i praktiken total kontroll över samtliga bolagsorgan. Familjen kan normalt på egen hand utse styrelsen som i sin tur utser VD. Därmed kommer beslutsfattandet i stor utsträckning att utgå från dennes intressen.<sup>41</sup>

En ägare med ett stort aktieinnehav har incitament och möjlighet att ta en aktiv roll och övervaka företagsledningen vilket minskar risken för opportunistiskt beteende hos ledningen<sup>42</sup>. Även familjernas privatvärde, som utgörs av nyttan av innehavet utöver den finansiella

---

<sup>33</sup> Bergström & Samuelsson (2001)

<sup>34</sup> Söderström et al. (2003)

<sup>35</sup> Med ägarlösa bolag avses bolag där den störste ägaren innehar mindre än 15 procent av rösterna och ägare 2 och 3 tillsammans innehar mindre än 15 procent. Definitionen är hämtad ur LO-rapport (2001)

<sup>36</sup> LO-rapport (2001)

<sup>37</sup> SOU 2004:47

<sup>38</sup> LO-rapport (2001)

<sup>39</sup> Med familjekontrollerade bolag avses bolag där en enskild privatperson, familj eller familjesfär innehar mer än 50 procent av rösterna. Begreppet behandlas närmare i metodavsnittet.

<sup>40</sup> Med familj avses familjer, familjesfärer och enskilda privatpersoner. Begreppet behandlas närmre i metodavsnittet.

<sup>41</sup> Bergström & Samuelsson (2001)

<sup>42</sup> SOU 1988:38

avkastningen, påverkar ägarens engagemang i bolaget. Ansvarskänslan för familjens namn och rykte, som är en del av privatvärdet, främjar en aktiv ägarroll.<sup>43</sup>

Familjernas aktiva roll tar sig uttryck i att de ofta är representerade i styrelsen och dominerar många gånger nomineringarna av nya styrelseledamöter. I de traditionella familjeföretagen är det även vanligt att familjemedlemmar är delaktiga i ledningen.<sup>44</sup>

Genom pyramidägande och röstvärdesdifferentiering kan en ägare skaffa sig kontroll som inte står i relation till det satsade kapitalet.<sup>45</sup> Detta kan skapa intressekonflikter mellan majoritet och minoritet då deras syfte med innehavet kan skilja sig åt och det finns risk att majoriteten, genom dess stora röstinnehav, missbrukar sin dominerande ställning på minoritetens bekostnad.<sup>46</sup>

Genom att utöva ett aktivt och långsiktigt ägaransvar utgör de svenska finansfamiljerna en viktig motvikt till den ökade kortsiktigheten hos det ansiktslösa kapitalet.<sup>47</sup>

### **2.3. Agentteori**

När ägande och kontroll är separerade finns en risk för att intressekonflikter mellan ägare och bolagsledning uppstår. Bolagsstyrningsdebatten handlar, som ovan nämnt, till stor del om hur bolagsstyrningen ska vara utformad för att minimera denna risk.<sup>48</sup>

En så kallad agentrelation råder mellan aktieägaren och ledningen. Inom agentteorin benämns den tidigare som principalen och den senare som agenten. Agentrelationen definieras som ett kontrakt genom vilket principalen förpliktigar agenten att utföra ett visst uppdrag åt principalen och därmed delegerar en del beslutsfattande till agenten.<sup>49</sup> Agentproblematiken uppstår vid en målkonflikt mellan parterna. Målkonflikten uppkommer under antagande att alla strävar efter att maximera sin egen nytta och innebär en risk för att företagsledningen agerar på ett sätt som inte ligger i linje med aktieägarnas intressen. Den informationsasymmetri som föreligger

---

<sup>43</sup> Söderström et al. (2003)

<sup>44</sup> Ibid.

<sup>45</sup> Ibid.

<sup>46</sup> Bergström & Samuelsson (2001)

<sup>47</sup> LO-rapport (2001)

<sup>48</sup> Skog (2005)

<sup>49</sup> Jensen & Meckling (1976)

mellan parterna innebär även en risk att ledningen handlar opportunistiskt för att maximera sin egen välfärd.<sup>50</sup>

I herrelösa bolag, där det saknas ägare med större inflytande, är agentproblematiken gällande intressekonflikten mellan aktieägare och bolagsledning stor. Däremot i familjekontrollerade bolag råder det normalt agentproblem som skiljer sig från bolag som saknar en stark ägare. Familjen kan utse styrelse som i sin tur utser VD vilket gör att styrningen i stor utsträckning utgår från ägarens intressen. Detta skapar normalt en större överensstämmelse mellan bolagsledningens och aktieägarnas intressen.<sup>51</sup> Å andra sidan uppstår ett annat agentproblem, nämligen risken för att minoritetsägare missgynnas i form av att familjen fattar beslut som utgår från deras personliga välfärd snarare än beslut som främjar de mål som normalt eftersträvas av mindre aktieägare. Då styrelsen i familjekontrollerade bolag normalt utgår ifrån familjens intressen försvagas styrelsen som kontrollfunktion ur minoritetens synvinkel.<sup>52</sup>

Risken för att bolagsledningen inte agerar i linje med aktieägarnas intressen, utan utifrån sin egen välfärd, gör att aktieägarna måste implementera mekanismer för att skydda sina intressen. Det finns två huvudsakliga sätt för aktieägarna att skydda sig; implementering av ersättningssystem och övervakning av företagsledningens agerande.<sup>53</sup>

Ett sätt för att minimera intressekonflikterna mellan parterna är således att utforma incitamentsystem som gör att ledningens intressen sammanfaller med aktieägarnas. Det är dock inte möjligt att genom incitamentsystem skapa en total överensstämmelse mellan parternas intressen.<sup>54</sup>

Incitamentsystem kan således i viss mån reducera agentproblemet, men det krävs även övervakning av ledningens agerande. Övervakning kan ske i form av att aktieägarna sitter med i styrelsen och därmed får bättre insyn i ledningens handlande. En annan viktig övervakningsmekanism är revision. Med en oberoende revisor som granskar den finansiella

---

<sup>50</sup> Nygaard & Bengtsson (2002)

<sup>51</sup> Shleifer & Vishny (1997)

<sup>52</sup> Bergström & Samuelsson (2001)

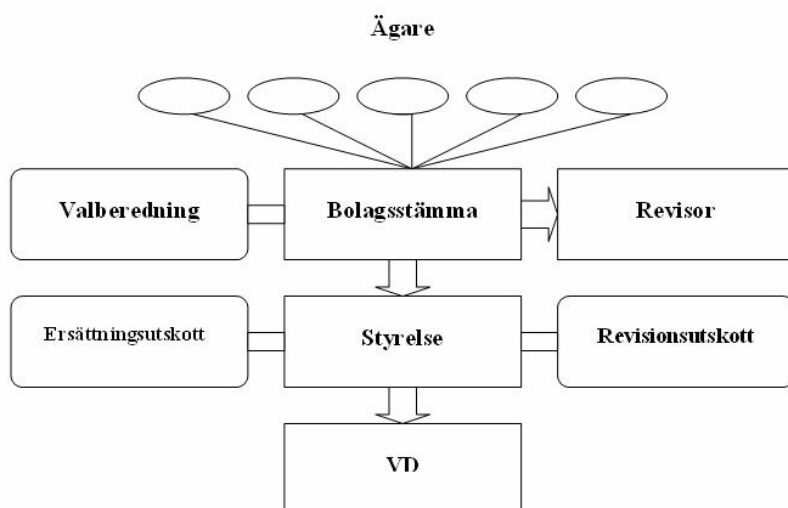
<sup>53</sup> Dunn (1996)

<sup>54</sup> Anthony & Govindarajan, (2007)

rapporteringen minskar ledningens möjligheter till att manipulera siffrorna för att maximera sin välfärd.<sup>55</sup>

Trots dessa mekanismer för att skydda aktieägarnas intressen har det under senare tid inträffat ett flertal bolagsskandaler, vilket har medfört en översyn av bolagsstyrningsområdet och resulterat i koder för bolagsstyrning.<sup>56</sup> Den svenska koden syftar till att öka investerarnas skydd genom att ge riktlinjer för bland annat inrättande av valberedning, revisionsutskott och ersättningsutskott. Även styrelsens sammansättning och aktieägarnas möjlighet att utöva inflytande via bolagsstämman behandlas. Koden utökar därmed den svenska modellen för bolagsstyrning, se *bild 2.2*.

*Bild 2.2 Den utökade svenska modellen för bolagsstyrning*



Genom att utse en valberedning ökar ägarnas engagemang och ansvarstagande gällande bolagets skötsel. Valberedningen utses av bolagsstämman och har till uppgift att förbereda frågor rörande styrelse och revisor.<sup>57</sup> Den mer aktiva ägarrollen gör att ägarna får en bättre insyn i bolaget, vilket minskar risken för att bolagsledningen inte handlar i enlighet med aktieägarnas intressen.

Revisionsutskott utgörs av ett antal utsedda styrelseledamöter som har till uppgift att stödja styrelsen i sin övervakning av den finansiella informationen, den interna kontrollen och

<sup>55</sup> Dunn (1996)

<sup>56</sup> SOU 2004:47

<sup>57</sup> Ibid.

revisionsprocessen.<sup>58</sup> Utskottets arbete bidrar till att höja kvaliteten av den finansiella rapporteringen, vilket gör att aktieägarna får mer pålitlig information. Inrättandet av ett revisionsutskott främjar även ägarnas övervakningsmöjligheter och minskar risken för att ledningen manipulerar den finansiella informationen till sin fördel.<sup>59</sup>

Ersättningsutskottet, vilket likt revisionsutskott är ett styrelseutskott, syftar till att arbeta fram ersättningssystem som gör att bolagsledningens agerande sammanfaller med ägarnas intressen. De bidrar med resurser i form av både kunskap och tid för att skapa effektiva ersättningssystem, vilket minskar agentproblematiken som uppstår vid separation av ägande och kontroll. För att säkerställa att ledningen inte är medverkande vid fastställande av sin egen ersättning ska ledamöterna i utskottet vara oberoende i förhållande bolaget och bolagsledningen.<sup>60</sup>

Det är av stor vikt att styrelseledamöter inte står i beroendeförhållande till bolaget, dess ledning eller specifika ägargrupper. Koden ställer krav på styrelsens oberoende gentemot ledningen för att övervakningen av ledningens arbete ska kunna skötas på ett korrekt sätt.<sup>61</sup> Med oberoende ledamöter blir styrelsen mer självständig och dess roll gentemot ledningen förstärks. Detta gynnar i sin tur aktieägarnas intressen och minskar risken för oegentligheter.

Koden utgör följaktligen ett verktyg för att minska de agentproblem som uppstår till följd av separationen av ägande och kontroll genom att på olika sätt främja ägarnas möjligheter att skydda sina intressen. Innehållet i Koden kommer att presenteras mer ingående i avsnittet som behandlar Svensk kod för bolagsstyrning.

---

<sup>58</sup> Willekens et al. (2004)

<sup>59</sup> SOU 2004:47

<sup>60</sup> Svernlöv (2006)

<sup>61</sup> SOU 2004:47

### 3. Svensk kod för bolagsstyrning

---

*I detta kapitel presenteras Svensk kod för bolagsstyrning vars tillämpning undersöks i denna studie. En beskrivning av Kodens tillkomst, syfte och målgrupp följs av en beskrivning av för vår uppsats relevanta delar av Kodens. Vidare behandlas principen följ eller förklara, som utgör en central del av Kodens tillämpning, samt Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning.*

---

#### 3.1. Tillkomst

Till följd av ett flertal förtroendskadliga företeelser inom det svenska näringslivet beslutade Regeringen i slutet av år 2002 att ge statsministern uppdraget att tillkalla en kommission för att granska situationen. Denna kommission antog namnet Förtroendekommissionen och fick till uppgift att analysera behovet av åtgärder för att säkerställa förtroendet för det svenska näringslivet.<sup>62</sup>

Förtroendskadliga företeelser utgörs bland annat av överdrivna ersättningar till ledande befattningshavare, felaktig ekonomisk information och oklar ansvarsfördelning i företag. Två fall rörande överdrivna ersättningar som drog till sig stor uppmärksamhet var de i ABB och Skandia. Ersättningsnivån som styrdes av aktiekursutvecklingen i samband med den starka börsuppgången i slutet av 1990-talet ledde till extremt höga och ifrågasatta ersättningar. Investmentbolaget Trustor utgör ett annat uppmärksammat fall från slutet av 1990-talet som bidrog till det försämrade förtroendet för svenskt näringsliv. Bolaget förvärvades genom pengar från bolagets egen kassa och plundrades på runt 500 miljoner kronor.<sup>63</sup>

I sitt arbete kunde Förtroendekommissionen konstatera att en viktig orsak till de förtroendskadliga företeelserna var den svaga bolagsstyrningen i flera börsbolag. Den svaga bolagsstyrningen var bland annat orsakad av institutionaliseringen av ägandet, brister i styrelsernas ansvarstagande och felaktigheter i den finansiella redovisningen.<sup>64</sup>

Intresset för att utarbeta en svensk kod för bolagsstyrning var länge begränsat. I början av 2003 fattades dock beslutet att det skulle göras ett försök att framta en svensk kod för bolagsstyrning. Bakom detta initiativ stod ett antal organisationer och organ såsom Näringslivets börskommitté, Stockholmsbörsen, Svenska Bankföreningen, FAR, Stockholms

---

<sup>62</sup> SOU 2004:47

<sup>63</sup> Ibid.

<sup>64</sup> Ibid.

Handelskammare, Svenskt Näringsliv och Sveriges Aktiesparares Riksförbund. Förtroendekommissionen meddelade i samband med detta att även de planerade att framställa en svensk kod för bolagsstyrning. Det beslutades om ett samarbete och i Förtroendekommissionens namn skapades den så kallade Kodgruppen, med representanter från både Kommissionen och näringslivet, för att utföra arbetet.<sup>65</sup>

Den svenska koden för bolagsstyrning presenterades i slutet av år 2004 och kan ses som ett förtydligande och vägledande dokument som bygger på aktiebolagslagen, dess förarbeten och doktrin samt regler från självreglerande organ som exempelvis Näringslivets Börskommitté.<sup>66</sup>

### 3.2. Syfte

Kodens främsta syfte är att bidra till förbättrad styrning av svenska bolag genom inspiration och ledning i bolagsstyrningsfrågor. Välskötta bolag är en förutsättning för att skapa välstånd och ekonomisk tillväxt för landets medborgare. Kodens ska vidare bidra till att öka förtroendet för det svenska näringslivet och det svenska samhället i stort. Som vägledning vid utarbetandet av Kodens arbetade Kodgruppen efter följande principer:<sup>67</sup>

- skapa goda förutsättningar för utövandet av en aktiv och ansvarstagande roll,
- skapa en väl avvägd maktbalans mellan ägare, styrelse och verkställande ledning, som bland annat säkerställer ägarnas möjlighet att hävda sina intressen gentemot bolagets ledningsorgan,
- skapa en tydlig roll- och ansvarsfördelning mellan de olika lednings- och kontrollorganen,
- värna om aktiebolagens likabehandlingsprincip tillämpas i praktisk handling, samt
- skapa största möjliga transparens gentemot ägare, kapitalmarknaden och samhället i övrigt.

Koden syftar även till att stärka det svenska näringslivets förmåga att attrahera riskkapital, svenskt såväl som internationellt.<sup>68</sup>

---

<sup>65</sup> Skog (2005)

<sup>66</sup> Hammarskiöld & Hein (2004-05)

<sup>67</sup> Svensk kod för bolagsstyrning (2004)

<sup>68</sup> Skog (2005)

### 3.3. Målgrupp

Koden riktar sig främst till svenska bolag som är noterade på Stockholmsbörsen, men även till andra bolag med spridd ägarstruktur. Enligt en överenskommelse mellan Stockholmsbörsen och Aktiemarknadsbolagens Förening ska Koden tillämpas av samtliga bolag som är noterade på Stockholmsbörsens A-lista samt av bolag på O-listan med ett börsvärde över tre miljarder. Detta gäller från och med 1 juli 2005 och omfattar cirka 100 bolag. Ett bolag som har sin hemvist utanför Sverige förväntas följa den kod som gäller i det land där bolaget har sin hemvist, saknas kod i det landet ska den svenska koden tillämpas.<sup>69</sup>

Koden är främst avsedd för bolag som inte drivs av sina ägare, det vill säga herrelösa bolag, men är även lämplig för bolag med en huvudägare samt en bredare krets av minoritetsaktieägare.<sup>70</sup>

### 3.4. Följ eller förklara

Koden utgör en del av det svenska näringslivets självreglering och i likhet med majoriteten av de europeiska koderna bygger den svenska på principen följ eller förklara. Principen innebär att bolag kan välja att avvika från enskilda punkter i Koden men ska då avge en förklaring till avvikelserna. Koden anger vad som generellt ses som god bolagsstyrning men det kan vara lika god bolagsstyrning att avvika från en regel om den inte passar det enskilda bolagets omständigheter.<sup>71</sup>

Principen innebär en flexibilitet som tar hänsyn till att bolag är olika och ambitionsnivån kan sättas högre än om reglerna skulle lagfästas. Vid lagstiftning måste reglerna sättas efter en viss gemensam nämnare som alla bolag kan förväntas uppnå oavsett storlek, ägarkrets eller situation.<sup>72</sup> På vissa punkter överlappar Koden aktiebolagslagen och Stockholmsbörsens noteringskrav vilket innebär att dessa regler måste följas. Bryts någon av dessa regler kan sanktioner, som exempelvis avnotering, bli aktuella.<sup>73</sup>

<sup>69</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se), 2007-11-22

<sup>70</sup> Ibid.

<sup>71</sup> Svensk kod för bolagsstyrning (2004)

<sup>72</sup> Ibid.

<sup>73</sup> Svernlöv (2006)

Koden ger inga instruktioner till vad som anses vara en godtagbar och välgrundad motivering. Det finns inte heller någon instans som övervakar hur Koden tillämpas utan det ligger i marknadens händer, i form av investerare och andra aktörer, att avgöra vad som utgör en acceptabel förklaring.<sup>74</sup>

### **3.5. Kodens innehåll**

Koden behandlar det beslutssystem genom vilket ägarna styr bolaget. Den reglerar bolagsorganens organisation och arbetsformer samt samspelet mellan organen. Koden ger även riktlinjer för bolagets rapportering till aktieägarna, kapitalmarknaden och omvärlden i övrigt. Däremot behandlar Koden inte revisionsarbete, aktiemarknadens spelregler eller funktionssätt, bolagets förhållande till kunder, anställda eller omvärlden i övrigt. Dessa anses hamna i den operativa ledningens ansvarsområde och därmed utanför begreppet bolagsstyrning.<sup>75</sup>

Koden innehåller en del nyheter som inte regleras i aktiebolagslagen eller redan gällande praxis. Det gäller främst valberedning, revisionsutskott, ersättningsutskott, utökat informationskrav samt krav på bolagsstämmobeslut i vissa frågor.<sup>76</sup> Nedan behandlas översiktligt de delar av Koden som är av betydelse för vår analys.

#### **3.5.1. Bolagsstämman**

Koden främjar aktieägarnas möjligheter att ta en aktiv ägarroll, vilket sker genom införandet av regler som stärker bolagsstämmans ställning gentemot övriga bolagsorgan och genom krav på bolag att förse aktieägarna med utökad information.<sup>77</sup> Aktieägarnas inflytande i bolaget ökar genom Kodens bestämmelser då de, utöver de vanliga ärendena, har rätten att utse en valberedning och välja styrelseordförande (2.1.1 & 3.4.1). Bolagsstämman ska i enlighet med Koden besluta om arvode för var och en av styrelseledamöterna samt fastställa principer för ersättning till bolagsledningen (2.2.6 & 4.2.2). Koden ger även riktlinjer för hur aktieägarnas möjlighet att närvara och förbereda sig inför bolagsstämman ska underlättas.

---

<sup>74</sup> Svensk kod för bolagsstyrning (2004)

<sup>75</sup> SOU 2004:47

<sup>76</sup> Hammarskiöld & Hein (2004-05)

<sup>77</sup> Kristiansson et al. (2004)

Till följd av den ökande internationaliseringen av ägandet förespråkar Koden, om det är motiverat av ägarkretsens sammansättning samt om det är ekonomiskt försvarbart, att aktieägarna ska ges möjligheten att följa bolagsstämman från annan ort (1.2.1). Av samma anledning ska stämman simultantolkas och material översättas till annat språk än svenska om det kan anses ekonomiskt försvarbart (1.4.3).

### **3.5.2. Valberedning**

För att nominering, val, arvodering och utvärdering av styrelsen och revisor ska ske genom en strukturerad och transparent process ska en valberedning, som representerar aktieägarna, inrättas.<sup>78</sup> Valberedningen ska förse aktieägarna med förslag och underlag i tillsättningsfrågor vilket gör att besluten blir väl underbyggda. Bolagsstämman utser valberedningen, antingen genom att utse namngivna ledamöter eller genom att fastställa en procedur för hur de ska utses vid en senare tidpunkt (2.1.1).

Koden ställer upp vissa krav för hur valberedningen ska vara sammansatt i form av att den ska bestå av minst tre ledamöter där styrelseledamöter inte får utgöra majoriteten. Styrelsens ordförande eller annan styrelseledamot får inte vara valberedningens ordförande och personer som ingår i bolagsledningen får inte ingå i valberedningen (2.1.2). Valberedningens ledamöter ska offentliggöras senast sex månader före ordinarie bolagsstämma (2.1.3).

### **3.5.3. Styrelsen**

Koden reglerar hur styrelsen ska vara sammansatt, ledamöternas oberoende samt förtydligar det ansvar som styrelsen har för den interna rapporten.

Med undantag av att styrelsen ska se till att deras arbete årligen utvärderas genom en strukturerad och systematisk process (3.1.2) innehåller Koden däremot inte några nyheter angående styrelsens arbetsuppgifter.

Koden ställer, likt tidigare regler, krav på att hälften av de bolagsstämmovalda styrelseledamöterna ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen.

---

<sup>78</sup> SOU 2004:46

Definitionen av oberoende har dock skärpts (3.2.4). För att skydda minoritetsägarna ska två av de oberoende styrelseledamöterna även vara oberoende gentemot bolagets större ägare (3.2.5). Styrelseledamöternas oberoende skapar maktbalans och bidrar till att säkerställa att de fattar beslut som ligger i linje med samtliga ägares intressen.<sup>79</sup>

Koden förtydligar det ansvar som styrelsen har för den finansiella rapporteringen och den interna kontrollen. Styrelsen och VD ska enligt Kodens lämna försäkran om att, såvitt de känner till, årsredovisningen är upprättad i enlighet med god redovisningssed, lämnade uppgifter stämmer med de faktiska förhållandena och att inget väsentligt har utelämnats från de finansiella rapporterna (3.6.2). Försäkran benämns underskriftsmening och har lagfästs i Lag om värdepappersmarknaden från och med år 2007<sup>80</sup>.

### 3.5.4. Redovisning och revision

I Kodens behandlas frågor rörande hur styrelsen ska arbeta med redovisnings- och revisionsfrågor, hur kontakten mellan revisorn och bolaget bör ske, hur revisorn väljs och utvärderas samt revisorns utökade arbetsuppgifter<sup>81</sup>.

Styrelsen ska inrätta ett revisionsutskott som bland annat ska bereda styrelsen med kvalitetssäkring av finansiella rapporter, fortlöpande träffa bolagets revisorer samt fastställa riktlinjer för vilka andra tjänster än revision som bolaget får köpa in från revisorn (3.8.2 & 3.8.3). För aktieägarna innebär inrättande av ett revisionsutskott ytterligare en kontroll av den finansiella rapporteringen.

Revisionsutskottet ska bestå av minst tre styrelseledamöter som inte ingår i bolagsledningen. Majoriteten av ledamöterna i utskottet ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och en av ledamöterna ska även vara oberoende gentemot bolagets större ägare. Styrelsen kan, på grund av dess ringa storlek, välja att revisionsutskottets uppgifter ska skötas av hela styrelsen (3.8.2).

---

<sup>79</sup> Hammarskiöld & Hein (2004-05)

<sup>80</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se), 2007-11-20

<sup>81</sup> Kristiansson et al. (2004)

### 3.5.5. Ersättningar till bolagsledningen

Större styrelser ska inrätta ett ersättningsutskott som ska bereda frågor som rör ersättningar och andra anställningsvillkor för bolagsledningen. Ledamöterna i utskottet ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen med undantag för att styrelsens ordförande kan vara ordförande i utskottet. I bolag med mindre styrelser kan hela styrelsen utgöra ersättningsutskottet förutsatt att styrelseledamot som ingår i bolagsledningen inte är närvarande (4.2.1).

Styrelsen ska med hjälp av ersättningsutskottets arbete lämna förslag till bolagsstämman avseende principer för ersättningar till bolagsledningen. Principerna ska sedan fastställas av bolagsstämman (4.2.2), vilket ökar aktieägarnas inflytande och kontrollmöjligheter. Ersättningsutskott gör att det blir lättare att rösta igenom principerna på stämman då aktieägarna får ett bra och pålitligt underlag att fatta sitt beslut utifrån.<sup>82</sup>

### 3.5.6. Bolagsstyrningsrapport

Information om hur bolagsstyrningsfrågor behandlas i bolaget ska fogas till årsredovisningen i en särskild bolagsstyrningsrapport (5.1.1), men utgör inte en del av den legala årsredovisningen<sup>83</sup>. I rapporten ska det framgå hur Koden har tillämpats i bolaget det senaste räkenskapsåret och avvikelser som gjorts från enskilda regler samt förklaringarna därtill ska tydligt redovisas (5.1.2). Det ska även framgå om rapporten har granskats av bolagets revisor eller inte (5.1.1). I övrigt ska rapporten innehålla information rörande hur beredningen av tillsättning av styrelse är organiserad, valberedningens sammansättning, ersättningar till styrelsen och revisorn, styrelsearbetet samt utskottens arbete (5.1.4).

## 3.6. Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning

Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, Kollegiet, bildades i början av 2005 med uppgift att vårda och vidareutveckla Koden. I Kollegiets arbete ingår, förutom att övervaka bolagsstyrningsdebatten nationellt och internationellt, att sammanställa och analysera Kodens

---

<sup>82</sup> Hammarskiöld & Hein (2004-05)

<sup>83</sup> SOU 2004:46

praktiska tillämpning på ett övergripande plan för att kunna säkra att Koden är relevant, aktuell och effektiv. Kollegiet är en del av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden där samtliga organ för näringslivets självreglering är samlade.<sup>84</sup>

## 4. Tidigare studier

---

*I den sista delen av vårt teoretiska ramverk ges en kort presentation av relevanta tidigare studier inom ämne. Till dessa görs en återkoppling i vår analys.*

---

Vid en genomgång av studier som tidigare gjorts inom ämnet fann vi få som testade samband av intresse för vår uppsats. De två nedanstående beskrivna studierna fann vi dock intressanta för vår analys.

I början av år 2007 genomförde Kollegiet en undersökning av Kodens tillämpning. Undersökningen inkluderade 91 bolag och information inhämtades från bolagsstyrningsrapporter samt vid behov från relevanta delar av årsredovisningen och från bolagens hemsidor. Av undersökningen framgick att 36 % av bolagen följde samtliga regler i Koden och i genomsnitt gjordes 1,8 avvikelser per bolag. De punkter som bolagen främst avvek ifrån gällde valberedningens sammansättning (2.1.2), revisionsutskott (3.8.2), ersättningsutskott (4.2.1) samt styrelseledamöternas oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen (3.2.4). De bolag som i störst utsträckning avvek från punkten om valberedningens sammansättning utgjordes av bolag med ett koncentrerat ägande då den större ägaren ingick i både styrelsen och valberedningen. Undersökningen gjordes som en del i Kollegiets arbete att utvärdera Koden.<sup>85</sup>

I en studie publicerad 1989 av Pincus, Rusbarsky och Wong undersöktes varför vissa bolag frivilligt väljer att inrätta ett revisionsutskott medan andra bolag väljer att inte göra det. Baserat på data från 1986 gjordes ett slumpmässigt urval av 100 bolag från NASDAQ, varav 68 bolag hade inrättat ett revisionsutskott och 32 bolag inte hade gjort det. I studien undersöktes bland annat korrelationen mellan nivån av agentkostnader och inrättande av ett revisionsutskott. Agentkostnaderna mättes i form av ledningens ägarandel i bolaget, där agentkostnaderna antas sjunka då ledningens ägarandel ökar. Utifrån teorin ställde de upp en

---

<sup>84</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se), 2007-11-20

<sup>85</sup> Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning Årsrapport 2007

hypotes om att ju lägre ledningens relativa ägarandel är desto högre är sannolikheten att de har inrättat ett revisionsutskott. Genom ett ensidigt t-test kom de fram till att det rådde en negativ korrelation mellan ledningens relativa ägarandel och inrättandet av ett revisionsutskott och därmed att sannolikheten är högre att bolag med höga agentkostnader inrättar ett revisionsutskott.<sup>86</sup>

## 5. Syfte & frågeställning

---

*Utifrån vårt teoretiska ramverk presenteras i detta kapitel vårt syfte med studien. Syftet utmynnar i uppställandet av en hypotes samt kompletterande frågeställningar som ger studien ett djup. Studiens avgränsningar kommer att avsluta detta kapitel.*

---

### 5.1. Syfte

Syftet med vår uppsats är att utreda hur tillämpningen av Koden skiljer sig i bolag med olika ägarstrukturer. Detta kommer vi att göra genom att studera bolagsstyrningsrapporter och utifrån dessa kartlägga antal avvikelser som görs från Koden.

I och med debatten kring den svaga bolagsstyrningen i herrelösa bolag finner vi det intressant att studera tillämpningen i bolag med denna typ av ägarstruktur. I motsats studeras bolagsstyrningen i familjekontrollerade bolag som anses vara fungerande då de normalt utövar en aktiv ägarroll och behovet av kontrollmekanismer är inte av lika stor betydelse.

För att få en djupare förståelse av eventuella skillnader avser vi även att studera de punkter från vilka avvikelser förekommer.

### 5.2. Frågeställning

Syftet med vår uppsats leder till följande hypotes:

*H<sub>0</sub>: Det finns ingen skillnad mellan familjekontrollerade bolag och herrelösa bolag avseende antalet avvikelser från Koden.*

---

<sup>86</sup> Pincus et al. (1989)

*H<sub>1</sub>: I familjekontrollerade bolag är antalet avvikelser från Koden högre än i herrelösa bolag.*

För att fördjupa oss i eventuella skillnader vill vi även besvara följande frågor:

Finns det skillnader avseende vilka delar av Koden som urvalsgrupperna avviker ifrån?

Vad kan eventuella skillnader mellan urvalsgrupperna bero på?

### **5.3. Avgränsningar**

Vi valde att ställa upp en ensidig hypotes då teorin pekar på att familjekontrollerade bolag avviker från Koden i större utsträckning än herrelösa bolag.

Vi kommer även att avgränsa vår studie till bolag som uppfyller kraven för att tillämpa Koden, det vill säga bolag som är noterade på Stockholmsbörsens A-lista eller är noterade på O-listan med ett börsvärde över 3 miljarder. Att inkludera bolag som tillämpar Koden frivilligt skulle kunna ge ett missvisande resultat då dessa bolag kan förväntas implementera valda delar av Koden. Resultatet skulle även försämrats om representationen av bolag som frivilligt tillämpar Koden skiljer sig mellan urvalsgrupperna.

Vid undersökning av vilka avvikelser som bolagen gör kommer vi att utgå från den information som återfinns i bolagsstyrningsrapporter. Övrig information i årsredovisningar eller information på bolagens hemsidor kommer inte att tas i beaktande. Detta motiveras av att Koden ställer krav på att avvikelser tydligt ska framgå av bolagsstyrningsrapporterna och att en grundlig granskning av årsredovisningar, hemsidor och bolagsstämmoprotokoll inte ryms inom den begränsade tidsramen för denna uppsats.

## 6. METOD

---

*Nedan beskrivs och motiveras de metoder och angreppssätt som tillämpas i studien. Vidare ges en djupare beskrivning av hur studien empiriskt genomförs, där urvalsprocessen och operationalisering av centrala begrepp är av stor vikt. Därefter diskuteras val av metod och källor kritiskt.*

---

### 6.1. Forskningsansats

#### 6.1.1. Kvantitativ & kvalitativ ansats

Syftet med vår uppsats är att undersöka om det finns några skillnader i hur bolag med olika ägarstrukturer tillämpar Koden. För att kunna besvara detta kommer vi att studera bolagsstyrningsrapporter från år 2006 och granska antalet avvikelser i respektive urvalsgrupp. Med en kvantitativ ansats kan vi mäta ett fenomenets frekvens, nämligen antalet avvikelser, samt beskriva variationer eller samband mellan de två grupperna som vi studerar<sup>87</sup>.

En negativ aspekt med den kvantitativa forskningsmetoden är att ingen hänsyn tas till de olika bolagens specifika omständigheter<sup>88</sup>. För att få en djupare förståelse för ägarstrukturens påverkan på hur Koden tillämpas kommer vi även genom en kvalitativ ansats att analysera om det finns skillnader avseende vilka delar av Koden som respektive urvalsgrupperna avviker ifrån. I den kvalitativa analysen kommer bolagens specifika omständigheter att hanteras. Med en kvalitativ ansats, som är lämplig för att skapa mer klarhet i det undersökta fenomenet, fördjupar vi oss i de eventuella skillnader som observeras genom den kvantitativa ansatsen<sup>89</sup>.

#### 6.1.2. Deduktiv ansats

Utifrån vår teoretiska referensram har vi en förväntan om att familjekontrollerade bolag avviker från Koden i större utsträckning än herrelösa bolag. Vi använder oss av en deduktiv ansats då vi utifrån vår förväntan ställer upp en hypotes och empiriskt undersöker om verkligheten stämmer överens med denna förväntan.

---

<sup>87</sup> Jacobsen (2000)

<sup>88</sup> Ibid.

<sup>89</sup> Ibid.

### 6.1.3. Teoretisk referensram

De data som sammanställs utifrån de undersökta bolagens bolagsstyrningsrapporter utgör våra primärdata. Våra sekundärdata utgörs av relevant litteratur, statens offentliga utredningar samt material från Kollegiet. Dessa data användes för att skapa en bakgrund och förståelse för ämnet samt ligger till grund för våra tolkningar av det empiriska resultatet<sup>90</sup>.

## 6.2. Empirisk metod

### 6.2.1. Urval

Enligt Stockholmsbörsens noteringskrav ska Koden tillämpas av samtliga bolag som är noterade på A-listan samt de bolag som är noterade på O-listan med ett börsvärde över tre miljarder. Beräkningen av börsvärdet sker årligen 31 maj och baseras dels på det genomsnittliga börsvärdet bolaget har haft under den föregående tolv månaders perioden<sup>91</sup> dels på börsvärdet per 31 maj beräkningsåret. Båda värdena ska överstiga tre miljarder.<sup>92</sup> Enligt Stockholmsbörsens hemsida var det per den 31 maj 2006 107 bolag som var noterade på A-listan eller noterade på O-listan med ett börsvärde över 3 miljarder. Av dessa bolag kan det finnas bolag som inte har haft ett genomsnittligt marknadsvärde uppgående till tre miljarder under den föregående tolv månaders perioden, något som vi tar hänsyn till när vi undersöker urvalet.

Av de 107 bolagen var elva utländska juridiska personer som antas tillämpa hemlandets kod och faller därmed bort från urvalet.

Med utgångspunkt i Fristedt & Sundqvist kartlade vi ägarstrukturen i form av röstinnehav i början av år 2006 för de kvarvarande 96 bolagen. Ett bolag, KappAhl AB, noterades först i februari 2006 och återfinns inte i Fristedt & Sundqvist. Utifrån information i bolagets årsredovisning 2006 kan vi utesluta KappAhl AB från vårt urval<sup>93</sup>.

---

<sup>90</sup> Rienecker & Jörgensen (2002)

<sup>91</sup> Med föregående tolv månadersperiod avses 1 juni året före beräkningsåret till 31 maj beräkningsåret.

<sup>92</sup> [www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com), 2007-11-11

<sup>93</sup> KappAhl AB Årsredovisning 2006

Av de kvarvarande 95 bolagen fann vi åtta bolag där ingen ägare hade mer än 10 % av rösterna eller kapitalet, så kallade herrelösa bolag.

Vi fann fjorton bolag där en familj hade ett röstinnehav överstigande 50 %. Med familj avses här familjesfärer, familjer och enskilda privatpersoner. Ett av dessa fjorton bolag, Nordnet AB, tillämpar inte Koden år 2006 då deras genomsnittliga börsvärde för tolv månadersperioden 1 juli 2005 till 31 maj 2006 inte uppgick till tre miljarder<sup>94</sup>.

Totalt kommer bolagsstyrningsrapporter från 21 bolag att studeras, varav åtta från herrelösa bolag och tretton från familjekontrollerade bolag, *se bilaga 1*.

### 6.2.2. Operationalisering

För att kunna utföra vår undersökning på ett korrekt sätt krävs att centrala begrepp operationaliseras. Med operationalisering menas att sätta upp kriterier för hur vaga begrepp ska tillämpas i undersökningen. Begreppen definieras för att kunna genomföra undersökningen men utgör inte nödvändigtvis en allmängiltig definition.

Herrelösa bolag och familjekontrollerade bolag utgör våra urvalsgrupper och är därför av stor vikt att definiera.

Herrelösa bolag definierar vi, i likhet med Fristedt & Sundqvist, som bolag där ingen aktieägare innehar mer än tio procent av rösterna eller kapitalet.<sup>95</sup>

Samuelsson definierar familjebolag som bolag där mer än 50 procent av rösterna innehas av en familj och att de därigenom kontrollerar bolaget. Vidare menar Samuelsson att det inte finns någon enskild definitionen av ett familjeföretag.<sup>96</sup> I denna undersökning definieras familjekontrollerade bolag som bolag där familjesfärer, familjer eller enskilda privatpersoner direkt eller indirekt innehar mer än 50 procent av rösterna i ett bolag. Vi inkluderar familjesfärer då det är en familj som står bakom och indirekt kontrollerar bolaget. Även

---

<sup>94</sup> Nordnet AB Årsredovisning 2006

<sup>95</sup> Fristedt & Sundqvist (2006)

<sup>96</sup> Samuelsson (1998)

enskilda privatpersoner inkluderas då de har samma privata intresse i bolaget som en familj. Vår definition stämmer väl överens med Samuelssons definition.

Då vi ämnar undersöka om det föreligger skillnader mellan herrelösa och familjekontrollerade bolag avseende tillämpningen av Koden ska antalet avvikelser i respektive urvalsgrupp mätas. Med avvikelse avser vi avsteg från Kodens punkter som går att utläsa av bolagsstyrningsrapporterna. Utöver de avvikelser som bolagen själva deklarerar anser vi, utifrån Koden, dess anvisningar samt statliga offentliga utredningar av relevans, att en avvikelse föreligger om:

- det inte framgår av bolagsstyrningsrapporten om den är granskad av revisor eller inte (5.1.1)
- styrelsen består av fler än sex ledamöter och inte har inrättat ett revisionsutskott bestående av särskilt utsedda ledamöter (3.8.2). Enligt SOU 2004:130 är styrelser att anse som mindre om de utgörs av sex eller färre ledamöter<sup>97</sup>.
- styrelsen består av fler än sex ledamöter och inte har inrättat ett ersättningsutskott bestående av särskilt utsedda ledamöter (4.2.1). Motiveras enligt ovan.
- det inte är bolagsstämman som fattar beslut om ersättning till var och en av styrelseledamöterna (2.2.6). Punkten är numera lagfäst i aktiebolagslagen. Avvikelser från punkten medräknas dock då bolagsstämman för 2006 hölls innan den blev lagfäst och vid tiden för bolagsstämman fortfarande utgjorde en del av Koden.
- det inte är bolagsstämman som fastställer principer för ersättning till företagsledningen (4.2.2). Även denna punkt har lagfästs och men inkluderas enligt ovanstående motivering.

Avvikelser som görs från punkterna som behandlar att bolagsstämman ska kunna följas från annan ort (1.2.1) samt att bolaget ska simultantolka stämman och översätta material till annat språk (1.4.3) och som förklaras med att det inte är motiverat av ägarkretsens sammansättning eller är ekonomiskt försvarbart är enligt Koden inte att se som en avvikelse. Trots att bolagen deklarerar det som en avvikelse i bolagsstyrningsrapporten kommer den, i enlighet med Kollegiets anvisning 2-2006, inte att medräknas.

---

<sup>97</sup> SOU 2004:130

Avviker ett bolag på mer än ett sätt från samma punkt räknas det endast som en avvikelse. Avvikelser som uppstår till följd av en avvikelse från en annan punkt medräknas inte.

### 6.2.3. Insamling av data

Information om avvikelser och dess förklaringar, hämtad från bolagsstyrningsrapporterna, systematiseras först för varje bolag för att sedan sammanställas för respektive urvalsgrupp. Avvikelsena utgörs av de avvikelser som bolagen själva deklarerar samt de avvikelser som faller inom vår operationalisering. Utifrån denna sammanställning får vi information om antalet avvikelser som görs i respektive bolag samt urvalsgrupp. Detta för att undersöka eventuella skillnader mellan urvalsgrupperna.

### 6.2.4. Analys av data

Antalet avvikelser som vi finner kommer att mätas i kvotvariabler, vilket innebär att avstånden mellan kategorierna är lika stora. Ett alternativ hade varit att ge avvikelser olika stor vikt beroende av vilken punkt som avveks ifrån. Exempelvis skulle avsaknaden av ett revisionsutskott kunna ges ett högre värde än en avvikelse från revisionsutskottets sammansättning. Vi valde att inte göra en sådan rangordning då det hade inneburit många svåra och subjektiva bedömningar. Då vi har en förväntan, utifrån Kollegiets undersökning, om att inte finna ett stort antal avvikelser i bolagen har vi valt att inte gruppera antalet avvikelser. Resultatet kommer att presenteras i stapeldiagram för att illustrera eventuella skillnader.

När vi ser till vilka av Kodens punkter som bolagen avviker ifrån mäts dessa i nominalvariabler då de inte går att rangordna. Även dessa kommer att illustreras i stapeldiagram.

För att kunna generalisera våra resultat och på ett statistiskt korrekt sätt kunna acceptera eller förkasta vår nollhypotes genomförs ett icke-parametriskt test i form av Wilcoxon-Mann-Whitney test. I samråd med statistikern Per-Olov Edlund valdes detta test som lämpar sig bra då vår undersökning består av två små och oberoende urvalsgrupper som inte kan anses vara normalfördelade. Wilcoxon-Mann-Whitney testet är ett av de starkaste icke-parametriska

testen och är ett användbart alternativ till det parametriska t-testet när t-testets antagande om normalfördelning inte är uppfyllt.<sup>98</sup>

I nollhypotesen sätts, i enlighet med testet, sannolikheten att vi får ett högre antal avvikelser om vi ställer ett familjekontrollerat bolag i relation till ett herrelöst bolag till 0,5, det vill säga  $P(X>Y)=0,5$ . Mothypotesen innebär att sannolikheten är större än 0,5 att vi får ett högre antal avvikelser om vi ställer ett familjekontrollerat bolag i relation till ett herrelöst bolag,  $P(X>Y)>0,5$ . Våra resultat, i form av antal avvikelser, rangordnas sedan på en skala där noll är lägst. Varje värde tilldelas sedan en rangsumma där noll är lika med ett, ett är lika med två, och så vidare. Har flera bolag samma antal avvikelser får de den genomsnittliga rangsumman. För att kunna beräkna z-värdet sätts den totala rangsumman för de familjekontrollerade bolagen in i den statistiska formeln. Med hjälp av en normalfördelningstabell får vi sedan fram ett p-värde som representerar sannolikheten för att vi hade genererat vårt resultat eller ett mer extremt resultat om nollhypotesen hade varit sann. Är denna sannolikhet liten kan vi förkasta vår nollhypotes till förmån för vår mothypotes.<sup>99</sup>

### 6.3. Metod- och källkritik

#### 6.3.1. Metodkritik

Till följd av att vi valde att undersöka två polära grupper innehåller vår studie få bolag. Urvalsgrupperna kan inte anses vara normalfördelade och för att kunna acceptera eller förkasta vår nollhypotes kan vi inte använda ett parametriskt test utan det krävs ett icke-parametriskt test. Dessa tester har inte samma styrka som parametriska test har<sup>100</sup>. Wilcoxon-Mann-Whitney testet, som vi kommer att använda, har en effektivitetsgrad på 95 procent i förhållande till effektiviteten av det parametriska t-testet. Med detta menas att vid ett t-test krävs 95 procent av observationerna för att uppnå samma styrka.<sup>101</sup>

Ett alternativ hade varit att studera bolag med ägarstrukturer som är mindre polära, vilket hade inneburit fler observationer och kunnat möjliggöra tillämpning av ett parametriskt t-test. Vi

---

<sup>98</sup> Siegel & Castellan (1988)

<sup>99</sup> Ibid.

<sup>100</sup> Körner & Wahlgren (2000)

<sup>101</sup> Siegel & Castellan (1988)

fann det dock mer intressant att studera valda ägarstrukturer då dessa figurerar mycket i teorin och bolagsstyrning i dessa två grupper skiljer sig mycket åt.

Den deduktiva ansatsen, som vi valt att tillämpa, medför en risk för att fokus hamnar på teori som stödjer vår hypotes och därmed kan viktig information förbises.<sup>102</sup> Detta är något vi har tagit i beaktande under processen.

### 6.3.2. Källkritik

Vårt empiriska material bygger på bolagsstyrningsrapporter som bolagen fogar till sina årsredovisningar. Det är bolagen som upprättar bolagsstyrningsrapporterna och de har därmed möjlighet att påverka informationen i dessa, vilket kommer att influera vår undersökning. Då Koden ger ett tolkningsutrymme och då det kan vara fördelaktigt för bolagen att visa på en god bolagsstyrning utåt finns det risk att information utelämnas eller förvrängs för att visa på hög grad av efterlevnad av Koden. Genom undersökning av andra delar av årsredovisningen, hemsidor samt genom intervjuer hade ett eventuellt utelämnande av information fångas upp. Detta har inte varit möjligt på grund av den begränsade tiden.

## 7. Resultat

---

*I detta kapitel presenteras studiens resultat. Kapitlet inleds med en beskrivning samt illustration av antalet avvikelser i de herrelösa respektive de familjekontrollerade bolagen. Därefter görs en jämförelse av urvalsgrupperna som mynnar ut i en hypotesprövning. I resterande del av kapitlet presenteras och illustreras vilka specifika delar av Koden som respektive urvalsgrupp avvek ifrån samt görs en jämförelse dem emellan.*

---

### 7.1. Antalet avvikelser

Syftet med vår studie är att undersöka ägarstrukturens påverkan på hur bolag tillämpar Koden. För att besvara detta ställde vi upp följande hypoteser:

*H<sub>0</sub>: Det finns ingen skillnad mellan familjekontrollerade bolag och herrelösa bolag avseende antalet avvikelser från Koden.*

---

<sup>102</sup> Jacobsen (2000)

$H_1$ : I familjekontrollerade bolag är antalet avvikelser från Kodens högre än i herrelösa bolag.

### 7.1.1. Herrelösa bolag

I de åtta herrelösa bolagen fann vi sammanlagt fem avvikelser från Kodens. Hälften av dessa bolag följde Kodens samtliga punkter medan tre av bolagen avvek från en punkt och det resterande bolaget från två punkter, se *diagram 7.1*. I ett av de herrelösa bolagen, JM AB, deklarerades en avvikelse från riktlinjen att en jämn könsfördelning i styrelsen ska eftersträvas (3.2.1). Bolaget angav dock att de skulle arbeta på att få in ytterligare en kvinna i styrelsen till år 2007, vilket vi anser är att eftersträva en jämn könsfördelning. Enligt vår mening utgör detta ingen avvikelse och är därmed inte medräknad i de totala fem avvikelser som vi fann i de herrelösa bolagen. Vårt ställningstagande bekräftas av att Kollegiets undersökning av 2006 års bolagsstyrningsrapporter inte visar på någon avvikelse från denna punkt.

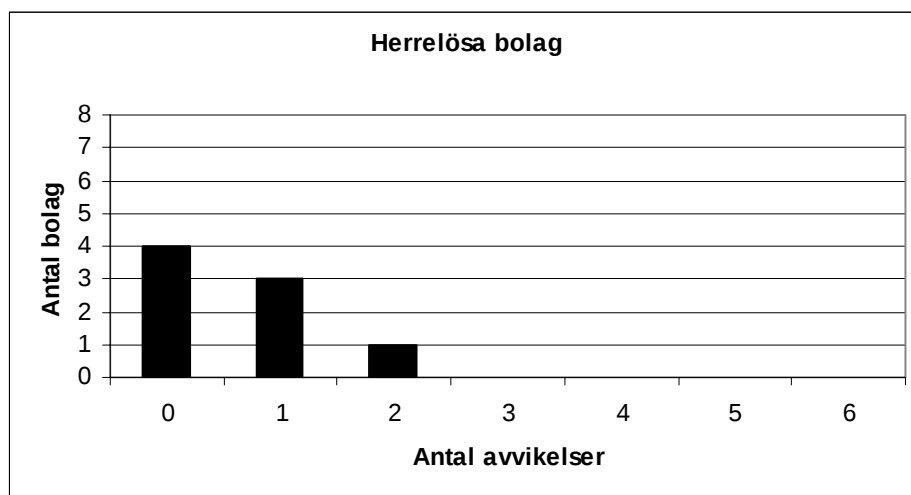


Diagram 7.1

### 7.1.2. Familjekontrollerade bolag

I de familjekontrollerade bolagen fann vi sammanlagt 36 avvikelser. Ett av bolagen följde Kodens fullt ut medan majoriteten, elva bolag, avvek från två eller fler punkter. Som högst fann vi sex avvikelser i ett av bolagen, se *diagram 7.2*.

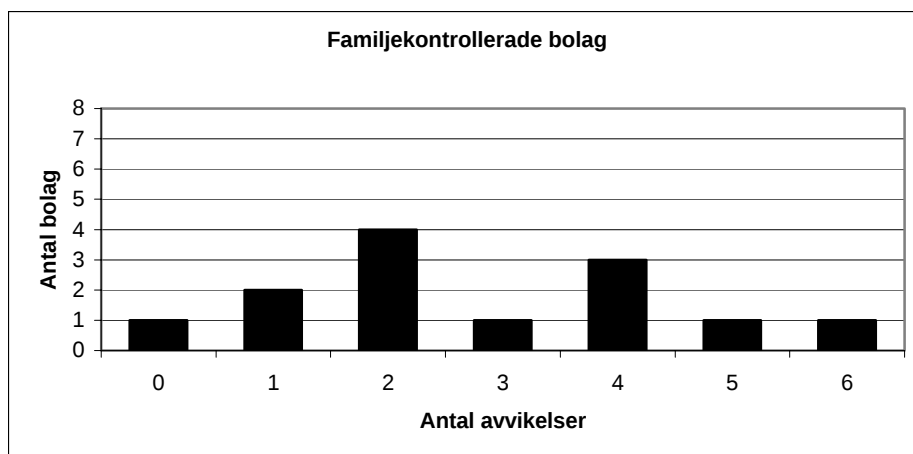


Diagram 7.2

### 7.1.3. Skillnader i antalet avvikelser

Det genomsnittliga antalet avvikelser i respektive urvalsgrupp uppgick till 0,63 i de herrelösa bolagen och 2,77 i de bolag som kontrolleras av en familj, se *diagram 7.3*.

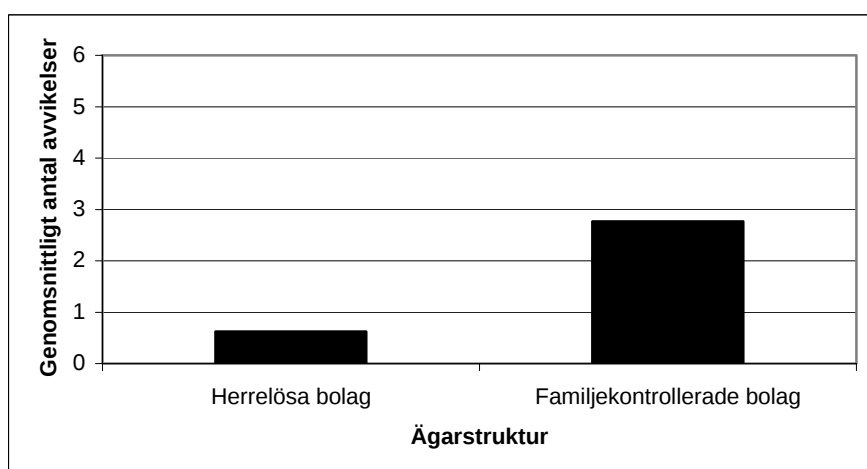


Diagram 7.3

Skillnader mellan urvalsgrupperna kan även illustreras genom den relativa fördelningen av bolagen utifrån antal avvikelser per bolag för respektive urvalsgrupp, se *diagram 7.4*. Diagrammet visar att de herrelösa bolagen fördelar sig bland de lägre värdena på skalan medan de familjekontrollerade bolagen är mer spridda över skalan. Ovanstående diagram visar en markant skillnad mellan urvalsgrupperna medan nedanstående diagram inte visar på lika markanta skillnader.

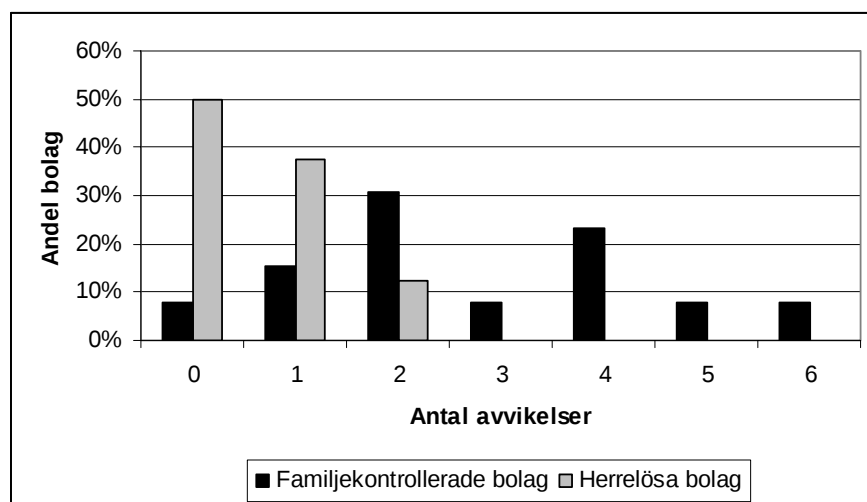


Diagram 7.4

För att statistiskt säkerställa vårt resultat och därmed kunna förkasta eller acceptera vår nollhypotes utförde vi Wilcoxon-Mann-Whitney testet. Testet gav oss ett  $p$ -värde på 0,0022 som innebär att sannolikheten att testet hade genererat detta resultat eller ett mer extremt resultat, om vår nollhypotes hade varit sann, är 0,22 procent, se bilaga 2. Med en signifikansnivå på en procent kan vi därmed förkasta vår nollhypotes till förmån för vår mothypotes. Statistikern Per-Olov Edlund fann oberoende av oss samma resultat utifrån våra data. Vi finner således att *antalet avvikelser från Koden är högre i familjekontrollerade bolag än i herrelösa bolag*.

## 7.2. Avvikelser från specifika punkter

### 7.2.1. Herrelösa bolag

Av de få avvikelser som vi fann i de herrelösa bolagen handlade två avvikelser om att namnen på valberedningens ledamöter inte offentliggjordes senast sex månader före bolagsstämman (2.1.3). I en av bolagsstyrningsrapporterna framgick det inte huruvida den hade blivit granskad av bolagets revisor eller inte (5.1.1). Ett av bolagen uppfyllde inte punkten avseende inrättande av ett revisionsutskott (3.8.2) och den femte avvikelsern avsåg avsaknad av en underskriftsmening från styrelsen (3.6.2), se diagram 7.5.

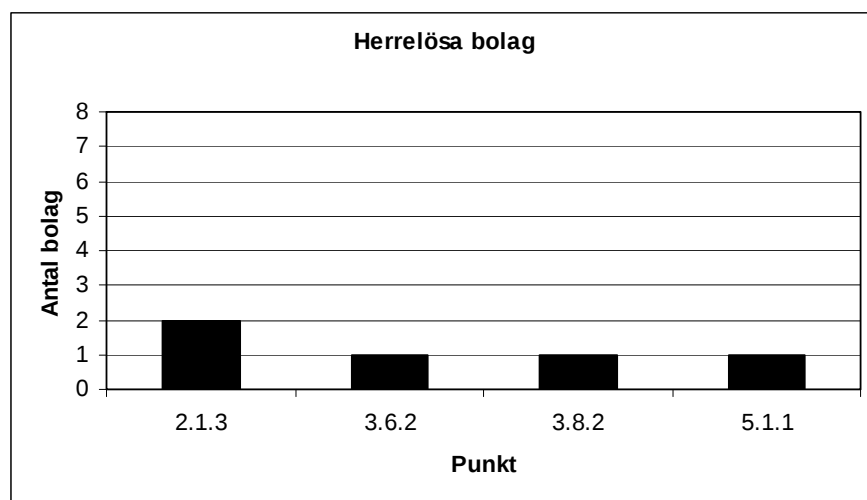


Diagram 7.5

### 7.2.2. Familjekontrollerade bolag

Den punkt som de familjekontrollerade bolagen avvek ifrån mest frekvent, i knappt en femtedel av fallen, rör valberedningens sammansättning (2.1.2). Flertalet av dessa avvikelser handlade om att en styrelseledamot även var valberedningens ordförande. Två bolag saknade valberedning helt (2.1.1).

Sex av de familjekontrollerade bolagen avvek från punkten gällande ersättningsutskott (4.2.1). I hälften av dessa bolag saknades ett ersättningsutskott och den andra hälften avvek från ledamöternas oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. I fem bolag fastställde inte bolagsstämman principerna för ledningens ersättning (4.2.2).

Sex bolag hade inte inrättat något revisionsutskott (3.8.2) och av tre bolagsstyrningsrapporter framgick det inte om de hade blivit granskade av bolagens revisorer eller inte (5.1.1). Majoriteten av de bolagsstämmovalda styrelseledamöterna kunde inte anses vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen i fyra av de tretton bolagen (3.2.4). Slutligen deklarerades i en bolagsstyrningsrapport en avvikelse gällande styrelsens dokumentation om hur de säkerställer kvaliteten i den finansiella rapporteringen (3.8.1) och i två bolag lämnade styrelsen ingen underskriftsmening (3.6.2), se diagram 7.6.

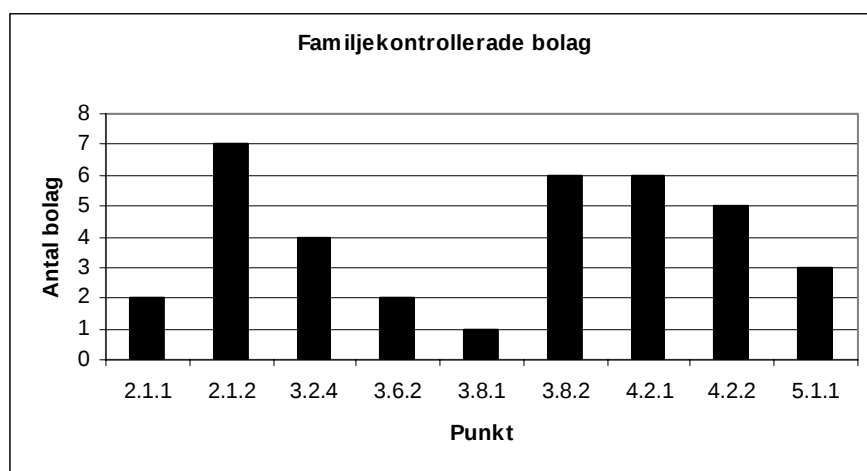


Diagram 7.6

### 7.2.3. Skillnader i avvikelser från specifika punkter

Vår undersökning visar att det föreligger skillnader mellan urvalsgruppernas avseende de delar av Koden som avveks ifrån, med undantag för styrelsens lämnande av underskriftmening, se *diagram 7.7*. De familjekontrollerade bolagen avvek mest frekvent från Kodens punkter avseende valberedning, revisionsutskott, ersättningsutskott, fastställande av principer till bolagsledningen samt styrelseledamöters oberoende medan de herrelösa bolagen, med ett undantag, följde dessa punkter. Detta tyder på att ägarstrukturen inte enbart påverkar antalet avvikelser utan även vilka specifika punkter av Koden som bolagen väljer att göra avsteg ifrån.

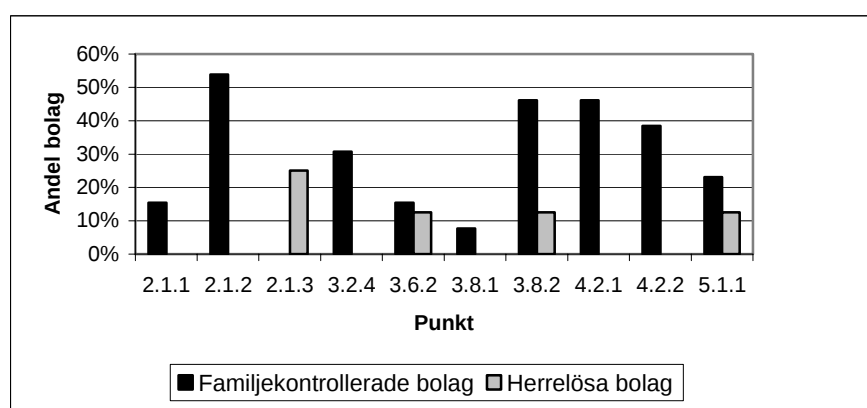


Diagram 7.7

För en sammanställning av respektive bolags avvikelser, se *bilaga 3*.

## 8. Analys

---

*I analysen ges en djupare beskrivning av de skillnader mellan urvalsgrupperna som presenterades i resultatet. Utifrån det teoretiska ramverket diskuteras även bakomliggande orsaker till de observerade skillnaderna. Inledningsvis analyseras skillnader i antalet avvikelser. Därefter följer en analys av skillnader i avvikelser från specifika punkter, som styckas upp utifrån centrala delar av Kodens innehåll. Kapitlet avslutas med att den senare delen av analysen sammanfattas.*

---

### 8.1. Skillnader i antalet avvikelser

En övervägande del av bolagen i vår undersökning följde Kodens punkter i hög utsträckning, vilket överensstämmer med Kollegiets undersökning av 2006 års bolagsstyrningsrapporter. I drygt 70 procent av bolagen fann vi enbart två avvikelser eller färre. En förklaring till detta kan vara att Kodens innehåll till stor del överlappar aktiebolagslagen och tidigare praxis och inte innebär några större förändringar i bolagens styrning.

Koden följs således generellt i hög grad, men vår undersökning visar på skillnader i antalet avvikelser mellan familjekontrollerade bolag och herrelösa bolag. Kollegiets undersökning visar på att de undersökta bolagen i genomsnitt gjorde 1,8 avvikelser från Koden. Vid en jämförelse med vårt resultat framgår det att det genomsnittliga antalet avvikelser i de herrelösa bolagen ligger drygt en avvikelse under medan det genomsnittliga antalet avvikelser i de familjekontrollerade bolagen ligger nästintill en avvikelse över det genomsnitt som Kollegiet fann.

De vägledande principerna som Kodgruppen har utgått ifrån vid framtagandet av Koden handlar främst om att skapa möjlighet för ägarna att ta en aktiv roll. Detta visar på att Koden till stor del riktar sig till bolag med passiva ägare och att många delar av Koden utgör verktyg för att övervaka ledningens arbete och därmed stärka ägarnas ställning. Då agentproblematiken är stor i herrelösa bolag, i relation till familjekontrollerade bolag, finns ett behov av mer aktiva ägare och övervakning i dessa bolag. Koden fyller därav en stor funktion i dessa bolag och kan förklara att de herrelösa bolagen följer Koden i större utsträckning än familjekontrollerade bolag.

I ljuset av agentproblematiken kan det förväntas att skillnaderna mellan urvalsgrupperna skulle vara större än vad vårt resultat visade. Legitimitetsskäl kan utgöra en förklaring till att vi inte fann ett högre antal avvikelser bland de familjekontrollerade bolagen. Att följa Koden i stor utsträckning kan av bolagen även ses som ett medel för att attrahera investerare genom att visa på en god styrning i bolaget. Då Koden delvis syftar till att stärka minoritetsskyddet kan en ytterligare förklaring till det begränsande antalet avvikelser utgöras av familjernas vilja att värna om minoriteten då de tillgodoser bolaget med en stor del av kapitalet.

En anledning till den lägre efterlevnaden av Koden bland de familjekontrollerade bolagen kan även vara att de i större utsträckning än de herrelösa bolagen har upparbetat egna interna verktyg för att styra bolaget. Till följd av det aktiva och långsiktiga ägandet är det sannolikt att bolagen har utvecklat olika typer av styrmedel inom organisationen. Herrelösa bolag däremot, som präglas av mer kortsiktighet och passivitet i sitt ägande, välkomnar färdiga riktlinjer beträffande bolagsstyrning.

Koden är till stor del inspirerad av the Combined Code som är utformad för bolag med en spridd ägarstruktur. I och med att bolagsstyrningen i bolag med koncentrerat ägande skiljer sig från den i bolag med spridd ägarstruktur kan en förklaring till att familjekontrollerade bolag tillämpar Koden på färre punkter vara att den inte är lämpad för denna typ av ägarstruktur.

## ***8.2. Skillnader i avvikelser från specifika punkter***

### **8.2.1. Valberedning**

Av vår undersökning framgår det att två av de herrelösa bolagen avvek från offentliggörandet av valberedningens ledamöter (2.1.3), vilket inget av de familjekontrollerade bolagen gjorde. De två bolagen som avvek från punkten utsåg ledamöter till valberedningen först vid den fastställda tidpunkten i slutet av tredje kvartalet. Att de har en fast tidpunkt för att utse ledamöter kan bero på förekomsten av förändringar i ägarsammansättningen då mindre aktieägare normalt har en mer kortsiktig investeringshorisont. Familjernas mer långsiktiga perspektiv gör att sannolikheten för betydande ägarförändringar är mindre i familjekontrollerade bolag.

Majoriteten av de familjekontrollerade bolagen uppfyllde inte det krav som Koden ställer avseende valberedningens sammansättning (2.1.2). I fem av dessa bolag var valberedningens ordförande samtidigt styrelseordförande eller styrelsemedlem och i de övriga två bolagen var VD med i valberedningen. Flertalet av bolagen förklarade avvikelserna med att det är naturligt att en styrelseledamot som representerar ett stort aktieinnehav är ordförande i valberedningen. Avvikelseerna kan förklaras som en följd av familjernas aktiva ägande och därmed ovilja att välja mellan att ingå i styrelse/ledning eller valberedning. Genom att ingå, i många fall som ordförande, i valberedningen kan familjerna påverka tillsättningen av styrelsen och indirekt VD och behåller därav kontrollen över bolaget. Det passiva ägandet i de herrelösa bolagen förklarar varför inga avvikelser från denna punkt förekommer i bolag med denna ägarstruktur.

Två familjekontrollerade bolag saknar en formellt utsedd valberedning (2.1.1) och förklarar det med den koncentrerade ägarbilden. Ett av bolagen, L E Lundbergföretagen AB, uttrycker detta i sin bolagsstyrningsrapport enligt följande ”Mot bakgrund av aktieägarkretsens sammansättning har en valberedning inte ansetts behövlig”<sup>103</sup>. I båda bolagen är det de största ägarna som får uppgiften att lämna förslag till styrelseledamöter, styrelseordförande, revisor samt arvoden till dessa och i ett av dessa bolag görs det på uppdrag av styrelsens ordförande. Då familjen har så pass stor kontroll att denne själv kan tillsätta styrelse och revisor är inrättandet av en valberedning överflödigt eftersom den syftar till att förstärka ägarnas inflytande, vilket kan vara orsaken till avsaknaden av en valberedning i familjekontrollerade bolag. Endast två av de tretton familjekontrollerade bolagen saknar en valberedning vilket kan anses vara få i ljuset av ovanstående resonemang. Legitimitetsskäl samt vilja att värna om minoriteten kan vara orsaker till det höga antalet familjekontrollerade bolag som följer denna punkt.

Samtliga åtta herrelösa bolag hade valt att inrätta en valberedning som syftar till att ägarnas inflytande i bolaget förstärks. Genom en valberedning får ägarna större makt i tillsättning av styrelse och revisor, vilka utgör viktiga övervakningsmekanismer i dessa bolag.

---

<sup>103</sup> L E Lundbergföretagen AB Årsredovisning 2006, s. 74

### 8.2.2. Styrelsen

I nära en tredjedel av de familjekontrollerade bolagen följdes inte punkten om att majoriteten av de bolagsstämmovalda styrelseledamöterna ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen (3.2.4). I samtliga av dessa bolag var vissa styrelseledamöter att anse som beroende då de hade suttit med i styrelsen i mer än tolv år. Bolagen poängterade att Koden innebär en skärpning i förhållande till Stockholmsbörsens noteringskrav vad gäller definitionen av oberoende och förklarade avvikelserna med att de prioriterade erfarenheter, kunskap och kännedom om bolaget före oberoende. I Holmen AB förklarades avvikelserna med att "Stort värde har fästs vid styrelsens erfarenhet från styrelsearbete och ledningsarbete från skogsindustrin och andra branscher. Samarbetet inom styrelsen har också fungerat mycket väl och kompetens samt kontinuitet är mycket hög"<sup>104</sup>.

Då en kontrollerande familj i praktiken har möjlighet att själv utse styrelsen kan antalet avvikelser avseende styrelseledamöternas oberoende förklaras av familjens vilja att behålla styrelseledamöter som agerar i dess intressen. Ledamöter som suttit i styrelsen i över tolv år kan antas ha utvecklat en så pass nära relation till huvudägarna att de inte förväntas agera neutralt gentemot dessa.

Det högre antalet avvikelser bland de familjekontrollerade bolagen kan även förklaras av familjernas aktiva ägande som innebär god insyn i bolaget, vilket medför att de inte har ett lika stort behov av styrelsen som övervakningsmekanism.

Alla de herrelösa bolagen följer punkten vilket visar på att styrelsens oberoende gentemot bolaget och bolagsledningen är av stor vikt vid övervakningen av företagsledningen.

Utifrån vårt resultat kan vi se att det inte förekom några större skillnader mellan urvalsgrupperna beträffande avvikelser från punkten om styrelsens underskriftsmyndighet (3.6.2).

---

<sup>104</sup> Holmen AB Årsredovisning 2006, s. 68

### 8.2.3. Redovisning och revision

En tredjedel av samtliga undersökta bolag saknade ett revisionsutskott (3.8.2). Dock var avsaknaden av ett sådant utskott relativt sett högre i bolagen som kontrolleras av en familj. Nära hälften av dessa bolag valde att inte inrätta ett revisionsutskott medan endast ett av de åtta herrelösa bolagen avvek från denna punkt. Samtliga bolag förklarade detta med att utskottets uppgifter istället sköttes av samtliga styrelseledamöter. NCC AB motiverar avvikelserna med att de anser att ”..redovisning och revision är viktiga frågor som mest ändamålsenligt fullgörs av styrelsen som helhet..”<sup>105</sup>.

Då revisionsutskottet utgör ett viktigt övervakningsinstrument och behovet av detta är större i herrelösa bolag följer resultat av vår undersökning teorin. Vårt resultat är även i linje med studien som genomfördes av Pincus et al. som visade på ett positivt samband mellan höga agentkostnader och inrättande av ett revisionsutskott. Agentproblematiken kan reduceras i herrelösa bolag genom inrättande av ett revisionsutskott då ett utskott som är speciellt utsett för att granska kvaliteten i den finansiella rapporteringen innebär att dessa frågor behandlas med omsorg. I de familjekontrollerade bolagen, där agentproblematiken inte är lika stor, är behovet av ett revisionsutskott mindre, vilket kan förklara den mer frekventa avsaknaden av ett sådant utskott i dessa bolag.

Familjen, som ofta är representerad i styrelse och ledning, har en god insyn i bolagets verksamhet och de finansiella rapporterna är inte av lika stor vikt i informationshänseende som för de passiva ägarna. Därav blir inte revisionsutskottets arbete av lika stor betydelse i beslutsfattandet för familjen som för passiva ägare i herrelösa bolag där de finansiella rapporterna är den huvudsakliga informationskällan.

### 8.2.4. Ersättningar till bolagsledningen

De herrelösa bolagen som ingår i vår undersökning gjorde inga avvikelser gällande ersättningsutskott. I gruppen med de familjekontrollerade bolagen avvek däremot nära hälften från den punkt som rör inrättande av ersättningsutskott och dess sammansättning (4.2.1). Hälften av bolagen som avvek från denna punkt saknade ett utskott för ersättningsfrågor medan

---

<sup>105</sup> NCC AB Årsredovisning 2006, s. 102

den andra hälften avvek från kravet på att ledamöterna i utskottet ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen.

Bolagen som inte uppfyllde kravet på oberoende ledamöter angav att de prioriterade kunskap och erfarenhet framför oberoende. De bolag som inte hade inrättat ett ersättningsutskott förklarade det med att de istället lät dessa frågor hanteras av styrelsen i sin helhet. Någon närmare förklaring angavs inte. Fyra av de sex bolagen som avvek från denna punkt gjorde även avsteg från Koden avseende att det var styrelsen och inte bolagsstämman som fastställde ledningens ersättningar (4.2.2).

Totalt fem av de tretton familjekontrollerade bolagen avvek från punkten om att bolagsstämman ska fastställa principerna om ersättningar till ledningen (4.2.2). Förklaringarna skiljde sig åt för respektive bolag, många av förklaringarna handlade dock om att det ansågs finnas ett fungerande system och att kompetensfördelningen gällande dessa frågor var god. Hennes & Mauritz AB uttryckte sin förklaring enligt följande: ”..då styrelsens ordförande, tillika största aktieägare i bolaget, är involverad i dessa beslut togs inte riktlinjerna upp vid stämman 2006”<sup>106</sup>. Då den kontrollerande familjen utgör merparten av bolagsstämman och normalt även är delaktig i styrelsen har familjen ett stort inflytande i dessa frågor oavsett vilket organ som fastställer principerna. Det kan därav ses som en överflödigt formalitet att ta behandla ärendet på bolagsstämman, vilket kan vara en orsak till avvikelserna från denna punkt. I de herrelösa bolagen, där ägarna sällan är representerade i styrelsen, är det av vikt att ägarna genom bolagsstämman får vara delaktiga i fastställande av ersättningar till ledningen.

Ersättningsutskottet, som fyller en viktig funktion för att skapa målkongruens mellan ägare och ledning genom att utforma effektiva incitamentsystem för ledningen, är av stor vikt i de herrelösa bolagen. Då både ersättningsutskott och revisionsutskott utgör viktiga övervakningsmekanismer för att minska agentproblemen bygger förklaringarna till den högre avvikelsegraden hos familjekontrollerade bolag på samma resonemang. Nämligen att behovet av övervakningsmekanismer är lägre för familjekontrollerade bolag då det inte råder lika stor intressekonflikt mellan ägare och ledning som i herrelösa bolag.

---

<sup>106</sup> Hennes & Mauritz AB Årsredovisning 2006, s. 75

### 8.2.5. Sammanfattning skillnader i avvikelser från specifika punkter

Resultatet av vår undersökning visar att det inte förekom några likheter mellan urvalsgruppernas avseende de delar av Koden som avveks ifrån, med undantag för styrelsens lämnande av underskriftmening. Detta tyder på att ägarstrukturen inte enbart påverkar antalet avvikelser utan även vilka delar av Koden som bolagen väljer att göra avsteg ifrån. Gällande vilka punkter som vi fann flest avvikelser ifrån, nämligen punkterna avseende valberedningens sammansättning, revisionsutskott samt ersättningsutskott, stämmer vårt resultat väl överens med Kollegiets undersökning av bolagsstyrningsrapporter för år 2006. Att de flesta avvikelser gjordes från just dessa punkter kan förklaras av att de inte är reglerade i aktiebolagslagen och genom Kodens tillkomst innebär nya inslag i bolagsstyrningsområdet.

Sammantaget utgör agentproblematiken den främsta förklaringen till det högre antalet avvikelser bland de familjekontrollerade bolagen i relation till de herrelösa bolagen. Då det råder större överensstämmelse mellan aktieägarnas och ledningens intressen i bolagen som kontrolleras av en familj finns inte samma behov av övervakningsmekanismer i form av ersättningsutskott och revisionsutskott. Den större agentproblematiken och därmed det större behovet av övervakningsmekanismer i de herrelösa bolagen kan förklara att alla dessa bolag, med ett undantag, inrättat ersättnings- och revisionsutskott. Agentproblematiken utgör även en förklaring till att de familjekontrollerade bolagen i flera fall inte uppfyller punkten om oberoende styrelseledamöter då detta också utgör ett redskap för att övervaka ledningen.

I och med att Koden syftar till att främja ett aktivt ägande fyller Koden inte lika stor funktion i familjekontrollerade bolag som i herrelösa bolag. De familjekontrollerade bolagens avvikelser från valberedningens sammansättning påvisar Kodens begränsade funktion i dessa bolag, där det aktiva ägarengagemanget leder till avsteg från Koden.

En annan huvudförklaring till det högre antalet avvikelser hos de familjekontrollerade bolagen är familjens ovilja att ge ifrån sig makt som bland annat tar sig i uttryck i avsaknad av valberedning samt styrelseledamöternas beroende gentemot bolaget och bolagsledningen. Valberedningen samt oberoende styrelseledamöter syftar till att skapa en väl avvägd maktbalans mellan ägare, styrelse och bolagsledning. I de familjekontrollerade bolagen innehar familjerna i stort sett makten över alla bolagsorgan till följd av deras aktiva roll och vilja att skydda sina privata intressen.

## 9. Studiens trovärdighet

---

*I detta kapitel kommer studiens trovärdighet att diskuteras. Första delen behandlar studiens reliabilitet medan den andra diskuterar studiens validitet.*

---

### 9.1. Reliabilitet

Reliabilitet rör huruvida en undersökning skulle ge samma resultat om den genomfördes på nytt, utan slumpmässiga inslag. Bolagsstyrningsrapporter, som vårt empiriska material bygger på, påverkas inte av vår studie och därav är den reproducerbar av en annan person eller vid en annan tidpunkt.<sup>107</sup> Vår studie har därmed hög reliabilitet. För att förstärka studiens reliabilitet ytterligare har vi oberoende av varandra studerat bolagsstyrningsrapporterna vid två olika tillfällen samt operationaliserat centrala begrepp. Operationaliseringen möjliggör en omprövning av studien.

### 9.2. Validitet

Validitet är förmågan att mäta det som avses att mätas<sup>108</sup>. I vår undersökning är begreppet avvikelse en central del. Vad som egentligen är att se som en avvikelse är i viss utsträckning subjektivt. Koden är inte detaljskriven och lämnar därmed ett visst tolkningsutrymme vilket en genomläsning av bolagsstyrningsrapporterna även påvisar. Vid undersökningen av bolagsstyrningsrapporterna fann vi skillnader i bolagens tolkning av vad som utgör en avvikelse från Koden. Detta kan exemplifieras med hur två bolag ser på punkten angående inrättande av revisionsutskott. Ratos AB, som hade åtta styrelseledamöter, såg det inte som en avvikelse då styrelsens samtliga ledamöter förutom VD, utgjorde revisionsutskott<sup>109</sup>. Samtidigt ansåg Hufvudstaden AB, då styrelsens samtliga åtta ledamöter med undantag för VD utgjorde revisionsutskott, att de avvek från Koden.<sup>110</sup> Genom att studera Koden, dess anvisningar samt statliga offentliga utredningar av relevans har vi fått en god insikt i motiven bakom Kodens punkter vilka ligger till grund för vår operationalisering av vad som utgör en avvikelse. Därmed förstärks validiteten i vår undersökning.

---

<sup>107</sup> Bryman (2001)

<sup>108</sup> Eriksson & Wiedersheim-Paul (1999)

<sup>109</sup> Ratos AB Årsredovisning 2006

<sup>110</sup> Hufvudstaden AB Årsredovisning 2006

## 10. Slutsatser

---

*I uppsatsens avslutande kapitel sammanfattas resultatet av studien samt centrala orsaker bakom detta. Kapitlet behandlar först skillnader mellan familjekontrollerade och herrelösa bolag i form av antalet avvikelser för att sedan övergå till skillnader i specifika delar av Koden.*

---

Vår undersökning visar att det finns skillnader mellan familjekontrollerade och herrelösa bolag avseende tillämpningen av Koden. Genom Wilcoxon-Mann-Whitney testet kan vi statistiskt säkerställa att familjekontrollerade bolag gör fler avvikelser från Koden än herrelösa bolag. Då det är bolagen som själva upprättar bolagsstyrningsrapporterna och därmed påverkar den tillgängliga informationen finns dock en risk för att vissa avvikelser inte framkommer. En djupare granskning av bolagen hade kunnat förstärka eller försvaga resultatet, men då vårt resultat ligger i linje med teorin samt tidigare studier är det inte troligt att vår nollhypotes trots en djupare granskning hade accepterats.

Den främsta förklaringen till dessa skillnader utgörs av agentproblematiken som handlar om risken att bolagsledningen inte agerar i enlighet med ägarnas intressen. I familjekontrollerade bolag, där det normalt råder större överensstämmelse mellan ägarnas och bolagsledningens intressen än i herrelösa bolag, är behovet av bolagsstyrningsreglering för att minska agentproblematiken mindre. Koden fyller därmed inte lika stor funktion i de familjekontrollerade bolagen, vilket kan förklara det högre antalet avvikelser från Koden i dessa bolag.

Koden är främst avsedd för bolag med passiva ägare och syftar till att främja ägarnas engagemang. Detta innebär att Koden inte är utformad för familjekontrollerade bolag som normalt utövar en aktiv ägarroll, vilket även förklarar att vi finner fler avvikelser i dessa bolag än i herrelösa bolag som karaktäriseras av passivt ägande.

Koden syftar även till att skapa maktbalans mellan ägarna, styrelsen och bolagsledningen. Då familjerna innehar majoriteten av rösterna i bolagsstämman samtidigt som de normalt sitter med i styrelsen har de ett stort inflytande i beslutsfattandet i båda dessa bolagsorgan. Detta medför att punkter som syftar till att stärka ägarnas roll genom att flytta beslutanderätt från styrelsen till bolagsstämman kan ses som onödig formalitet i familjekontrollerade bolag.

Utifrån ovanstående resonemang finner vi det överraskande att skillnaden mellan urvalsgrupperna inte var större. De familjekontrollerade bolagens höga efterlevnad av Koden kan bero av legitimitetsskäl samt att få avvikelser är att se som en kvalitetsstämpel för god bolagsstyrning. Bolagens begränsade antal avvikelser kan även förklaras av bolagens vilja att värna om minoritetsägarna.

Vår undersökning visar även på skillnader avseende vilka av Kodens punkter som respektive urvalsgrupp avvek ifrån. De punkter som de familjekontrollerade bolagen avvek ifrån rörde främst revisionsutskott, ersättningsutskott samt styrelseledamöternas oberoende, vilka utgör viktiga medel för att övervaka ledningens agerande. Då agentproblematiken är liten i dessa bolag är behovet av övervakningsmekanismer begränsat, vilket förklarar avvikelserna från dessa punkter. Majoriteten av de familjekontrollerade bolagen avvek från punkten avseende inrättande av valberedning och dess sammansättning. Avsaknaden av en valberedning kan förklaras av att den inte fyller någon större funktion och innebär en onödig formalitet i bolag som kontrolleras av en familj. Avvikelserna avseende valberedningens sammansättning kan bero av familjernas aktiva ägande och ovilja att lämna ifrån sig makt rörande tillsättningen av styrelseledamöter, vilket resulterar i att de både är representerade i styrelse och som ordförande i valberedningen.

I de herrelösa bolagen går det inte att se något mönster utifrån de få avvikelser som gjordes. Vid en jämförelse med de punkter från vilka de familjekontrollerade bolagen mest frekvent avvek ifrån gjordes endast en avvikelse bland de herrelösa bolagen. Behovet av övervakningsmekanismer är den avgörande bakomliggande orsaken till att de följer dessa punkter i Koden.

Vår studie visar att det finns skillnader mellan familjekontrollerade och herrelösa bolag avseende antal avvikelser från Koden samt vilka punkter avvikelserna görs ifrån. De familjekontrollerade bolagen präglas av aktivt ägande och begränsad agentproblematik och därmed ett litet behov av bolagsstyrningsreglering i form av Koden. Till skillnad från de familjekontrollerade bolagen karaktäriseras de herrelösa bolagen av passivt ägande och stora agentproblem, vilket medför att Koden fyller en stor funktion i dessa bolag.

## Källförteckning

### Litteratur

- Anthony, R. & Govindarajan, V., (2007), *Management control systems*, McGraw Hill, Boston.
- Bergstöm, C. & Samuelsson, P., (2001), *Aktiebolagets grundproblem*, Norstedts Juridik AB, Stockholm.
- Bryman, A., (2001), *Samhällsvetenskapliga metoder*, Liber AB, Malmö.
- Dunn, J., (1996), *Auditing: theory and practice*, Prentice Hall, London.
- Eriksson, L. T. & Wiedersheim-Paul, F., (1999), *Att utreda, forska och rapportera*, Liber Ekonomi, Malmö.
- Fristed, D. & Sundqvist, S-I., (2006), *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2006*, Bulls Graphics AB, Halmstad.
- Hammarskiöld, P. & Hein, S., (2004-05), Kommer den nya bolagsstyrningskoden att ge bättre bolagsstyrning och öka förtroendet för näringslivet?, *Juridisk Tidskrift*, nr. 2 s. 505-529
- Jacobsen, D. I., (2000), *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund.
- Jensen, M. & Meckling, W., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, No 4 p. 305-360.
- Kristiansson, B., Skog, R. & Thorell, P., (2004), Tio år efter Cadbury: En svensk kod för bolagsstyrning, *Balans*, nr. 4 s. 11-24.
- Körner, S. & Wahlgren, L., (2000), *Statistisk dataanalys*, Studentlitteratur, Lund.
- Mannheimer Swartling Advokatbyrå, (2006), *Handledning vid tillämpning av Svensk kod för bolagsstyrning*.
- Nygaard, C. & Bengtsson, L., (2002), *Strategizing –en kontextuell organisationsteori*, Studentlitteratur, Lund.
- Pincus, K., Rusbarsky, M. & Wong, J., (1989), Voluntary Formation of Corporate Audit Committees Among NASDAQ Firms, *Journal of Accounting and Public Policy*, No 8 p. 239-265.
- Rienecker, L. & Jorgensen, P. S., (2002), *Att skriva en bra uppsats*, Liber AB, Lund.
- Samuelsson, M., (1998), *Swedish Family and Non-family Enterprises Demographic and Performance Contrasts –A multivariate Approach*, Ark Tryckaren, Jönköping.

Shleifer, A. & Vishny, R., (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, No. 2 p. 737-783

Siegel, S. & Castellan, N. J., (1988), *Nonparametric Statistics for the Behavioral Sciences*, McGraw-Hill, Inc., Singapore.

Skog, R., (2005), *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?*, Almqvist & Wiksell Tryckning, Uppsala.

Svensson, B. & Danelius J., (2005), *Nya aktiebolagslagen*, Tholin & Larssons förlag, Göteborg.

Svernlöv, C., (2006), *Svensk kod för bolagsstyrning – med kommentar för praktisk tillämpning*, Norstedts Juridik AB, Solna

Söderström, H., Berglöf, E., Holmström, B., Högfeldt, P. & Meyersson Milgrom, E., (2003) *Ägarmakt och omvandling -Den svenska modellen utmanad*, Kristianstads Boktryckeri AB, Kristianstad.

Willekens, M., Vander Bauwhede, H. & Gaeremynck, A., (2004), Voluntary Audit Committee Formation and Practices among Belgian Listed Companies, *International Journal of Auditing*, No. 8 p. 207-222.

### **Andra publicerade källor**

LO-rapport, *Ansiktlöst-Ansvarslöst –om ägandet av de stora företagen i Sverige 2001*

Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning Årsrapport 2007

Statens offentliga utredningar, SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i näringsliv*

Statens offentliga utredningar, SOU 2004:46, *Svensk kod för bolagsstyrning -Förslag från Kodgruppen*

Statens offentliga utredningar, SOU 2004:47 *Näringslivet och förtroendet*

Statens offentliga utredningar, SOU 2004:130, *Svensk kod för bolagsstyrning –Betänkande av Kodgruppen*

Svensk kod för bolagsstyrning (2004)

### **Elektroniska källor**

Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, [<http://www.bolagsstyrning.se>], tillgänglig november 2007.

OMX, [<http://www.omxgroup.com>], tillgänglig november 2007.

***Finansiella rapporter***

Boliden AB Årsredovisning 2006

Castellum AB Årsredovisning 2006

Eniro AB Årsredovisning 2006

Hennes & Mauritz AB Årsredovisning 2006

Holmen AB Årsredovisning 2006

Hufvudstaden AB Årsredovisning 2006

JM AB Årsredovisning 2006

KappAhl AB Årsredovisning 2006

Kungsleden AB Årsredovisning 2006

Latour AB Årsredovisning 2006

L E Lundbergföretagen AB Årsredovisning 2006

Micronic Laser Systems AB Årsredovisning 2006

Modern Times Group AB Årsredovisning 2006

NCC AB Årsredovisning 2006

New Wave Group AB Årsredovisning 2006

Nobia AB Årsredovisning 2006

Nordnet AB Årsredovisning 2006

Ratos AB Årsredovisning 2006

Säki AB Årsredovisning 2006

Tele2 AB Årsredovisning 2006

Telelogic AB Årsredovisning 2006

Trelleborg AB Årsredovisning 2006

Wallenstam Byggnads AB Årsredovisning 2006

## Bilaga 1

### Sammanställning av bolagen i respektive urvalsgrupp

#### Herrelösa bolag:

| Namn                      | Börsvärde* | Lista* |
|---------------------------|------------|--------|
| Boliden AB                | 41         | O      |
| Castellum AB              | 11         | O      |
| Eniro AB                  | 14         | O      |
| JM AB                     | 12         | A      |
| Kungsleden AB             | 10         | O      |
| Micronic Laser Systems AB | 5          | O      |
| Nobia AB                  | 14         | O      |
| Telelogic AB              | 4          | O      |

\*Uppgifterna gäller per den 31 maj 2006 och anges i miljarder SEK. Källa: OMX hemsida, tillgänglig 2007-11-07

#### Familjekontrollerade bolag:

| Namn                     | Börsvärde* | Lista* | Ägare**               | Röstandel** |
|--------------------------|------------|--------|-----------------------|-------------|
| Hennes & Mauritz AB      | 191        | O      | Persson släkten       | 72,5        |
| Holmen AB                | 25         | A      | Lundberg sfären       | 52,8        |
| Hufvudstaden AB          | 11         | A      | Lundberg sfären       | 88,8        |
| Latour AB                | 9          | O      | Douglas sfären        | 79,3        |
| L E Lundbergföretagen AB | 14         | O      | Lundberg sfären       | 92,8        |
| Modern Times Group AB    | 24         | O      | Stenbeck sfären       | 72,2        |
| NCC AB                   | 18         | O      | Ax:son Johnson sfären | 57,5        |
| New Wave Group AB        | 4          | O      | Torsten Jansson       | 79,3        |
| Ratos AB                 | 19         | A      | Söderberg sfären      | 67,6        |
| SäKI AB                  | 4          | O      | Douglas sfären        | 79,9        |
| Tele2 AB                 | 34         | O      | Stenbeck sfären       | 62,6        |
| Trelleborg AB            | 13         | A      | Dunker sfären         | 55,5        |
| Wallenstam Byggnads AB   | 6          | O      | Wallenstam släkten    | 66,8        |

\*Uppgifterna gäller per den 31 maj 2006 och anges i miljarder SEK. Källa: OMX hemsida, tillgänglig 2007-11-07

\*\* Uppgifterna gäller per den 30 december 2005. Källa: Fristedt & Sundqvist (2006)

## Bilaga 2

### Wilcoxon-Mann-Whitney test (utifrån Siegel & Castellan, 1988)

Hypotesen sätts upp enligt följande

$$P(X > Y) = 0,5$$

$$P(X > Y) > 0,5$$

Beräkning rangsumman,  $W_x$  &  $W_y$

| Bolag                    | Antal avvikelser | Rangtal     | Namn                      | Antal avvikelser | Rangtal    |
|--------------------------|------------------|-------------|---------------------------|------------------|------------|
| Latour AB                | 6                | 21          | Telelogic AB              | 2                | 13         |
| Hufvudstaden AB          | 5                | 20          | Castellum AB              | 1                | 8          |
| Hennes & Mauritz AB      | 4                | 18          | Micronic Laser Systems AB | 1                | 8          |
| Holmen AB                | 4                | 18          | Nobia AB                  | 1                | 8          |
| L E Lundbergföretagen AB | 4                | 18          | Boliden AB                | 0                | 3          |
| Tele2 AB                 | 3                | 16          | Eniro AB                  | 0                | 3          |
| NCC AB                   | 2                | 13          | JM AB                     | 0                | 3          |
| Modern Times Group AB    | 2                | 13          | Kungsleden AB             | 0                | 3          |
| SäKI AB                  | 2                | 13          |                           |                  |            |
| Wallenstam Byggnads AB   | 2                | 13          |                           |                  |            |
| Ratos AB                 | 1                | 8           |                           |                  |            |
| New Wave Group AB        | 1                | 8           |                           |                  |            |
| Trelleborg AB            | 0                | 3           |                           |                  |            |
|                          |                  | $W_x = 182$ |                           |                  | $W_y = 49$ |

Beräkning av z-värde

$$z = \frac{W_x \pm 0,5 - m(N+1)/2}{\sqrt{[mn/N(N-1)] \left( (N^3 - N)/12 - \sum_{j=1}^g (t_j^3 - t_j)/12 \right)}}$$

$$= \frac{182 - 0,5 - 13(21+1)/2}{\sqrt{[13 \times 8 / 21(21-1)] \left( (21^3 - 21)/12 - 32 \right)}} = 2,85$$

Där:  $m$ = antal familjekontrollerade bolag= 13  
 $n$ = antal herrelösa bolag= 8  
 $N$ = totalt antal bolag= 21

Justering för ties beräknas enligt följande:

| Grupp (g) | Antal avvikelser | Rangtal | $T_j$ |
|-----------|------------------|---------|-------|
| 1         | 0                | 3       | 5     |
| 2         | 1                | 8       | 5     |
| 3         | 2                | 13      | 5     |
| 4         | 4                | 18      | 3     |

$$\sum_{j=1}^g \frac{t_j^3 - t_j}{12} = \frac{5^3 - 5}{12} + \frac{8^3 - 8}{12} + \frac{13^3 - 13}{12} + \frac{18^3 - 18}{12} = 32$$

Utifrån normalfördelningstabellen ger z-värdet på 2,85 ett p-värde på 0,0022. Då p-värdet understiger 0,01 kan vi förkasta  $H_0$  till förmån för  $H_1$ .

## Bilaga 3

### Avvikelser per bolag och urvalsgrupp

#### Herrelösa bolag:

| Bolag/Punkt               | 2.1.1 | 2.1.2 | 2.1.3 | 3.2.4 | 3.6.2 | 3.8.1 | 3.8.2 | 4.2.1 | 4.2.2 | 5.1.1 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Boliden AB                |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Castellum AB              |       |       | X     |       |       |       |       |       |       |       |
| Eniro AB                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| JM AB                     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Kungsleden AB             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Micronic Laser Systems AB |       |       | X     |       |       |       |       |       |       |       |
| Nobia AB                  |       |       |       |       |       |       | X     |       |       |       |
| Telelogic AB              |       |       |       |       | X     |       |       |       |       | X     |

#### Familjekontrollerade bolag:

| Bolag/Punkt              | 2.1.1 | 2.1.2 | 2.1.3 | 3.2.4 | 3.6.2 | 3.8.1 | 3.8.2 | 4.2.1 | 4.2.2 | 5.1.1 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Hennes & Mauritz AB      |       | X     |       | X     |       |       |       | X     | X     |       |
| Holmen AB                |       |       |       | X     |       |       | X     | X     | X     |       |
| Hufvudstaden AB          | X     |       |       |       |       |       | X     | X     | X     | X     |
| Latour AB                |       | X     |       | X     | X     |       | X     |       | X     | X     |
| L E Lundbergföretagen AB | X     |       |       | X     |       |       | X     |       | X     |       |
| Modern Times Group AB    |       | X     |       |       |       |       |       | X     |       |       |
| NCC AB                   |       |       |       |       |       |       | X     | X     |       |       |
| New Wave Group AB        |       | X     |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Ratos AB                 |       |       |       |       |       |       | X     |       |       |       |
| SäKI AB                  |       | X     |       |       | X     |       |       |       |       |       |
| Tele2 AB                 |       | X     |       |       |       |       |       | X     |       | X     |
| Trelleborg AB            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wallenstam Byggnads AB   |       | X     |       |       |       | X     |       |       |       |       |